



## Researchstudie (Initial Coverage)



**„Deutscher Agrar-Marktführer  
profitiert von Mega-Trends“**

**Kursziel: 22,75 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

**KAUFEN**
**Kursziel: 22,75 €**

 aktueller Kurs: 14,15  
 3.12.2010 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A0DN1J4

WKN: A0DN1J

Börsenkürzel: 7KT

 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5,676

 Marketcap<sup>3</sup>: 80,31  
 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 134,44  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 54,0 %

 Transparenzlevel:  
 Entry Standard

 Marktsegment:  
 Freiverkehr

 Rechnungslegung:  
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12

 Designated Sponsor:  
 EQUINET AG  
 DZ Bank AG

**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 V

**KTG Agrar AG <sup>\*5</sup>**
**Unternehmensprofil**

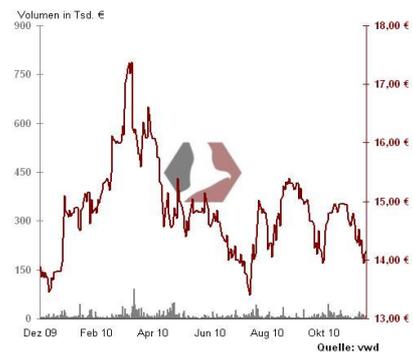
Branche: Rohstoff

Fokus: Rohstoffanbau

Mitarbeiter: 215 Stand: 31.12.2009

Gründung: 1994

Firmensitz: Hamburg

 Vorstand: Siegfried Hofreiter, Dr. Thomas R.G.  
 Berger, Ulf Hammerich


Die KTG Agrar AG gehört zu den führenden Produzenten von Agrarrohstoffen in Europa. Die Kernkompetenzen des Hamburger Unternehmens liegen im ökologischen und konventionellen Anbau von Marktfrüchten sowie im Betrieb von Biogasanlagen im Rahmen einer ökologischen Energieproduktion. Komplettiert wird das Geschäftsfeld der Gesellschaft durch ergänzende Agraraktivitäten, die unter anderem Beratungsdienstleistungen enthalten. Die Ackerflächen befinden sich hauptsächlich in Deutschland, seit 2005 zusätzlich auch im EU-Vollmitgliedstaat Litauen. Damit profitiert KTG Agrar von den steigenden Ackerlandpreisen in der Baltenrepublik. Der Schwerpunkt des künftigen Unternehmenswachstums liegt hierbei vor allem auf dem Ausbau des Biogas-Segments. Dieses ist wie die anderen Unternehmenssegmente von so genannten Megatrends wie die steigende Weltbevölkerung, Globalisierung sowie ein Anstieg des weltweiten Wohlstands geprägt.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	32,25	42,89	52,17	70,82
EBITDA	12,50	15,41	20,69	26,17
EBIT	9,20	11,43	15,19	18,65
Jahresüberschuss	5,60	5,39	7,256	9,57

**Kennzahlen in EUR**

Gewinn je Aktie	0,99	0,95	1,28	1,69
Dividende je Aktie	0,10	0,10	0,12	0,15

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	4,17	3,13	2,58	1,90
EV/EBITDA	10,76	8,72	6,50	5,14
EV/EBIT	14,61	11,76	8,85	7,21
KGV	14,34	14,90	11,07	8,40
KBV	1,57			

**Finanztermine:**

 Datum: Ereignis  
 09.12.2010: 10. MKK

**\*\*letztes Research von GBC:**

 Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating  
 6.9.2010: RS / 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
Unternehmenshistorie.....	1
Geschäftsfelder.....	2
Ökologischer Marktfruchtanbau.....	3
Konventioneller Marktfruchtanbau.....	3
Energieproduktion/Biogas.....	4
Ergänzende Agraraktivitäten.....	4
Strategische Ausrichtung.....	5
Finanzierungsmaßnahmen.....	6
Organe der Gesellschaft.....	7

## Markt und Marktumfeld

Entwicklung der Weltbevölkerung.....	9
Wohlfandeffekte, Veränderung der Nahrungsgewohnheiten.....	9
Begrenztes Flächenangebot.....	10
Konkurrenz durch Produktion von Biotreibstoffen.....	11
Preisentwicklung Agrarprodukte.....	12
Markt für Bioprodukte.....	13
Markt für Biogas.....	13
Entwicklung der Flächenpreise.....	14

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung 2009.....	15
Entwicklung der Umsatzerlöse 2009.....	15
Ergebnisentwicklung 2009.....	16
Bilanzielle Entwicklung 2009.....	18
Entwicklung Cashflow 2009.....	19
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2010.....	19
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2010.....	20
Bilanzielle Situation 1.HJ 2010.....	21
Entwicklung Cashflow 1.HJ 2010.....	21
Zahlen im Überblick.....	22
Prognose und Modellannahmen .....	23
Umsatzprognosen.....	23
Ergebnisprognosen.....	25

## Bewertung

DCF-Bewertung.....	26
Fazit .....	28

## Anhang

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

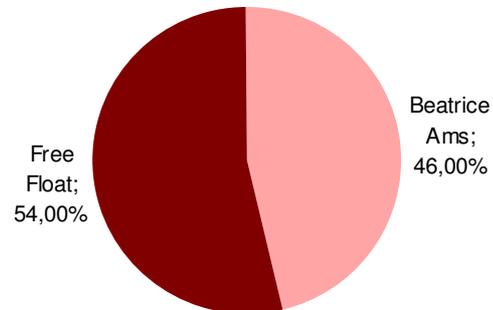
## Unternehmen

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2010
Beatrice Ams	46,0 %
Free Float	54,0 %
<b>Summe</b>	<b>100,0 %</b>

Quelle: KTG Agrar AG

**Aktionärsstruktur zum  
30.06.2010**



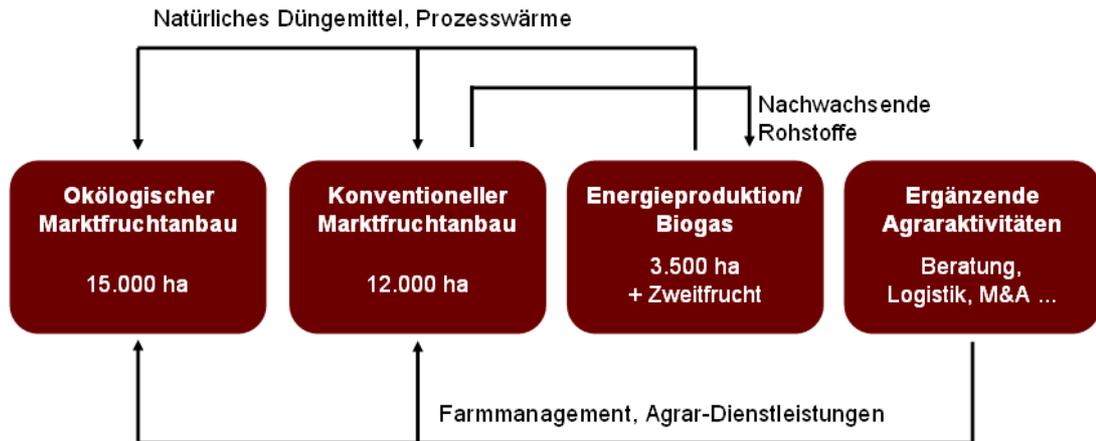
### Unternehmenshistorie

#### Überblick über die historische Unternehmensentwicklung

1994	Aufnahme der Geschäftstätigkeit durch Beatrice Ams
1995	Pacht von 800 ha landwirtschaftlicher Fläche zur Erzeugung von ökologischen Marktfrüchten in Sachsen-Anhalt
2000	Gründung der KTG Holding GmbH durch Eintragung in das Handelsregister des Amtsgerichts Potsdam
2002	Beschluss der Gesellschafterversammlung zur Umfirmierung der Gesellschaft in KTG Agrar GmbH
2004	Aufgrund des Beschlusses auf der Gesellschafterversammlung vom 25. August 2004 wurde die KTG Agrar GmbH in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. Die neue Firmierung ist die KTG Agrar AG.
2005	Sitzverlegung der KTG Agrar AG nach Hamburg
2006	Gründung der KTG Biogas AG und Aufnahme der Geschäftstätigkeit im Bereich der Energieproduktion/Biogas durch Errichtung von zehn Biogas-Anlagen mit einer Gesamtleistung von 6,5 MW.
2007	Einbeziehung in den Freiverkehr (Entry Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse
2007	Sukzessive Inbetriebnahme weiterer acht Biogas-Anlagen und Aufnahme der Stromproduktion
2010	Ausgabe von Unternehmensanleihen zur Finanzierung des Biogas-Bereiches mit einem Volumen von 50,00 Mio. €

Quelle: KTG Agrar AG

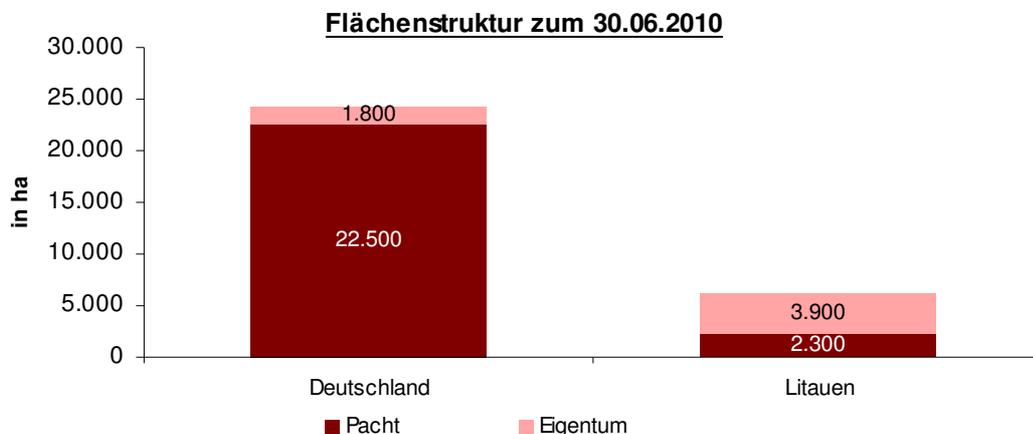
**Geschäftsfelder**



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Die Geschäftstätigkeit der KTG Agrar AG unterteilt sich in die vier Kernbereiche ökologischer Marktfruchtanbau, konventioneller Marktfruchtanbau, Energieproduktion/Biogas sowie im Rahmen der Beratung in die ergänzenden Agraraktivitäten. Im Fokus der Gesellschaft steht dabei die Erzeugung von landwirtschaftlichen Produkten, die im Rahmen des integrierten Geschäftsmodells nach Möglichkeit eine interne Verwendung finden. Neben dem Vertrieb der von der KTG Agrar AG erzeugten Feldfrüchte können diese beispielsweise als Nachwachsende Rohstoffe (NawaRo) für die Bestückung von eigenen Biogas-Anlagen zur Energieerzeugung eingesetzt werden. Im Gegenzug wird der im Rahmen der Energieerzeugung anfallende Gärrest als natürliches Düngemittel für den Marktfruchtanbau verwendet. Ergänzend können externe Gesellschaften auf das Know-How der KTG Agrar AG (Farmmanagement, Beratung, Logistik etc.) zurückgreifen, welche im Geschäftssegment Ergänzende Agraraktivitäten zusammengefasst sind.

Zum Stichtag 30.06.2010 verfügt die KTG Agrar AG über Anbauflächen von rund 30.500 qm, hiervon befindet sich der Großteil mit 24.300 qm in Deutschland. Aufgrund der sehr günstigen klimatischen Bedingungen und niedriger Einkaufspreise in Litauen hat sich die Gesellschaft hier ein zweites regionales Standbein, mit einer Anbaufläche von 6.200 qm, aufgebaut. Darüberhinaus bietet Litauen aufgrund des Status als EU-Vollmitglied im Vergleich zu anderen osteuropäischen Ländern eine verhältnismäßig hohe Rechtssicherheit. Hauptsächlich als Folge der günstigen Bodenpreise ist die Eigentumsquote in Litauen in Höhe von 62,9 % wesentlich höher als in Deutschland (7,4 %). Die übrigen Flächen sind langfristig verpachtet.



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

### Ökologischer Marktfruchtanbau

Im Rahmen des ökologischen Marktfruchtanbaus erwirtschaftete die KTG Agrar AG mit dem Anbau von Bio-Getreide wie Roggen, Körnermais, Triticale, Lupine, Dinkel, Hafer und Weizen 18,2 % der im Geschäftsjahr 2009 erzielten Umsätze. Die Erzeugung von ökologischen Marktfrüchten richtet sich dabei an EU-Verordnungen, die die Richtlinien zur Produktion von ökologischen/biologischen Erzeugnissen (EU-Öko-Richtlinien) beinhalten. Ziel dieser Verordnung ist die Pflege der Bodenfruchtbarkeit, die Wahl geeigneter Arten und Sorten sowie das Einhalten der so genannten mehrjährigen Fruchtfolge bei der Flächenbewirtschaftung. Dies soll die Erhaltung der Bodenfruchtbarkeit und die Verhinderung der Boden-erosion sicherstellen und darüber hinaus sollen alle Umweltbelastungsfaktoren weitestgehend vermieden werden. Gesellschaften, die nach den EU Öko-Richtlinien wirtschaften, unterliegen einem besonders strengen Kontrollsystem und hohen Nachweispflichten.

Zusätzlich zu diesen Richtlinien erfüllt die KTG Agrar AG die strengeren Vorgaben namhafter Verbände und Institutionen wie GMP und USDA organic. Dabei wirtschaftet die Gesellschaft unter der Maßgabe eines vorbeugenden, natürlichen Pflanzenschutzes, der die natürlichen Regulationsmechanismen unterstützt. Es werden ausschließlich die für die ökologische Bewirtschaftung zugelassenen Düngemittel eingesetzt und auf den Einsatz von Pflanzenschutzmittel verzichtet. Letztendlich ermöglicht diese Vorgehensweise und der großflächige Ackerbau eine Produktion in großen Mengen, bei einer gleichbleibend hohen Qualität, was die Vermarktungsmöglichkeiten in diesem Segment unterstützt.

Aufgrund der zur Verfügung stehenden Fläche für den Ökologischen Marktfruchtanbau von rund 15.000 ha, ist die Gesellschaft laut eigenen Angaben europaweit der führende Anbieter von ökologischen Erzeugnissen. Der Absatz der Erzeugnisse erfolgt zum Großteil unmittelbar an Direktverarbeiter wie Mühlen und Futtermittelhersteller in Deutschland, Dänemark, den Niederlanden und UK. In erster Linie profitiert die KTG Agrar AG von einem anhaltenden Trend zur gesunden Ernährung, der hauptsächlich Ökoprodukten zugute kommt. Wie im Kapitel „Markt und Marktumfeld“ dargestellt, war die Entwicklung dieser Branche nach dem „Bio-Boom“ (2004 bis 2008) zwar aufgrund der angespannten Konjunkturlage in 2009 von einem leichten Umsatzrückgang geprägt, die Bio-Branche konnte dennoch an Marktanteilen hinzugewinnen. Zudem sind die Aussichten für Deutschland unverändert gut, was den Absatzpotenzialen der KTG Agrar AG zugute kommen sollte.

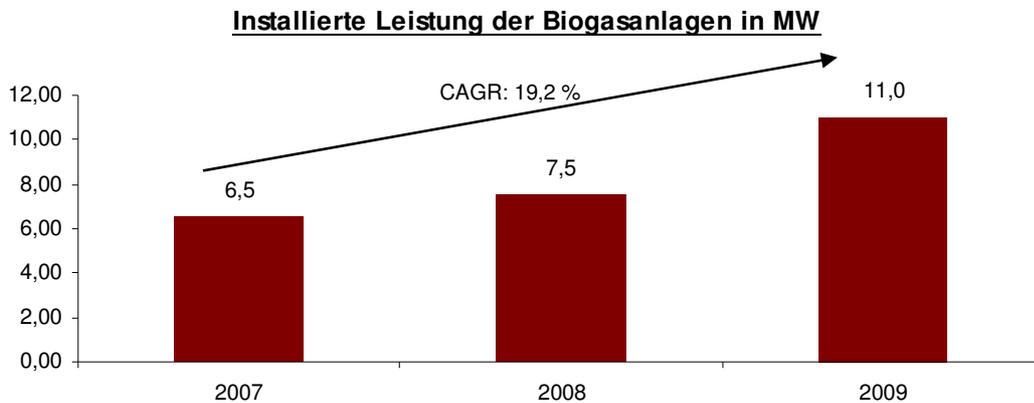
### Konventioneller Marktfruchtanbau

Das Geschäftsfeld Konventioneller Marktfruchtanbau steuerte mit 37,5 % den höchsten Anteil an den Gesamtumsätzen des Geschäftsjahres 2009 bei. Derzeit verfügt die Gesellschaft über einen Flächenbestand von 15.500 ha, wobei rund 3.500 ha für die Kultivierung von Agrarprodukten für den Bereich Biogas genutzt werden. Hier bietet die KTG Agrar AG ein ähnliches Produktsortiment an, wie im eben dargestellten ökologischen Marktfruchtanbau an. Demnach liegt der Fokus auf der Herstellung von Roggen, Gerste, Weizen und Triticale, Raps, Körnermais und Energiemais für den Einsatz als Biomasse in Biogas-Anlagen. Der Unterschied zur ökologischen Agrarwirtschaft liegt hauptsächlich in der Möglichkeit der chemisch-synthetischen Düngung, was eine Erhöhung der Ausbringungsmenge nach sich zieht. Gut erkennen kann man dies am höheren Umsatzanteil dieses Geschäftsbereiches, welcher, abzüglich der Flächen für die Produktion nachwachsender Rohstoffe, mit einem ähnlichen Flächeneinsatz erzielt wurde.

Der Vertrieb der hier erzeugten landwirtschaftlichen Produkte erfolgt an Weiterverarbeiter der Futter- und Lebensmittelindustrie im In- und Ausland. Die größten Umsatzanteile werden in Deutschland erwirtschaftet und der weitere regionale Absatzschwerpunkt liegt in der Europäischen Union. Es bestehen hierbei Lieferantenbeziehungen zu Ölmühlen oder nationalen und internationalen Handelshäusern. Zugleich findet aufgrund der strategischen Ausrichtung der KTG Agrar AG ein zunehmender Einsatz der produzierten Güter als Biomasse für den Biogas-Bereich statt.

## Energieproduktion/Biogas

Mit dem Geschäftsbereich der Energieproduktion durch Biogas konnte die KTG Agrar AG in den letzten Geschäftsjahren ein dynamisches Wachstum aufzeigen. Zum 30.06.2010 befanden sich dabei 13 Anlagen mit einer Leistung von 11 MW in Betrieb, eine Größenordnung, die kurzfristig weiter ansteigen dürfte. So wurde erst kürzlich mit dem Bau einer weiteren Großanlage mit einer Leistung von 3,2 MW im brandenburgischen Seelow begonnen und insgesamt dürfte die installierte Leistung zum Geschäftsjahresende 2010 auf über 15,5 MW ansteigen. Folgende Grafik verdeutlicht die Dynamik dieses Geschäftsbereiches.



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Der Betrieb der Biogas-Anlagen wird dabei von der Gesellschaft als weiterer Absatzweg für die selbst erzeugten landwirtschaftlichen Produkte angesehen, da hierfür ausschließlich nachwachsende Rohstoffe aus Eigenproduktion verwendet werden. Die Anlagen befinden sich in unmittelbarer Nähe der eigenen Landwirtschaftsbetriebe, was für die KTG Agrar AG die Unabhängigkeit vom Einsatz externer Inputstoffe ermöglicht. Zur Gewinnung von Biogas wird hauptsächlich der so genannte Energiemais eingesetzt, darüber hinaus werden Zweitfrüchte immer bedeutender. So werden beispielsweise Hirse oder schnellwachsende Gräser nach der Getreideernte ausgesät und dann im Herbst geerntet.

Ein wesentliches Kriterium ist der Eigenbetrieb der Biogasanlagen, welche sich ausschließlich in einer räumlichen Nähe der KTG-eigenen Flächen befinden. Dabei wird die bei der Biogas-Anlage anfallende Wärme zu kleinen Teilen als Prozesswärme für den ökologischen und konventionellen Marktfruchtanbau verwendet. Desweiteren finden die anfallenden Gärsubstrate als Düngemittel für die Anbauflächen ihre Verwendung. Der größere Teil des produzierten Stroms wird in das öffentliche Stromnetz eingespeist. Damit kann die Gesellschaft nicht nur die im Rahmen des EEG (Erneuerbare-Energien-Gesetz) festgelegten Vergütungen für die Einspeisung von Biostrom vereinnahmen, sie partizipiert zudem an der wachsenden Bedeutung von Biomasse als Energieträger (siehe Markt und Marktumfeld).

## Ergänzende Agraraktivitäten

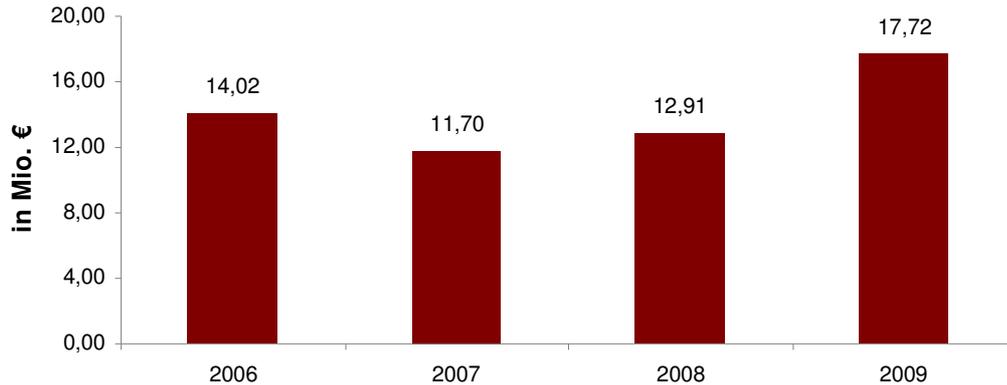
Der Geschäftsbereich der ergänzenden Agraraktivitäten war im Geschäftsjahr 2009 für 5,0 % der Gesamtumsätze verantwortlich. In diesem Segment liegt der Fokus auf dem Erwerb sanierungsbedürftiger Landwirtschaftsunternehmen, die nach Restrukturierung teilweise oder vollständig verkauft werden. In Einzelfällen können diese Unternehmen oder Teile davon auch im Bestand der KTG integriert und somit etwaige Synergieeffekte realisiert werden.

Darüberhinaus umfasst dieser Geschäftsbereich auch den Anbau und die Vermarktung von Sonderkulturen (Beerenfrüchte, Kulturheidelbeeren, Erdbeeren und Himbeeren) sowie im geringen Umfang die ökologische Mutterkuhhaltung. Zeitweilig hält die Gesellschaft im Zusammenhang mit erworbenen sanierungsfähigen Betrieben auch einen Bestand an Tiervermögen, diese sind jedoch zur kurzfristigen Veräußerung bestimmt und damit nicht dem strategischen Fokus der KTG Agrar AG zuzuordnen.

## Strategische Ausrichtung

Das Flächenwachstum und die Inbetriebnahme neuer Biogasanlagen standen in den letzten Jahren im strategischen Fokus der Gesellschaft. Deutlich wird dies besonders am Anstieg der bewirtschafteten Flächen, die sich seit 2007 von etwa 18.000 ha auf einen aktuellen Flächenbestand von 30.500 ha erhöhten. Parallel hierzu wurden in den letzten Jahren sukzessive neue Biogas-Anlagen in Betrieb genommen und damit die installierte Leistung von 6,5 MW (2007) auf derzeit etwa 11 MW ebenfalls angehoben. Erkennbar wird damit eine strategische Ausrichtung, welche klar auf das Unternehmenswachstum ausgerichtet und damit auch von hohen Investitionen geprägt war. Das CAPEX (Capital Expenditure) lag im Zuge dessen in den letzten Geschäftsjahren auf einem verhältnismäßig hohen Niveau.

**CAPEX-Entwicklung 2006-2009**



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Weiterhin soll das Flächenwachstum sowohl im konventionellen als auch im ökologischen Marktfruchtanbau den Schwerpunkt der künftigen Unternehmensstrategie stellen. Dabei beabsichtigt die KTG Agrar AG durch den gezielten Erwerb von Ackerflächen diese Strategie umzusetzen, um dadurch die bestehenden Einheiten zu erweitern oder neue Bewirtschaftungseinheiten zu schaffen. Geplant ist damit ein Ausbau der aktuell führenden Marktstellung im Bereich des ökologischen und konventionellen Anbaus, mit dem Ziel der weiteren Nutzung von Skaleneffekten. KTG Agrar AG ist bereits mit dem aktuellen Flächenbestand als führendes Unternehmen in Deutschland zu sehen. Die durchschnittliche zur Verfügung stehende Fläche deutscher Agrarbetriebe liegt bei rund 48,5 ha (2007). Zugleich kann die Gesellschaft durch eine Ausweitung der Anbauflächen weitere Ansprüche auf Betriebsprämien in Form von Flächen- und Öko-Prämien geltend machen.

Parallel zum geplanten Flächenwachstum ist ein Anstieg der Eigentumsquote geplant, welche sich auf die Gesamtflächen bezogen zum 30.06.2010 auf 18,7 % beläuft. Geplant ist dabei besonders der Erwerb von Flächen in Litauen, was uns vor dem Hintergrund der dort immer noch günstigen Flächen-Einkaufspreise als sehr sinnvoll erscheint. Im Gegensatz dazu soll eine Flächenausweitung in Deutschland vornehmlich durch Pachtflächen umgesetzt werden. Auch hier ist die Strategie nachvollziehbar, da die Pachtaufwendungen für Deutschland von durchschnittlich 178 €/ha (2007) verglichen zu den Kaufpreisen von 9.205 €/ha (Quelle: BMLEV, 2007) verhältnismäßig gering sind. Im Vordergrund der Flächenausweitung steht bei der KTG Agrar AG die Nutzung von Skaleneffekten sowie das Economies of Scale beim Erwerb der Betriebsmittel. Einhergehend mit einer geplanten kontinuierlichen Optimierung der Unternehmensstrukturen soll zukünftig ein Anstieg der Ergebnisqualität aufgezeigt werden.

Die breite regionale Streuung der Flächen soll darüberhinaus die Auswirkungen der klimatischen Vorbedingungen abmildern. So wird einerseits das Risiko für Ernteeinbußen gemindert, auf der anderen Seite profitiert die Gesellschaft von den guten klimatischen Bedingungen in Deutschland und dem EU-Vollmitgliedsstaat Litauen. Darüberhinaus ist Litauen für die Vermarktung der produzierten Güter vom logistischen Blickpunkt aus gesehen günstig gelegen. Der eisfreie Hafen Klaipeda ermöglicht in diesem Zusammenhang die Belieferung der wichtigen Märkte Deutschland, Großbritannien, Niederlande und Dänemark.



Quelle: KTG Agrar AG

KTG Agrar AG beabsichtigt die bisherige Wachstumsdynamik im Geschäftsbereich der Energieerzeugung/Biogas fortzusetzen und damit einen weiteren kontinuierlichen Ausbau aufzuzeigen. Ein besonderes Merkmal beim Betrieb von Biogas-Anlagen ist die Stetigkeit und hohe Planbarkeit der Umsatzerlöse, die zugleich einen deutlichen Anstieg der Gesamtumsätze der Gesellschaft nach sich ziehen dürften. Dabei wird die hohe Planbarkeit des kontinuierlichen Zahlungsmittelzuflusses durch die EEG-Zahlungen unterstützt, die für die Stromeinspeisung für die nächsten 20 Jahre festgelegt worden sind. Aufgrund des Einsatzes von selbst produzierten Inputstoffen (Energiermais, Gräser, etc.) erhält die Gesellschaft die weitestgehende Unabhängigkeit von Lieferanten und verstärkt damit das autarke Geschäftsmodell. Geplant ist ein Wachstum der derzeitigen installierten Kapazität von 11 MW auf rund 20 MW bis zum Geschäftsjahr 2012. Um dieses Wachstum zu realisieren, muss die KTG Agrar AG nicht nur die für die Anlagen erforderlichen Investitionen, die sich auf etwa 3,5 Mio. €/MW belaufen, aufbringen, sie muss zugleich für den Aufbau der benötigten Betriebsmittel in Vorleistung gehen.

#### Finanzierungsmaßnahmen

Im laufenden Geschäftsjahr 2010 wurde von der KTG Agrar AG die finanzielle Basis für die Umsetzung des strategischen Wachstumskurses geschaffen. Damit zusammenhängend wurden zwei Kapitalmaßnahmen durchgeführt und hieraus flossen der Gesellschaft insgesamt 58,26 Mio. € zu. So wurde im ersten Halbjahr 2010 durch die Ausgabe von 0,52 Mio. neuen Aktien zu einem Preis von je 16,00 € eine Kapitalerhöhung mit einem Nettoerlös von 8,26 Mio. € durchgeführt. Im zweiten Halbjahr war zunächst die Ausgabe einer 6,75 %igen Unternehmensanleihe mit einem Volumen von 25,00 Mio. € geplant. Aufgrund der sehr guten Resonanz wurde der ursprüngliche Ausgabebetrag bei gleichen Konditionen verdoppelt, so dass sich das gesamte Ausgabevolumen der Anleihe auf 50,00 Mio. € beläuft. Während der 5-jährigen Laufzeit ist die Anleihe im Segment „bondm“ der Börse Stuttgart sowie in Frankfurt handelbar. Damit verfügt die Gesellschaft über einen ausreichenden Mittelbestand, um die geplanten Flächeninvestitionen und den Ausbau des Geschäftsbereiches „Energieproduktion/Biogas“ zu realisieren. Die erwarteten konkreten Investitionen der kommenden Geschäftsjahre sind Bestandteil des Kapitels „Prognosen und Modellannahmen“ dieser Researchstudie.

## Organe der Gesellschaft

### Vorstand

#### Siegfried Hofreiter (Vorsitzender)

Der ausgebildete Landwirt Siegfried Hofreiter hat erste praktische Erfahrungen während eines Auslandsaufenthaltes in den Vereinigten Staaten von Amerika bei zwei landwirtschaftlichen Großbetrieben sammeln können. Zwischen 1991 und 1994 war er daraufhin Betriebsleiter von landwirtschaftlichen Marktfruchtbetrieben. Vor seiner Tätigkeit als selbstständiger Landwirt und Unternehmensberater, die er ab 1995 aufnahm, war Siegfried Hofreiter zwischen 1993 und 1995 darüberhinaus Gesellschafter einer Firma für Importe und Exporte sowie von zwei weiteren Handelsgesellschaften. Während seiner Tätigkeit als selbstständiger Landwirt akquirierte er über 20 landwirtschaftliche Betriebe in Mecklenburg-Vorpommern, Brandenburg und Sachsen-Anhalt. Zu seinen Aufgaben als Unternehmensberater zählte die begleitende Beratung bei Gesellschafterwechsel sowie die Neustrukturierung und Rationalisierung von Produktionsabläufen. Flankierend verantwortete er den Aufbau eines Sonderkulturbetriebes für Spargel, Erdbeeren, Heidelbeeren und deren Vermarktung in Berlin.

#### Dr. Thomas R.G. Berger

Nach seinem Studium der Rechtswissenschaften an der Ludwig Maximilians Universität in München (LMU) war Dr. Thomas Berger als Rechtsanwalt sowie als Geschäftsführer der Comfort Air Luftfahrt GmbH & Co. KG tätig. Seit 2008 verantwortete er leitende Positionen für verschiedene Unternehmen der KTG-Gruppe und wurde im April 2009 zum Vorstand der KTG Agrar AG bestellt.

#### Ulf Hammerich

Ulf Hammerich ist ausgebildeter Landwirt und studierter Agrarwissenschaftler. Das Studium schloss er 1990 erfolgreich als Diplom-Agraringenieur an der Fachhochschule Kiel ab. Seither bekleidete Ulf Hammerich leitende Funktionen in verschiedenen Agrarbetrieben. Seit 2001 arbeitet Herr Hammerich für Gesellschaften der KTG Agrar als operativ verantwortlicher Leiter der Agrarproduktion. Zum 01.10.2008 wurde Herr Hammerich zum Vorstand der KTG Agrar AG bestellt.

### Aufsichtsrat

#### Siegfried Koch (Vorsitzender)

Siegfried Koch ist ein ausgebildeter Bankkaufmann mit beruflichen Erfahrungen beim Bankhaus Gebrüder Löbbbecke & Co. in Braunschweig und der Privatbank Marcard, Stein & Co. in Braunschweig. Schwerpunktmäßig war er im Rahmen dieser Tätigkeiten im Kreditgeschäft als Prokurist, Niederlassungsleiter und Generalbevollmächtigter tätig. Seit 1993 ist Siegfried Koch Geschäftsführer der Gesellschaft Finanzdienst am Kaiserdom, Königslutter. Parallel dazu war Hr. Koch in der Zeit von 1994 bis 1997 Geschäftsführer der Kreuzweg Neun Ökologisch Bauen GmbH tätig.

#### Bert Wigger (stellvertretender Vorsitzender)

Bert Wigger hat seine Ausbildung als Industriekaufmann 1991 bei der Wks Textilveredelung, Wilsum abgeschlossen. Seit dem Jahr 2001 ist er Geschäftsführer der Wigger Auktionen GmbH und seit 2002 öffentlich bestellter und vereidigter Versteigerer der IHK Schwerin. Seit 2004 ist er darüberhinaus als Aufsichtsrat der BDM Freie Milch AG tätig.

### Beatrice Ams (Großaktionärin)

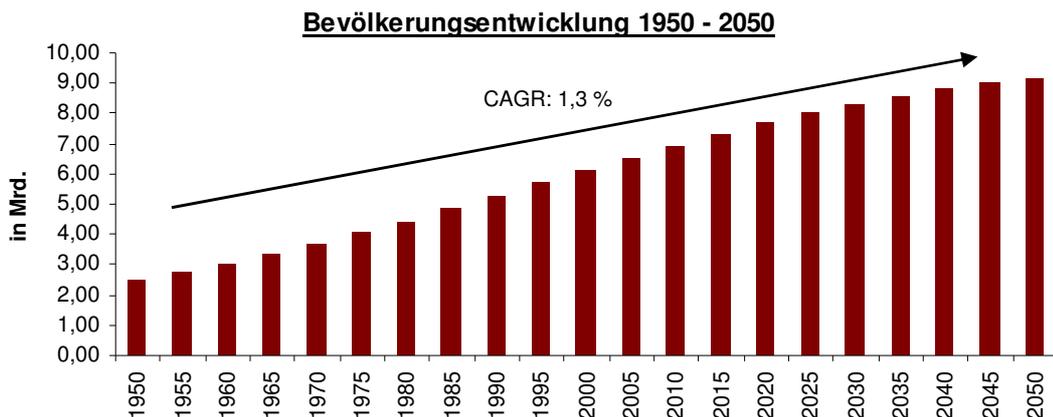
Von 1977 bis 1987 besuchte Beatrice Ams die Polytechnische Oberschule und absolvierte anschließend eine Berufsausbildung, die sie als Gärtnerin im Jahr 1990 abschloss. Von 1990 bis 1993 arbeitete Beatrice Ams in verschiedenen Gartenbau- und Landschaftsgärtnereibetrieben in Nordrhein-Westfalen. Ab 1995 war Beatrice Ams mit dem Aufbau der Landwirtschaftsbetriebe Heuma Agrarproduktions GmbH, Osterburg und Gollwitzer Agrar GmbH betraut. Von 1998 bis 2003 war sie Geschäftsführerin der Gollwitzer Agrar GmbH. Ab dem Jahr 2000 war Beatrice Ams als Geschäftsführerin und Vorstandsmitglied verschiedener Gesellschaften, die dem KTG-Konzern angehören, tätig.

## Markt und Marktumfeld

Weltweit ist das Marktumfeld der Agrarbranche von globalen Trends geprägt, die für die nächsten Jahre eine zunehmende Nachfrage bei einer verhältnismäßig stabilen Angebots-situation erwarten lassen. Diese so genannten Makrotrends sind dabei stark von der weltweiten Bevölkerungsentwicklung, dem steigenden Bedarf an Nahrungsmitteln sowie einer zu beobachtenden weltweiten Umstellung der Ernährungsgewohnheiten geprägt. Demgegenüber steht jedoch ein Ernteertrag aus einem begrenzten Flächenangebot, der in zunehmender Weise in einer Konkurrenz um die Ressourcen mit alternativen Biokraftstoffen getreten ist. Hieraus ableitend lässt sich für die nächsten Jahre eine Verschärfung des Nachfrageüberhangs erkennen, der sowohl zu einer Verteuerung der Agrarprodukte als auch der Anbauflächen führen dürfte.

### Entwicklung der Weltbevölkerung

Als wichtigster Makrotrend für die Agrarbranche gilt der globale Bevölkerungsanstieg. Neuesten Erkenntnissen der Bevölkerungsabteilung der UN zufolge, soll die Weltbevölkerung vom derzeitigen Stand von 6,89 Mrd. Menschen (Juli 2010) innerhalb der nächsten 40 Jahre auf 9,15 Mrd. ansteigen. Die Voraussetzung und Grundlage dieser Schätzung ist ein Rückgang des aktuellen jährlichen Bevölkerungsanstieges von 83,3 Mio. auf durchschnittlich 56,0 Mio. Begründet wird dies durch eine zunehmende Industrialisierung der Dritt-Welt-Länder, die derzeit immer noch die größten Impulse zur Bevölkerungsentwicklung beisteuern. Denn in der Vergangenheit hatte eine Industrialisierung erfahrungsgemäß einen Rückgang der Geburtenrate nach sich gezogen. Folgende Grafik verdeutlicht die im „World Population Prospects, The 2010 Revision“ getroffenen Annahmen:



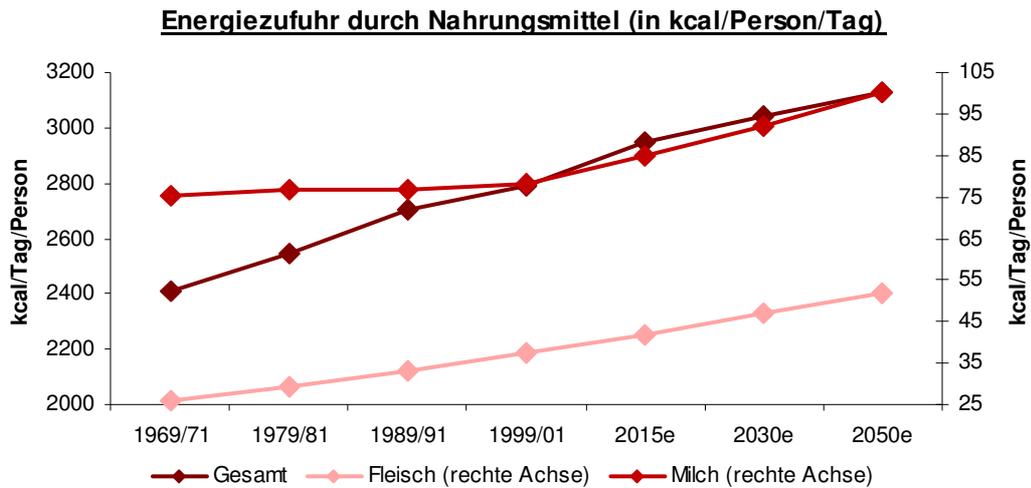
Quelle: Vereinte Nationen; World Population Prospects, The 2010 Revision

Die hier projizierte Dynamik der Bevölkerungsentwicklung soll zwar für die kommenden Jahre abnehmen, dennoch trifft weiterhin der Bevölkerungsanstieg auf begrenzte Flächenressourcen. Hinzu kommen die Wohlfandeffekte, die im Zuge der veränderten Nahrungsgewohnheiten den Nachfrageanstieg nach Agrarprodukten weiter verschärfen dürften.

### Wohlfandeffekte; Veränderung der Nahrungsgewohnheiten

Die zunehmende Industrialisierung, auch in den so genannten Dritte-Welt-Ländern, geht einher mit steigenden Wohlfandeffekten und einer Veränderung der Nahrungsgewohnheiten. Gemäß der FAO-Studie „World agriculture: towards 2030/2050“ macht sich der Industrialisierungsgrad in einer Veränderung der Nahrungszusammensetzung, die eine Verschiebung hin zu tierischer Nahrung erfährt, bemerkbar. Während tierische Produkte (Milch, Fleisch, Eier) noch vor dreißig Jahren in den Entwicklungsländern rund 20 % am Nahrungsmix ausmachten, liegt die aktuelle Quote bei etwa 29 %. Tendenziell soll dieser Anteil bis zum Jahr 2050 auf 37 % ansteigen. Der aktuelle Nahrungsmix in den Industrieländern gilt mit einem Anteil der tierischen Nahrungsmittel von 48 % als stabil und gesättigt. Diese Veränderung ist insofern wichtig, da derzeit rund die Hälfte der globalen Agrarproduktion für Viehnahrung benötigt wird. Ein prognostizierter Anstieg dieser Größenordnung würde als Folge die Nachfrage nach Agrarprodukten überproportional ansteigen lassen.

Untenstehende Grafik fasst die globale Entwicklung und die Prognosen hinsichtlich der täglichen Energiezufuhr aus Lebensmitteln zusammen.



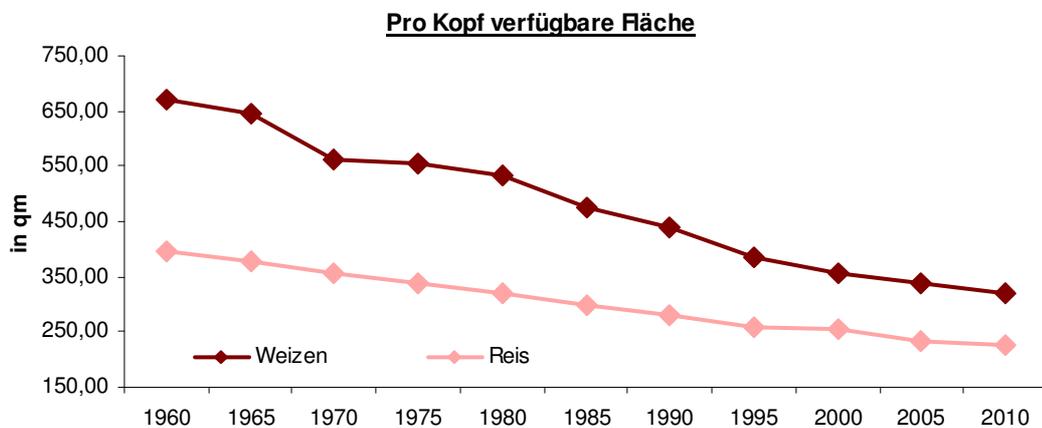
Quelle: FAO

Die soeben genannten Effekte (Bevölkerungszunahme und Veränderung der Essgewohnheiten) treffen dabei auf eine nur begrenzt verfügbare Agrarfläche.

### Begrenztes Flächenangebot

Naturgemäß ist das Angebot von Agrarflächen begrenzter Natur. Hinzu kommen jedoch auch verschiedene Effekte, die zu einer weiteren Verknappung der ohnehin begrenzten Flächen führen können. Besonders gravierend zeigt sich gemäß dem Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung die Desertifikation (Wüstenbildung), die aufgrund der klimatisch immer schwieriger werdenden Voraussetzungen in den letzten 40 Jahren die weltweiten Ackerflächen um ein Drittel gemindert hatte. Jährlich gehen weitere 20 Millionen Hektar an Ackerflächen verloren, die aufgrund von Bodenerosion unproduktiv werden.

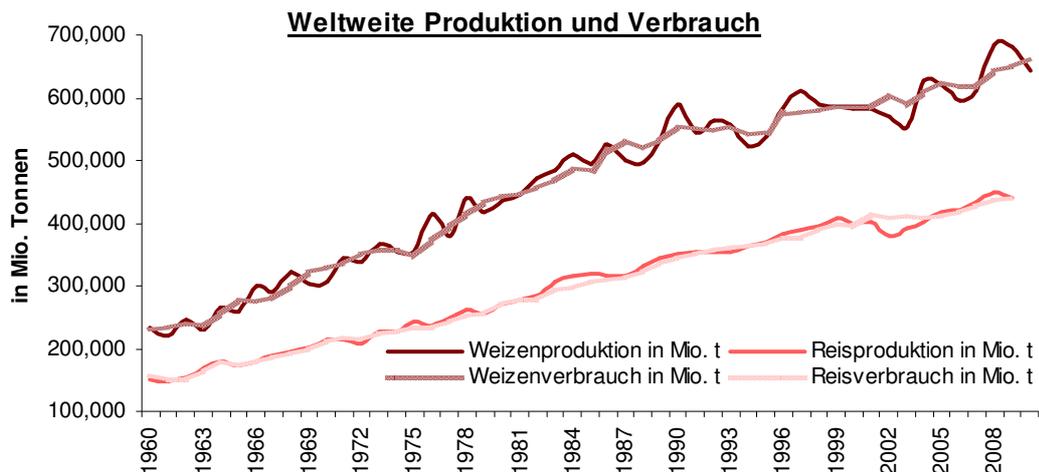
Dieses Phänomen ist dabei vor allem in den Entwicklungsländern anzutreffen. Die Industrieländer hingegen leiden unter einer zunehmenden Urbanisierung und einem Infrastrukturaufbau, der ebenfalls einen Rückgang hochwertiger Ackerflächen zur Folge hat. Diese Entwicklung kann man beispielhaft an Deutschland aufzeigen. So beläuft sich laut neuesten Erkenntnissen des Statistischen Bundesamtes (Pressemitteilung vom 11.11.2009) die Zunahme der Siedlungs- und Verkehrsflächen in Deutschland auf 104 ha/Tag. Im Zeitraum 2005-2008 liegt der Anstieg bei 3,3 %, was 1.516 Quadratkilometern entspricht. Demgegenüber wurde ein Schwund der Landwirtschaftsflächen ermittelt, der sich im gleichen Zeitraum auf 0,9 % oder 1.679 Quadratkilometer beläuft.



Quelle: FAO; Vereinte Nationen, GBC AG

Dementsprechend rückläufig gestaltete sich die Pro-Kopf-Flächenverfügbarkeit der Agrarflächen, welche sich innerhalb der letzten 50 Jahre beim Weizen von etwa 670 qm auf etwa 320 qm mehr als halbierte. Die Auswahl der Weizenfläche wurde hier beispielhaft getroffen um den allgemeinen Rückgang der Pro-Kopf-Fläche zu verdeutlichen. Die Reisflächen minderten sich innerhalb der letzten 50 Jahre ebenfalls von etwa 400 qm auf etwa 220 qm je Erdenbewohner. Hier wird zugleich auch der Bevölkerungsanstieg abgebildet.

Trotz dieser unübersehbaren Trends, konnte paradoxerweise historisch gesehen die Agrarbranche dem deutlichen Nachfrageanstieg auch bei einem geringeren Flächeneinsatz gerecht werden. Nach wie vor sind zwar Regionen von Unterernährung geprägt, dieser Zustand lässt sich jedoch hauptsächlich durch ein Überangebot in den Industrieländern erklären. Unterstellt man eine weltweit gerechte Verteilung von Agrarprodukten, so konnte auf lange Sicht hinaus, die Nachfrage bedient werden. Folgende Grafik untermauert diese Aussage:



Quelle: FAO

In der obigen Grafik wird es gut ersichtlich, dass sowohl die Produktions- als auch die Verbrauchskurve zwischen 1960 und 2010 größtenteils parallel verlaufen sind. Ein wichtiger Erklärungsansatz ist hierfür die Tatsache, dass es der Agrarwirtschaft gelang, den Flächenschwund durch Produktivitätssteigerungen zu kompensieren. Als maßgebliche Größe für das weitere Gleichgewicht von Nachfrage und Angebot kann hier der weitere Anstieg der Produktivität angesehen werden, welche jedoch in den vergangenen Jahren nur noch marginal zunehmen konnte. Vielfach wird von einer natürlichen Barriere in der technologischen Entwicklung aber auch in der Intensität der Kultivierung von Agrarflächen gesprochen.

Hinzu ist in den letzten Jahren mit der subventionierten Herstellung von Biokraftstoffen ein weiterer Konkurrent um die knappen Agrarressourcen hinzugekommen.

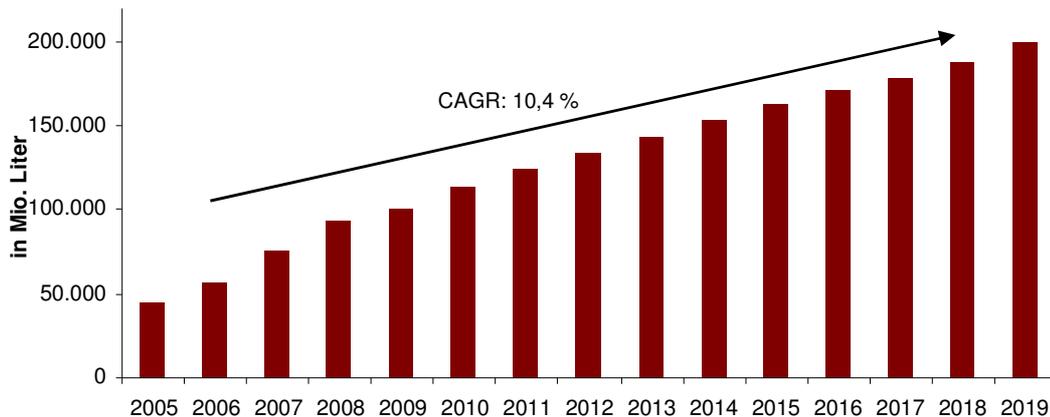
### Konkurrenz durch Produktion von Biotreibstoffen

Getrieben durch einen weltweit erhöhten Energiebedarf wird die Herstellung von Biokraftstoffen zukünftig eine bedeutendere Rolle spielen. Nicht zuletzt aufgrund staatlicher Vorgaben soll der Ernteertrag zur Gewinnung erneuerbarer Energien verwendet werden. So sehen beispielsweise die EU-Vorgaben vor, den Anteil erneuerbarer Energien bis zum Jahr 2020 auf 20 % des gesamten Energiehaushaltes anzuheben. Bis zum Jahr 2030 sollen dabei zehn Milliarden Kubikmeter Erdgas durch Biogas ersetzt werden. Diese Größenordnung entspricht in etwa 10 % des bundesweiten Erdgasverbrauchs.

Der Trend zur Energieproduktion aus Agrarprodukten (hierzu zählen auch Biodiesel, Ethanol) ist weltweit zu beobachten. China, USA, Brasilien oder Kanada haben ebenfalls die gesetzlichen Grundlagen zur Förderung erneuerbarer Energien geschaffen und sind neben Europa zu den größten Herstellern von Bioenergie zu zählen. Auf Grundlage dessen erwartet die OECD in Zusammenarbeit mit der FAO für die Jahre 2005-2019 ein durchschnittliches jährliches Wachstum (CAGR) der weltweiten Energieproduktion (Ethanol und Biodiesel) in Höhe von 10,4 %. Ausgehend von der Produktion im Jahr 2005 von 45.207 Mio.

Litern dürfte dann die Produktionsmenge im Jahr 2019 auf rund Mio. 200.000 Liter ansteigen.

### Weltweite Produktion (Biodiesel und Ethanol)



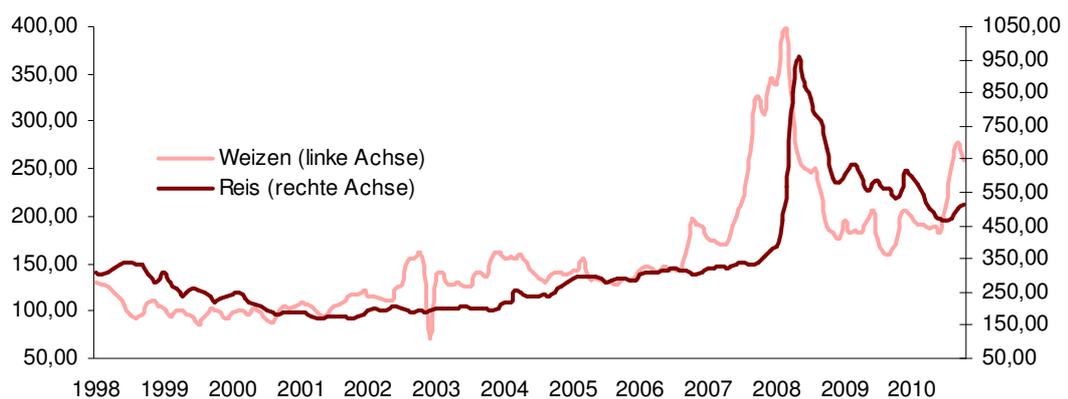
Quelle: FAO; OECD

Der weltweite steigende Energiebedarf, der im zunehmenden Maße durch die Gewinnung erneuerbarer Energien aus Agrarprodukten bedient wird, wird als eine kritische Größe und als wichtiger Treiber der künftigen Preisentwicklung angesehen.

### Preisentwicklung Agrarprodukte

Die eben beschriebenen Makrotrends sind ausschlaggebend für die Preisentwicklung von Agrarprodukten. Insbesondere die gestiegene Nachfrage hatte in den letzten 10 Jahren zu einem weltweiten Vorratsabbau geführt, welcher sich belastend auf die Preissituation ausgewirkt hatte. Aber auch jenseits der Makrotrends können kurzfristige Effekte die Ausbringungsmenge beeinflussen und damit zu einer erhöhten Preisvolatilität sowie einer hohen Preisunsicherheit führen. So kam es beispielsweise in der jüngsten Vergangenheit aufgrund klimatischer Bedingungen (Bsp. Flächenbrände in Russland) zu einer kurzfristigen Reduktion der Erntemenge, die sich damit auf das allgemeine Preisniveau destabilisierend auswirkte.

### Preisentwicklung in USD/Tonne



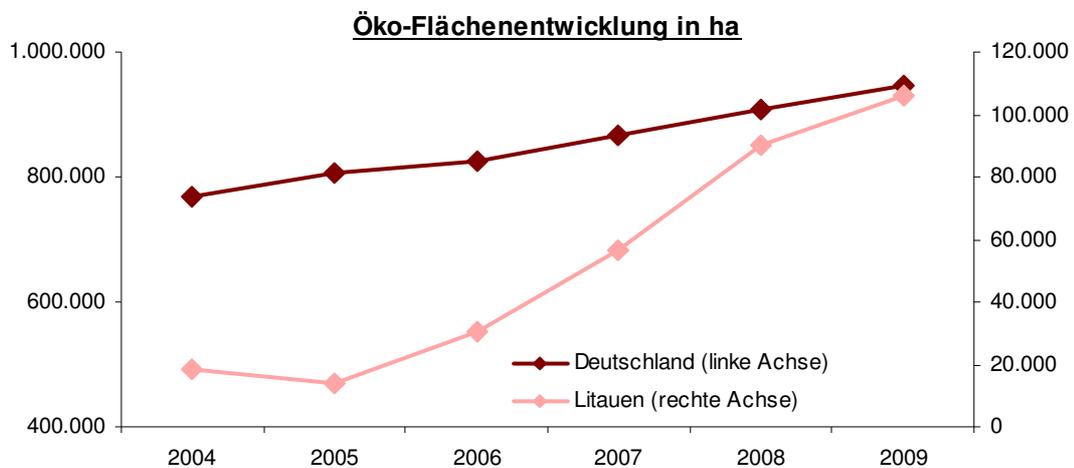
Quelle: OECD-FAO Agricultural Outlook 2010-2019

In der obigen Grafik wird es gut ersichtlich, dass sich die Preise für Weizen und Reis in den letzten beiden Jahren (2009 und 2010) aufgrund der verbesserten Erntesituation rückläufig entwickelten und so wieder ein moderates Niveau angenommen haben. Eine Aussage zur künftigen Preisentwicklung zu treffen ist schwierig, die beschriebenen globalen Makrotrends liefern jedoch die Voraussetzungen für stabile und steigende Preise.

## Markt für Bioprodukte

Aufgrund der angespannten Konjunktursituation reduzierten sich die Umsätze des deutschen Biomarktes in 2009 leicht um 1,1 %. Sie entwickelten sich jedoch besser als der Durchschnitt des Lebensmittelmarktes, welcher Einbußen in Höhe von 2,5 % hinnehmen musste. Laut Branchenverband BÖLW ist dieser Rückgang in erster Linie auf das niedrigere Preisniveau zurückzuführen, dem aber insgesamt ein Mengenwachstum entgegenstand. Damit konnte der Bio-Markt in Deutschland erneut die Marktanteile ausweiten.

Immer mehr Agrarbetriebe nutzen den Trend zur gesunden und bewussten Ernährung und stellen ihre Produktion nach den EU-Vorgaben für Bio-Betriebe um. Ersichtlich wird dies an den Anbauflächen für Öko-Produkte, die sich alleine in Deutschland zwischen 2004 und 2009 um 23,3 % steigerten. Auch die Anzahl der Biobetriebe in Deutschland nahm im gleichen Zeitraum von 16.603 auf 21.047 und damit um 26,8 % zu. Die Flächen in Litauen werden von der KTG Agrar AG ausschließlich im Rahmen des Öko-Landbaus bewirtschaftet. Litauen profitierte dabei vor allem von national auferlegten Programmen und einer hohen Umstellungsförderung, die einen deutlichen Anstieg der Öko-Flächen nach sich zogen. Zwischen 2004 und 2009 verfünffachten sich diese von 18.395 ha auf 106.060 ha.



Quelle: eurostat, BLE Strukturdaten 2009

Nach dem „Bio-Boom“ in den Jahren 2004 bis 2008 durchläuft der deutsche Markt für Bio-Produkte eine Konsolidierungsphase. Dennoch sind die Aussichten als weiterhin positiv zu werten. So zeigt es sich, dass der Trend zur gesunden Ernährung auch künftig eine gute Nachfragebasis nach sich ziehen dürfte. Betrachtet man die Pro-Kopf-Ausgaben und den Marktanteil für Bio-Produkte in Deutschland, dann erschließt sich im europäischen Vergleich für Deutschland noch weiteres Aufholpotenzial. Die Ausgaben pro Kopf in Dänemark (106 €) in der Schweiz (105 €) oder in Österreich (89 €) liegen noch weit vor den Ausgaben der Deutschen Verbraucher, die sich auf 64 €/Kopf belaufen. Zurückführen lässt sich dies auf den konventionellen Lebensmittelhandel, der in diesen Ländern frühzeitig in die Bio-Vermarktung eingestiegen ist. In Deutschland hingegen, wird der Markt sukzessive erschlossen, was die Absatzpotenziale für Bio-Produkte weiter erhöhen dürfte.

## Markt für Biogas

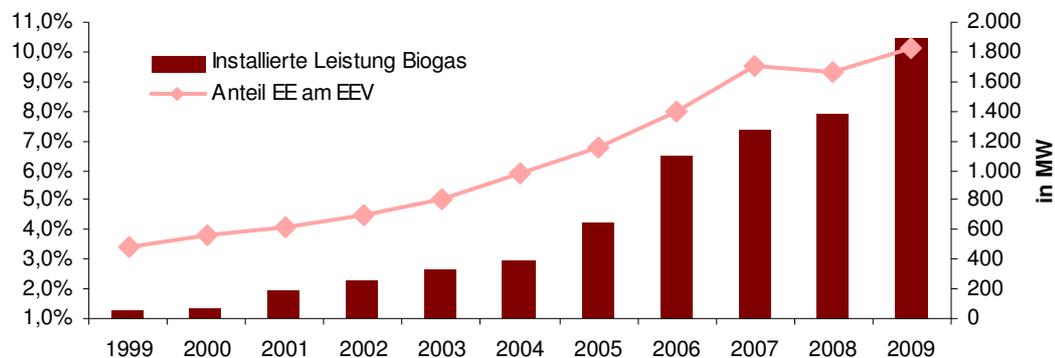
Die Entwicklung der Biogas-Branche ist eng mit den staatlichen Förderungsbestimmungen verknüpft. In diesem Zusammenhang kann man das so genannte EEG (Erneuerbare Energien Gesetz) herausstellen, welches im Einklang mit den Zielen der Europäischen Union den Anteil Erneuerbarer Energien am gesamten Energieverbrauch der EU bis zum Jahr 2020 auf 20 % anheben wird. Der Staat hat dabei den Beitrag der Erneuerbaren Energien zur Emissionsreduktion und damit Einhaltung des internationalen Klimaschutzabkommens als besonders bedeutsam angesehen. Für die Produzenten von Bioenergie bedeutet diese Regelung eine gute Planungsgrundlage, die zudem einen langfristigen Charakter hat. Die Vergütungen, die über einen Zeitraum von 20 Jahren geleistet werden und sich in jedem Betriebsjahr um 1 % reduzieren (Degression) richten sich dabei nach der Anlagengröße.

Anlagengröße	Grundvergütung pro KWh
bis 150 KW	11,67 Cent
bis 500 KW	9,18 Cent
bis 5 MW	8,25 Cent
bis 20 MW	7,79 Cent

Quelle: Bundesministerium der Justiz

Flankiert werden die Zahlungen im Rahmen der Grundvergütung durch verschiedene Boni (Nawaro-Bonus, Gülle-Bonus, Landschaftspflegematerial-Bonus, Emissionsminderungs-Bonus, Technologie-Bonus, KWK-Bonus). Aufgrund der Förderbedingungen und der hohen Planbarkeit konnte der Anteil der Erneuerbaren Energien am gesamten Endenergieverbrauch deutlich ansteigen und beläuft sich im Jahr 2009 auf 10,1 %. Die Annahme eines Anteils von 20 % im Jahr 2020 erscheint vor diesem Hintergrund realistisch.

### Anteil der EEG am EEV und installierte Leistung in MW



Quelle: BMU; Fachverband Biogas e.V.

Parallel zu dieser Entwicklung steigerte sich auch die in Deutschland installierte elektrische Biogas-Leistung in MW von 50 MW (1999) auf 1893 MW im Jahr 2009. Gemessen an der Endenergieleistung der Erneuerbaren Energien nimmt die Energieherstellung aus Biomasse im Jahr 2009 mit 27,7 % eine sehr bedeutende Stellung ein. Bezogen auf den gesamten Endenergieverbrauch beläuft sich diese Quote auf 7,0 %. Im Rahmen des Nationalen Biomasseaktionsplans für Deutschland des Bundesministeriums für Ernährung Landwirtschaft und Verbraucherschutz, soll dieser Anteil bis zum Jahr 2020 auf 10,9 % deutlich ansteigen. Zusammen mit dem steigenden Bedarf an Endenergie wird hier eine hohe erwartete Dynamik sichtbar, welche darüberhinaus auch weiterhin von den staatlichen Förderungen profitieren dürfte.

### Entwicklung der Flächenpreise

Die durchschnittlichen Kaufwerte je Hektar für landwirtschaftlich genutzte Flächen liegen in Deutschland bei 10.908 €/ha. Gemäß Daten des BMELV stiegen diese im Vergleich zum Vorjahr um 9,6 %, eine Entwicklung, die vor allem auf die Verknappung landwirtschaftlicher Flächen zurückzuführen ist. Vielfach spielt in diesem Zusammenhang die regionale Bodengüte nur noch eine untergeordnete Rolle und damit spiegelt die Entwicklung in Deutschland die globalen Tendenzen wider. Deutschlandweit muss jedoch eine differenzierte Preisbetrachtung vorgenommen werden. So liegen die Verkaufswerte im früheren Bundesgebiet bei 17.960 €/ha, wohingegen in den neuen Ländern, dem Investitionsschwerpunkt von KTG Agrar AG, Preise in Höhe von 5.943 €/ha gezahlt wurden. Die Strategie der Gesellschaft, in Deutschland Flächen zu pachten stellt unseres Erachtens den richtigen Ansatz dar, da die Preisniveaus im europäischen Vergleich verhältnismäßig hoch sind.

Im Gegenzug plant die Gesellschaft die Eigentumsquote vornehmlich durch den Erwerb von landwirtschaftlichen Flächen in Litauen auszuweiten. Hier liegen die Preisniveaus noch unter 3.000 €/ha, zumal aufgrund der EU-Vollmitgliedschaft Litauens eine hohe Rechtssicherheit gegeben ist. Durch die erwartete europäische Anpassung der Landpreise (Konvergenz), dürfte die Gesellschaft zugleich von Wertsteigerungen profitieren.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung 2009

in Mio. €	GJ 2008	Δ 2008/2009	GJ 2009
Umsatzerlöse	26,42	+22,1 %	32,25
Gesamtleistung	48,22	+23,8 %	59,70
EBITDA	10,03	+25,0 %	12,54
EBIT	7,53	+22,0 %	9,18
Jahresüberschuss nach Minderheiten	3,94	+36,4 %	5,38
EPS*	0,76	+36,4 %	1,04

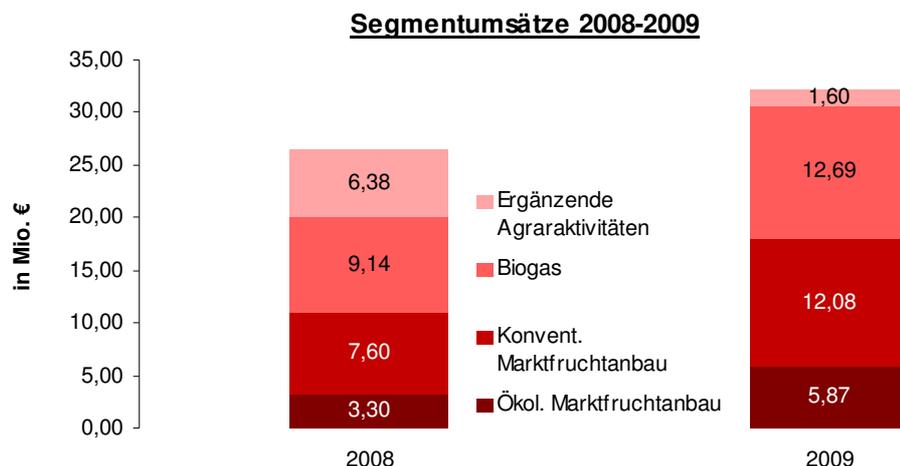
\* das EPS wurde auf Basis der Aktienzahl zum 31.12.2009 in Höhe von 5,16 Mio. Stück ermittelt

Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

### Entwicklung der Umsatzerlöse 2009

Als Ausdruck der Wachstumsstrategie konnte die KTG Agrar AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 die Umsätze gegenüber dem Vorjahr von 26,42 Mio. € um 22,1 % auf 32,25 Mio. € steigern. In erster Linie zu dieser Entwicklung trugen dabei die Geschäftsbereiche ökologischer Marktfruchtanbau (+77,9 %) konventioneller Marktfruchtanbau (+59,0 %) sowie Energieproduktion/Biogas (+38,9 %) bei. Lediglich das Segment „Ergänzende Agraraktivitäten“ konnte nicht an das Vorjahr anknüpfen und die Umsätze reduzierten sich von 6,38 Mio. € auf 1,60 Mio. €.

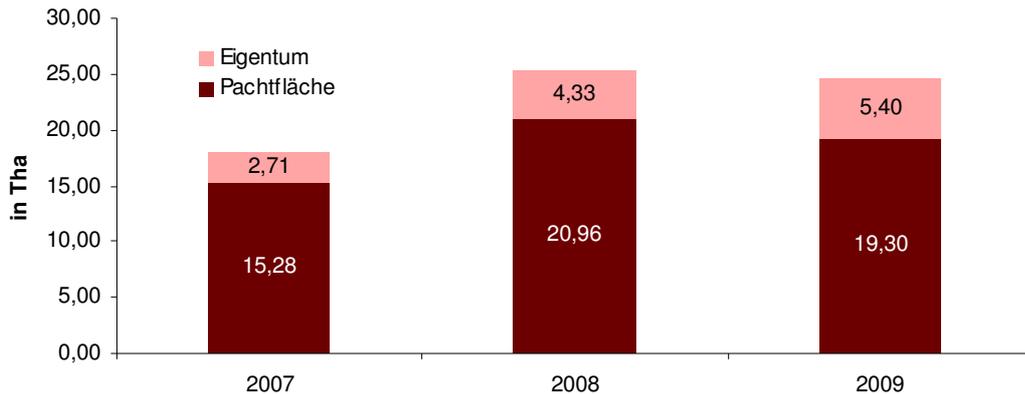
Die Umsatzsteigerung im ökologischen und konventionellen Marktfruchtanbau resultiert aus dem vollständigen Abverkauf der Ernte an die ehemals zum Konzernkreis gehörende Vertriebsgesellschaft KTG Getreidelager und Handels AG. Die Umsatzsteigerung im Biogas-Segment reflektiert dabei den Anstieg der installierten Leistung, die sich gegenüber dem GJ 2008 von 7,81 MW auf 8,06 MW steigerte.



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Insgesamt wird damit das Unternehmenswachstum, das sowohl über den Zukauf als auch die Neugründung von Tochtergesellschaften und deren Flächeneinbringung realisiert wurde, gut ersichtlich. Zum Ende des Geschäftsjahres 2009 verfügte dabei die KTG Agrar AG über einen Flächenbestand von 24.700 ha mit einem Eigentumsanteil von 21,8 %. Rund 6.050 ha befanden sich hiervon in Litauen und 18.600 ha in Deutschland.

### Flächenentwicklung 2007-2009



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Die Gesamtleistung steigerte sich in 2009 auf 59,70 Mio. € und damit gegenüber dem Vorjahr um 23,8 % (GJ 08: 48,22 Mio. €). In der Gesamtleistung berücksichtigt sind neben den Umsatzerlösen, die Bestandsveränderungen, die aktivierten Eigenleistungen sowie die sonstigen betrieblichen Erträge. Zur leicht überproportionalen Steigerung der Gesamtleistung zu den Umsatzerlösen trugen im Wesentlichen die aktivierten Eigenleistungen und die sonstigen betrieblichen Erträge bei, wohingegen im abgelaufenen Geschäftsjahr ein geringerer Anstieg der Vorratsbestände ergebniswirksam verbucht wurde.

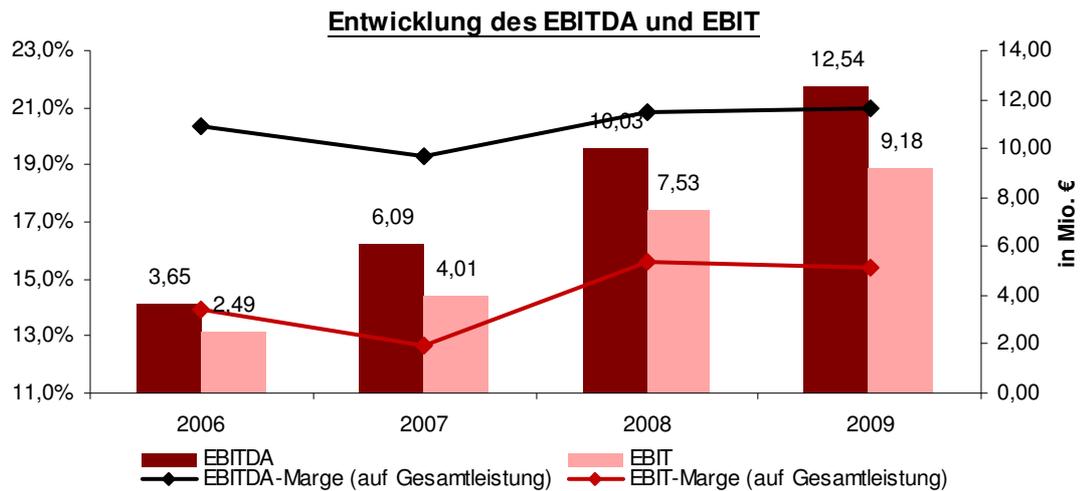
So wurden im Zusammenhang mit dem Bau von neuen Biogasanlagen ergebniswirksam Eigenleistungen in Höhe von 4,72 Mio.€ (GJ 08: 0,75 Mio. €) aktiviert. Darüberhinaus steigerten sich die sonstigen betrieblichen Erträge deutlich von 15,62 Mio. € (GJ 08) auf 19,52 Mio. € und damit um 25,0 %. Hier sind sowohl Erträge aus Anlagenabgängen in Höhe von 2,66 Mio. € (GJ 08: 0,18 Mio. €) als auch die Erträge im Rahmen von so genannten Sale-and-Lease-Back-Geschäften in Höhe von 5,69 Mio. € (GJ 08: 6,97 Mio. €) berücksichtigt. Flankierend hierzu wurde eine geringere Bestandszunahme in Höhe von 3,21 Mio. € (GJ 08: 5,91 Mio. €) erfasst, welche sich besonders auf den Verkauf der zuvor vollkonsolidierten Vorratsgesellschaft KTG Getreidelager AG zurückführen lässt.

### Ergebnisentwicklung 2009

Die Materialaufwendungen, die die Kostenpositionen für beispielsweise Dünger, Saatgut und Kraftstoff aber auch die Kosten für den Bau von Biogas-Anlagen vereinen, erhöhten sich als Folge der gestiegenen Umsätze von 15,07 Mio. € (GJ 08) um 24,2 % auf 18,71 Mio. €. Bezogen auf die Gesamtleistung erhöhte sich die Materialaufwandsquote von 31,2 % auf 31,3 %. Dieser leichte Anstieg lässt sich hauptsächlich auf den Bau der Biogas-Anlagen zurückführen, deren Gegenposition ertragswirksam als aktivierte Eigenleistungen in der Gesamtleistung berücksichtigt wurden.

Das Unternehmenswachstum wird auch an der Entwicklung des Personalbestandes ersichtlich. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 wurden neue Mitarbeiter in der Verwaltung, in den Landwirtschaftsbetrieben sowie für die Betreuung von Biogasanlagen eingestellt und damit erhöhte sich die Mitarbeiterzahl von 167 auf 215. Dazu korrespondierend steigerten sich die Personalaufwendungen von 5,00 Mio. € (GJ 08) auf 6,92 Mio. €. Darüberhinaus und als Folge erhöhter Pacht- und Leasingaufwendungen (Sale-and-Lease-Back-Transaktionen) stiegen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 18,12 Mio. € (GJ 08) um 3,41 Mio. € auf 21,53 Mio. €.

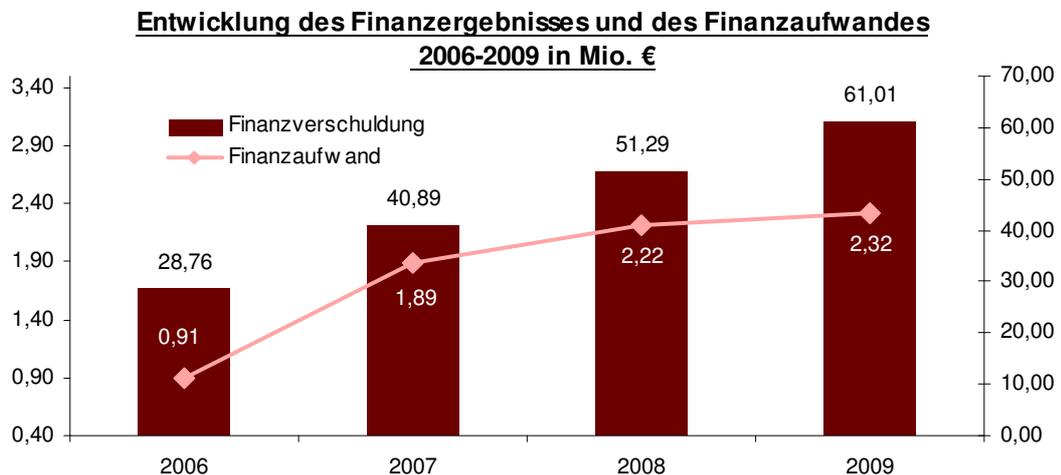
In Summe steigerten sich die gesamten operativen Kosten von 38,19 Mio. € (GJ 08) um 23,5 % auf 47,16 Mio. €, eine Entwicklung, die in etwa dem Anstieg der Gesamtleistung entspricht. Dementsprechend erhöhte sich das operative Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von 10,03 Mio. € um 25,0 % auf 12,54 Mio. €. Die korrespondierende, auf Gesamtleistung bezogene EBITDA-Marge erhöhte sich leicht von 20,8 % auf 21,0 %. Dieser verhältnismäßig geringe Anstieg ist dabei, wie eben dargestellt, im Wesentlichen auf die Entwicklung der Materialkosten und des Personalaufwands zurückzuführen.



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Beim EBIT verzeichnete die KTG Agrar AG einen unterproportionalen Anstieg in Höhe von 22,0 % auf 9,18 Mio. € (GJ 08: 7,53 Mio. €). Damit reduzierte sich die auf die Gesamtleistung bezogene EBIT-Marge sogar leicht von 15,6 % auf 15,4 %. Dies ist als Ausdruck der gestiegenen Abschreibungen zu sehen, welche sich als Folge des angehobenen Anlagevermögens aus dem Biogas-Segment um 34,0 % auf 3,36 Mio. € (GJ 08: 2,51 Mio. €) steigerten.

Die Investitionen im Rahmen der Wachstumsstrategie wurden in den letzten Jahren zu großen Teilen über die Aufnahme von Fremdkapital finanziert. Dementsprechend weist die Finanzverschuldung der KTG Agrar AG in den letzten Geschäftsjahren einen kontinuierlichen Anstieg mit einer dazugehörigen Erhöhung des Finanzaufwandes auf. Letzterer erhöhte sich von 2,22 Mio. € (GJ 08) auf 2,32 Mio. € (GJ 09), dies ist jedoch vor dem Hintergrund einer gegenüber dem Geschäftsjahr 2008 um 9,72 Mio. € höheren Verschuldung als nur marginal anzusehen.

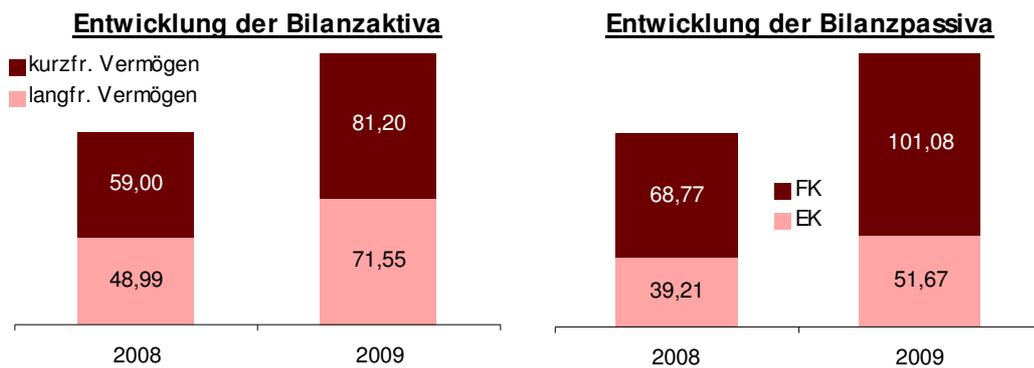


Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Abzüglich der Steueraufwendungen erzielte die KTG Agrar AG ein Periodenergebnis in Höhe von 5,38 Mio. € (GJ 08: 3,94 Mio. €) was einem Ergebnis je Aktie (EPS) von 1,04 € (GJ 08: 0,76 €) entspricht.

**Bilanzielle Entwicklung 2009 -**

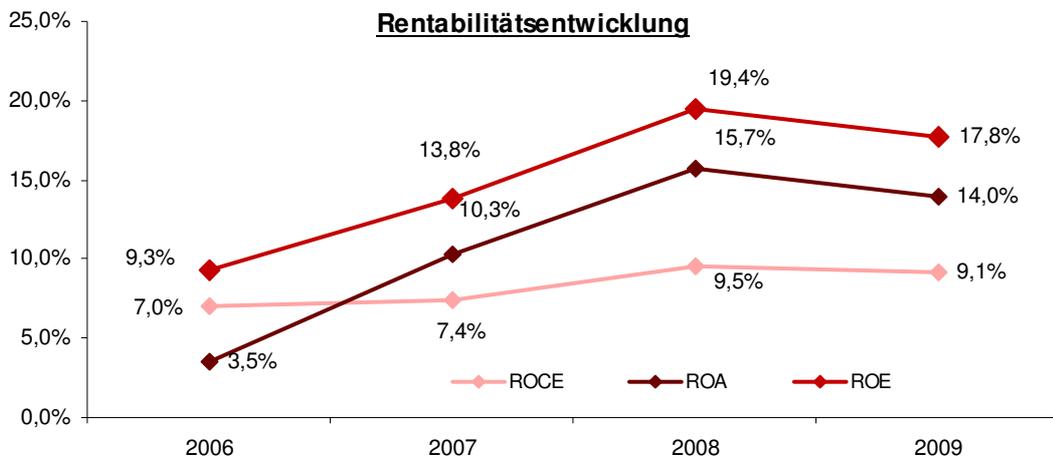
Das bilanzielle Bild der KTG Agrar AG war im Geschäftsjahr 2009 im Wesentlichen vom Unternehmenswachstum aber auch durch die Entkonsolidierung der Tochtergesellschaft KTG Getreidelager AG geprägt. Besonders die Investitionen ins Flächenwachstum und in den weiteren Aufbau des Geschäftsbereiches Erneuerbare Energien/Biogas führten zu einem deutlichen Anstieg des Sachanlagevermögens, welches gegenüber dem Vorjahr um 19,46 Mio. € auf 62,23 Mio. € (31.12.2008: 42,78 Mio. €) anstieg. In dieser Entwicklung ist dabei das Wachstum der Eigentumsflächen abgebildet, welche sich unterjährig um 1.069 ha auf 5.400 ha steigerten. Es gilt hier zu beachten, dass dieser Flächenbestand gemäß HGB zu Anschaffungs- und Herstellkosten bilanziert ist und daher keine Wertveränderungen aufzeigt. Zusätzlich hierzu wird ein deutlicher Anstieg der geleisteten Anzahlungen von Anlagen im Bau von 2,18 Mio. € (31.12.2008) auf 11,01 Mio. € ersichtlich, der auf die im Bau befindliche Biogas-Anlage in Flechtigen zurückzuführen ist.



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Die Entkonsolidierung der KTG Getreidelager AG hatte einen Aktivtausch zur Folge. Aufgrund des vollständigen Verkaufs der Ernte reduzierten sich dabei die Vorräte der KTG Agrar AG, auf der anderen Seite erhöhten sich jedoch die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Diese zwei Vorgänge hatten einen nahezu aufhebenden Effekt, so dass die kurzfristigen Vermögensgegenstände in Höhe von 81,20 Mio. € (31.12.2008: 59,00 Mio. €) einen gleichbleibenden Anteil an der Bilanzsumme behielten.

Das Eigenkapital der Gesellschaft steigerte sich aufgrund der guten Ergebnissituation auf 51,67 Mio. € (31.12.2008: 39,21 Mio. €). Infolge der ausgeweiteten Bilanzsumme, die die Wachstumsstrategie und den Anstieg des Fremdkapitals darstellt, reduzierte sich die Eigenkapitalquote von 36,3 % (31.12.2008) auf 33,8 %.



Quelle: GBC AG

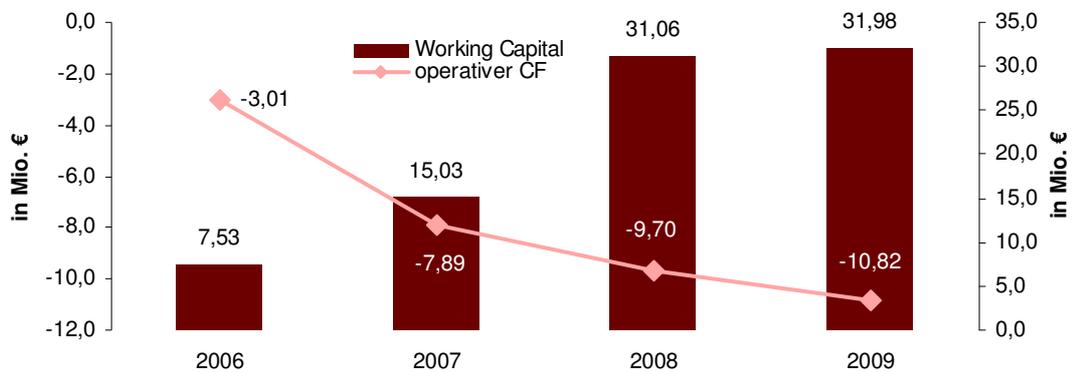
In Relation zum Ergebnis gesetzt, wird die hohe Rentabilität der von der Gesellschaft eingesetzten Assets und des Eigenkapitals ersichtlich. Zwar reduzierten sich sowohl die Eigenkapitalrentabilität (ROE) als auch die Rentabilität des Anlagevermögens (ROA) gegen-

über dem Vorjahr, die in der vorstehenden Grafik aufgezeigten Kennzahlen sind jedoch als stabil zu bezeichnen.

### Entwicklung Cashflow 2009

Die KTG Agrar AG hat es auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 nicht geschafft einen positiven Cashflow aufzuzeigen. Dabei reduzierte sich der operative Cashflow von -9,70 Mio. € (GJ 08) auf -10,82 Mio. €. Hier gilt es zu beachten, dass zwar durch das positive Jahresergebnis eine gute Basis geliefert wurde, diese wurde jedoch um die nicht zahlungswirksamen Erträge (aktivierte Eigenleistungen) in Höhe von 4,71 Mio. € bereinigt. Zugleich fiel das Working Capital mit 31,98 Mio. € in etwa auf dem Niveau des Vorjahres in Höhe von 31,06 Mio. € aus. Es wäre hier zu erwarten gewesen, dass aufgrund des Verkaufs der KTG Getreidelager AG eine deutliche Reduzierung sichtbar wird. Dies ist jedoch vor allem aufgrund der gestiegenen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen nicht eingetreten.

### Entwicklung des Cashflow und des Working Capital



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Aufgrund der Ausweitungstrategie und der damit erhöhten Investitionen minderte sich der Investitions-Cashflow von -12,91 Mio. € (GJ 08) auf -17,72 Mio. €. Damit verbleibt ein Freier Cashflow in Höhe von -28,54 Mio. € (GJ 08: -22,61 Mio. €).

### Geschäftsentwicklung 1. HJ 2010

in Mio. €	1.HJ 2009	Δ 2009/2010	1.HJ 2010
Umsatzerlöse	11,07	-7,6 %	10,23
Gesamtleistung	26,27	+3,8 %	27,27
EBITDA	4,96	+34,4 %	6,67
EBIT	3,76	+21,3 %	4,56
Jahresüberschuss	1,84	+13,3 %	2,09
EPS*	0,32	+13,3 %	0,37

\*das EPS wurde auf Basis der Aktienzahl zum 30.06.2010 in Höhe von 5,68 Mio. Stück ermittelt

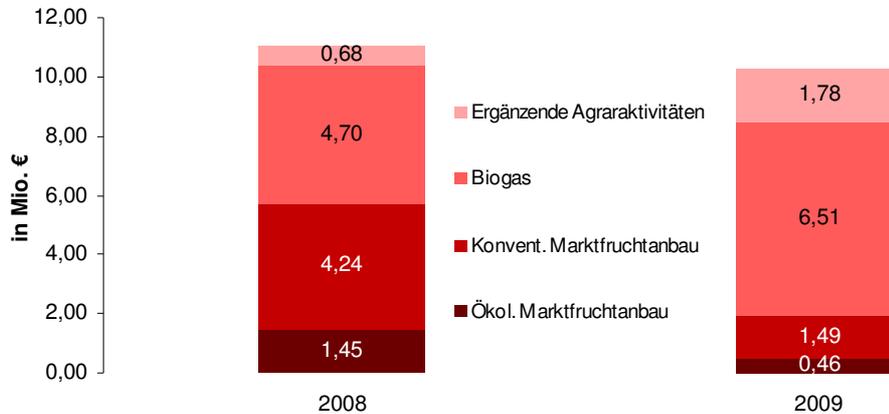
Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Zum Stichtag 30.06.2010 konnte die KTG Agrar AG eine erneute Ausweitung des Flächenbestandes vorweisen, der sich auf 30.500 ha belief, wobei hiervon 18,6 % (5.700 ha) dem Eigentum der Gesellschaft zuzuordnen sind. Parallel dazu befanden sich im Geschäftsbereich Erneuerbare Energien/Biogas insgesamt 13 Anlagen mit einer elektrischen Leistung von 11 MW. Insbesondere der Zugang einer Anlage in Flechtigen zum Jahreswechsel mit einer Leistung von 3,2 MW führte zu einem deutlichen Anstieg dieses Segmentes.

Erkennbar wird dies auch an der Erhöhung der Biogas-Umsätze, die gegenüber dem vergleichbaren Zeitraum um 1,81 Mio. € auf 6,51 Mio. € (1.HJ 09: 4,70 Mio. €) anstiegen. Andererseits reduzierten sich jedoch die Umsätze aus dem ökologischen und konventionellen Marktfruchtanbau erheblich um 3,75 Mio. € auf 1,94 Mio. € (1.HJ 09: 5,69 Mio. €). Diese Entwicklung kann durch einen Sondereffekt im Zusammenhang mit dem Verkauf der KTG

Getreidelager erklärt werden. So wurde die gesamte Ernte des Vorjahres 2009 an die entkonsolidierte Gesellschaft veräußert und damit konnten im ersten Halbjahr 2010 nur noch geringe Restbestände verkauft werden. Im Gegensatz dazu enthielten die Umsätze des Vorjahreszeitraums 1.HJ 2009 noch den teilweisen Ernteverkauf aus dem Geschäftsjahr 2008. Zusammen mit den ergänzenden Agraraktivitäten, die mit 1,78 Mio. € (1.HJ 09: 0,68 Mio. €) zu den Umsätzen beisteuerten, reduzierten sich die gesamten Umsatzerlöse um 7,6 % auf 10,23 Mio. € (1.HJ 09: 11,07 Mio. €).

#### Segmentumsätze 1.HJ 2009 - 1.HJ 2010



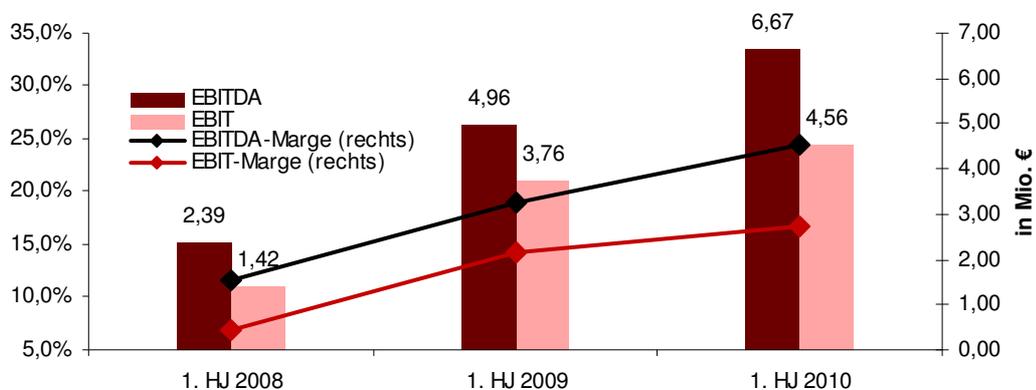
Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Da der Großteil der Ernte im zweiten Halbjahr eingefahren und veräußert wird, ist traditionell das erste Halbjahr eines Geschäftsjahres bei der KTG Agrar AG von Vorratssteigerungen geprägt. Diese erhöhten sich infolge des Geschäftsausbaus deutlich von 6,85 Mio. € (1.HJ 09) auf 11,94 Mio. € und leisteten einen wesentlichen Beitrag zum Anstieg der Gesamtleistung auf 27,27 Mio. € (1.HJ 09: 26,27 Mio. €).

#### Ergebnisentwicklung 1.HJ 2010

Trotz der ausgeweiteten Gesamtleistung reduzierten sich insgesamt die operativen Kosten von 21,31 Mio. € (1.HJ 09) auf 20,60 Mio. €. Auf der einen Seite erhöhten sich die Materialaufwendungen, die einen höheren Einsatz an Diesel, Phosphor und Kali abbilden, von 7,49 Mio. € (1.HJ 09) auf 9,75 Mio. €. Dieser Entwicklung steht jedoch eine deutliche Reduktion der sonstigen betrieblichen Aufwendungen entgegen, die sich infolge eines geringeren Maschinenaufwands im Rahmen von Sale-and-Lease-Back-Transaktionen auf 7,47 Mio. € reduzierten (1.HJ 09: 10,77 Mio. €).

#### Entwicklung des EBITDA und des EBIT



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

In Summe erhöhte sich das EBITDA von 4,96 Mio. € (1.HJ 09) auf 6,67 Mio. € um 34,4 %. Die dazugehörige auf die Gesamtleistung bezogene EBITDA-Marge erreichte unseres Erachtens mit 24,4 % (1.HJ 09: 18,9 %) ein hohes Niveau. Der verhältnismäßig geringe Anstieg des Periodenergebnisses in Höhe von 13,3 % auf 2,09 Mio. € (1.HJ 08: 1,84 Mio. €)

reflektiert dabei die wachstumsbedingten höheren Abschreibungen sowie einen Anstieg der außergewöhnlichen Aufwendungen im Zusammenhang mit der im ersten Halbjahr 2010 erfolgten Kapitalerhöhung.

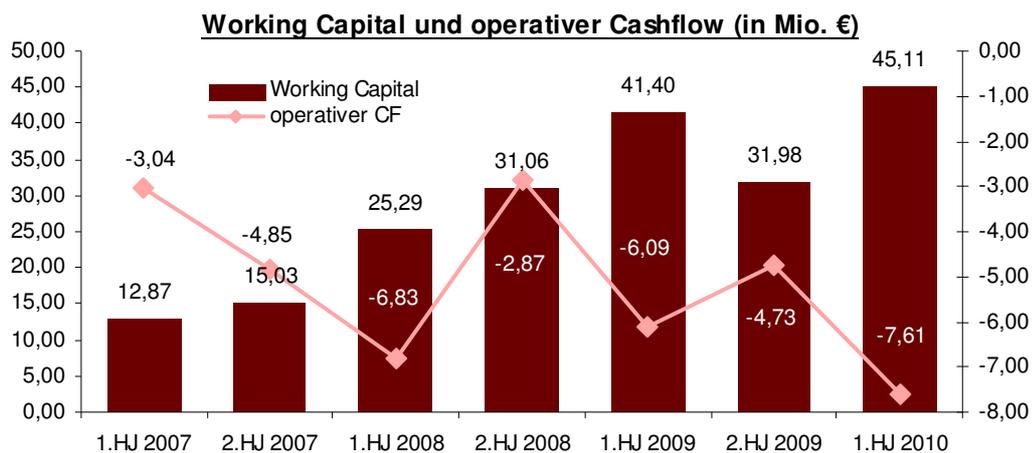
### Bilanzielle Situation 1. HJ 2010

Das bilanzielle Bild zum ersten Halbjahr 2010 zeigt die typischen Merkmale des KTG-Geschäftsmodells auf, welches aufgrund einer Aberntung und eines Verkaufs, die beide zu großen Teilen erst im zweiten Halbjahr erfolgen, von einer deutlichen Vorratsausweitung geprägt ist. Dementsprechend nahmen die Vorräte gegenüber der Geschäftsjahresbilanz 2009 von 14,00 Mio. € auf 26,00 Mio. € zu, eine Entwicklung, die hauptsächlich für den Anstieg des kurzfristigen Vermögens von 81,17 Mio. € (31.12.2009) auf 90,71 Mio. € verantwortlich war. Da der Fokus auf der Projektierung von Biogas-Anlagen lag und dabei das Flächenwachstum in den Hintergrund rückte, blieb das langfristige Vermögen nahezu unverändert.

Vor allem aufgrund einer im ersten Halbjahr 2010 durchgeführten Kapitalerhöhung (Ausgabe von 0,52 Mio. neuen Aktien zu einem Preis von 16,00 €) erhöhte sich das Eigenkapital von 51,67 Mio. € (31.12.2009) auf 62,05 Mio. €. In Relation zur erhöhten Bilanzsumme liegt die EK-Quote bei 38,3 % (31.12.2009: 34,2 %). Trotz dieser verhältnismäßig guten EK-Quote ist das Volumen der Kreditverbindlichkeiten in Höhe von 63,43 Mio. € (31.12.2009: 61,01 Mio. €) als weiterhin hoch anzusehen, zumal mit über 60,00 Mio. € der wesentliche Teil hiervon kurzfristiger Natur ist. Das Verhältnis EK/Nettofinanzverschuldung (Gearing) erhöhte sich ebenfalls von 100,0 % (31.12.2009) auf 113,7 %.

### Entwicklung Cashflow 1.HJ 2010

Die saisonal bedingte Erhöhung der Vorräte belastete den operativen Cashflow, der mit -7,61 Mio. € (1.HJ 09: -6,09 Mio. €) erneut negativ ausfiel. Das Augenmerk liegt hierbei auf dem Anstieg des Working Capital, der wachstumsbedingt gegenüber dem Vorjahr um 3,71 Mio. € auf 45,11 Mio. € (1.HJ 09: 41,40 Mio. €) zulegte. Der Vergleich zum Geschäftsjahresende 2009 verdeutlicht die saisonalen Effekte, die innerhalb des ersten Halbjahres 2010 zu einem Anstieg des Working Capital von 31,98 Mio. € auf 45,11 Mio. € geführt haben. Aufgrund der Entkonsolidierung der Vorratsgesellschaft KTG Getreidelager AG dürfte zum Ende des Geschäftsjahres 2010 ein überproportionaler Rückgang des Working Capital ersichtlich werden, der sich zugleich positiv auf die Entwicklung des operativen Cashflow auswirken sollte.



Quelle: KTG Agrar AG; GBC AG

Da im ersten Halbjahr 2010 die Konzentration auf der Projektierung von Biogas-Anlagen lag und damit die investitionsintensive Flächenausweitung reduziert wurde, erhöhte sich der Investitions-Cashflow von -9,08 Mio. € (1.HJ 09) auf -2,44 Mio. € und damit lag der Freie Cashflow bei -10,05 Mio. € (1.HJ 09: -15,18 Mio. €).

**Zahlen im Überblick**

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	Δ in %	GJ 2010e	Δ in %	GJ 2011e	Δ in %	GJ 2012e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>32,252</b>	<b>+33,0</b>	<b>42,887</b>	<b>+21,6</b>	<b>52,167</b>	<b>+35,8</b>	<b>70,820</b>
- Flächenbewirtschaftung	17,954	+12,9	20,270	+11,9	22,670	+9,5	24,820
- Biogas	12,694	+50,6	19,120	+33,4	25,500	+62,7	41,500
- Ergänzende Agraraktivitäten	1,604	+118,2	3,500	+14,3	4,000	+12,5	4,500
Bestandsveränderung	3,206	-22,0	2,500	+20,0	3,000	-60,0	1,200
aktivierte Eigenleistungen	4,723	k.A.	0,000	k.A.	0,000	k.A.	0,000
sonstige Erträge	19,520	-4,7	18,600	-5,9	17,500	0,0	17,500
<b>Gesamtleistung</b>	<b>59,702</b>	<b>+3,6</b>	<b>63,987</b>	<b>+13,6</b>	<b>72,667</b>	<b>+23,2</b>	<b>89,520</b>
Materialaufwand	-18,707	+9,5	-20,476	+10,0	-22,527	+23,2	-27,751
Personalaufwand	-6,922	+12,7	-7,800	+9,0	-8,500	+16,5	-9,900
Abschreibungen	-3,359	+18,6	-3,985	+38,0	-5,500	+36,7	-7,520
sonstige Aufwendungen	-21,534	-5,7	-20,300	+3,2	-20,950	+22,7	-25,700
<b>EBIT</b>	<b>9,180</b>	<b>+24,5</b>	<b>11,426</b>	<b>+32,9</b>	<b>15,190</b>	<b>+22,8</b>	<b>18,649</b>
Finanzerträge	1,119	+7,2	1,200	+12,5	1,350	-11,1	1,200
Finanzaufwendungen	-3,436	+17,8	-4,048	+64,8	-6,670	+6,2	-7,081
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	<b>6,865</b>	<b>+25,0</b>	<b>8,578</b>	<b>+15,1</b>	<b>9,870</b>	<b>+29,4</b>	<b>12,768</b>
außerordentliche Aufwendungen	-0,229	+402,2	-1,150	-73,9	-0,300	0,0	-0,300
Steuern	-0,822	+56,5	-1,287	+15,1	-1,481	+29,4	-1,915
sonstige Steuern	-0,189	+127,5	-0,429	+15,1	-0,494	+29,4	-0,638
Minderheitenanteile	-0,251	+27,6	-0,320	+6,3	-0,340	+2,9	-0,350
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>5,375</b>	<b>+0,3</b>	<b>5,329</b>	<b>+34,6</b>	<b>7,256</b>	<b>+31,8</b>	<b>9,565</b>
EBITDA	12,539		15,411		20,690		26,169
in % von der Gesamtleistung	21,0		24,1		28,5		29,2
EBIT	9,180		11,426		15,190		18,649
in % von der Gesamtleistung	15,4		17,9		20,9		20,8
Ergebnis je Aktie in €* Dividende je Aktie in €	0,95 0,10		0,95 0,10		1,28 0,12		1,69 0,15

\* EPS wurde auf Basis einer Aktienzahl in Höhe von 5,68 Mio. ermittelt

## Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e
Umsatzerlöse	32,25	42,89	52,17	70,82
EBITDA	12,54	15,41	21,27	26,17
EBIT	9,18	11,43	15,77	18,65
Jahresüberschuss	5,38	5,33	7,72	9,57
EPS*	0,95	0,95	1,36	1,69

\* EPS wurde auf Basis einer Aktienzahl in Höhe von 5,68 Mio. ermittelt

Quelle: GBC AG

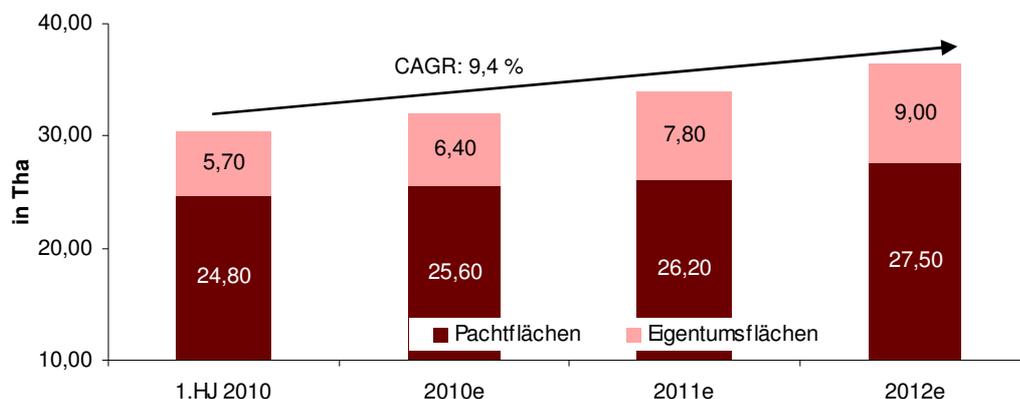
### Umsatzprognosen

Als wichtige Determinanten unserer Umsatzprognosen für die Jahre 2010-2012 haben wir sowohl das Flächenwachstum im Rahmen des Marktfruchtanbaus als auch das anvisierte Wachstum des Biogas-Segments, identifizieren können. Beide Geschäftsbereiche sollen laut Unternehmensplanungen für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 in etwa zu gleichen Anteilen an den Umsätzen der Gesellschaft partizipieren. Ab dem Geschäftsjahr 2012 sollte im Zuge der Investitionsstrategie der KTG Agrar AG eine zunehmende Bedeutung des Geschäftsbereiches Biogas erkennbar werden, welcher damit hauptsächlich zur erwarteten Umsatzdynamik beitragen dürfte. Das Flächenwachstum ist in diesem Zusammenhang insofern wichtig, als dass die Gesellschaft die Input-Faktoren für den Biogas-Bereich auf eigenbewirtschafteten Flächen anbauen und damit ein hohes Maß an Unabhängigkeit wahren wird.

Rund 30 % der Input-Faktoren für den Bereich Biogas sollen auf ausschließlich hierfür bewirtschafteten Flächen und rund 70 % im Rahmen des Zweitfruchtanbaus angebaut werden. Ein Charakteristikum des Zweitfruchtanbaus ist die Möglichkeit auf diesen Flächen den normalen Erntezyklus einhalten zu können, da nach der Getreideernte so genannte schnellwachsende Gräser angebaut werden, die als Biokraftstoff zum Einsatz kommen. Die wesentliche Größenordnung für das künftige Unternehmenswachstum ist demnach das CAPEX (Investitionen) in das Flächenwachstum und in den Aufbau der Biogasanlagen.

Die bisherige Dynamik in der Flächenausweitung soll gemäß Strategie der Gesellschaft künftig eine untergeordnete Rolle spielen. Analog zu den Planungen der Gesellschaft erwarten wir über die kommenden Geschäftsjahre hinweg ein jährliches Flächenwachstum in Höhe von etwa 10,0 %, welches sowohl über den Erwerb von Eigentumsflächen als auch über Neuverpachtung umgesetzt werden soll. Es ist ein erklärtes Ziel der Gesellschaft, die derzeitige Eigentumsquote, die sich auf 18,7 % (30.06.2010) beläuft, insbesondere in der baltischen Region zu erhöhen, um so mit einer Zielquote von 20,0 % an einer erwarteten positiven Flächenpreisentwicklung zu partizipieren. Dieser Absicht sind wir mit unseren Prognosen hinsichtlich des künftigen Flächenwachstums gerecht geworden:

### Erwartete Flächenentwicklung



Quelle: GBC AG

Die Flächeninvestitionen (ohne Betriebs- und Geschäftsausstattung) werden in erster Linie in das Wachstum der Eigentumsflächen, hier vornehmlich in Litauen, getätigt werden. Unter der Annahme des sehr günstigen Preisniveaus in Höhe von 3.000 €/ha beläuft sich damit der erwartete CAPEX für die Jahre 2010 - 2012 auf rund 10,80 Mio. €.

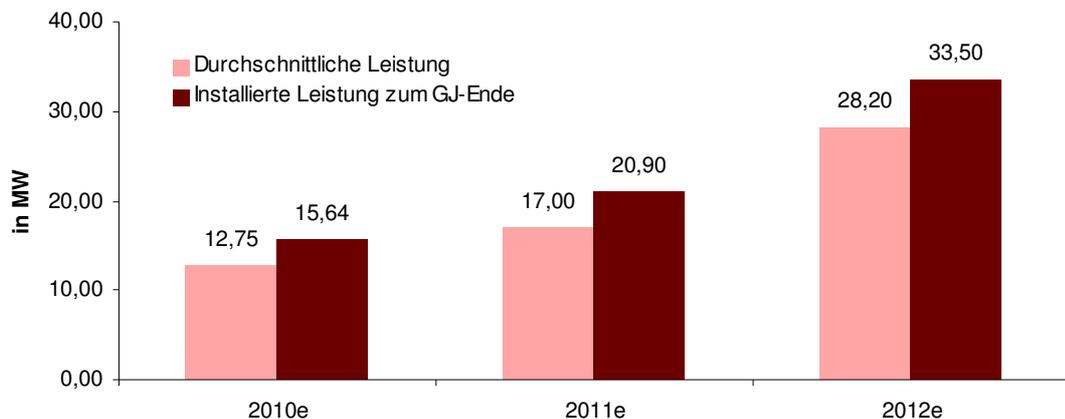
Geschäftsjahresende	2010e	2011e	2012e
Flächenbestand in Tha (Eigentumsflächen)	6,40	7,80	9,00
Veränderung gegenüber Vorjahr in Tha	+ 1,00	+ 1,40	+ 1,20
Preis (in €/ha)	3.000	3.300	3.600
CAPEX (in Mio. €/ha)	3,00	4,62	4,32
Summe CAPEX	<b>11,94</b>		

Quelle: GBC AG

Wie erwähnt, berücksichtigt diese Investitionsannahme lediglich den Landerwerb. Die darüberhinaus gehenden benötigten Mittel für die Betriebs und Geschäftsausstattung dürften sich auf etwa 2,80 Mio. € belaufen. Auf diese Planung aufbauend sowie unter der Hinzurechnung der gepachteten Flächen können die erwarteten Umsätze im Rahmen des Marktfruchtanbaus deriviert werden. Parallel zur Flächenausweitung erwarten wir aus diesem Geschäftsbereich für das laufende Geschäftsjahr 2010 Umsätze in Höhe von 20,27 Mio. €, welche von Umsätzen in Höhe von 22,67 Mio. € (GJ 2011e) sowie 24,82 Mio. € (2012e) gefolgt werden sollten. Hier gilt es zu beachten, dass die KTG Agrar AG regelmäßig große Teile der Jahresernte absichert und somit ein überschaubares Risiko aufbietet.

Der Biogas-Bereich soll flankierend hierzu deutlich ausgebaut werden. Für die Investitionen in diesem Segment rechnen wir mit einer historischen Größenordnung von etwa 3,50 Mio. €/MW. Damit wird es ersichtlich, dass als limitierender Faktor für das weitere Wachstum die finanzielle Ausstattung der Gesellschaft genannt werden kann. Die Begebung der Anleihe mit einem Volumen von 50,00 Mio. € eröffnet der Gesellschaft unseres Erachtens nicht nur genügend Freiraum für das geplante Wachstum, darüberhinaus wurde die Fristigkeit des Fremdkapitals verlängert. Dies ist als erfreulich zu werten. Folgender Ausbau der installierten Leistung liegt unseren Prognosen zugrunde:

#### Entwicklung der installierten Leistung (Biogas)



Quelle: GBC AG

Die Diskrepanz zwischen installierter und durchschnittlicher unterjähriger Leistung liegt in der Bauphase der Biogasanlagen begründet. Je Biogasanlage müssen etwa 9 Monate veranschlagt werden und darüberhinaus weitere 3 Monate bis zum Betrieb unter Volllast. Zudem werden die neu hinzukommenden Biogas-Anlagen nicht ganzjährige Umsatzerlöse generieren, so dass die von uns erwartete durchschnittliche Leistung als wesentliche Kenngröße unserer Umsatzprognosen angesehen werden kann. Aus den staatlichen Strom- und Gasvergütungen folgernd, die sich bei Volllast auf etwa 1,50 Mio. €/MW belaufen, erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 19,12 Mio. € (2010e), 25,50 Mio. € (2011e) respektive 41,50 Mio. € (2012e). Nachstehende Tabelle zeigt das erwartete Investitionsvolumen im Biogas-Bereich auf:

Geschäftsjahresende	2010e	2011e	2012e
Installierte Leistung in MW	15,64	20,90	33,50
Veränderung gegenüber Vorjahr in MW	+7,58	+ 5,27	+12,6
Preis (in Mio. €/MW)	3,5	3,5	3,5
CAPEX (in Mio. €/ha)	26,53	19,95	44,10
Summe CAPEX	<b>90,58</b>		

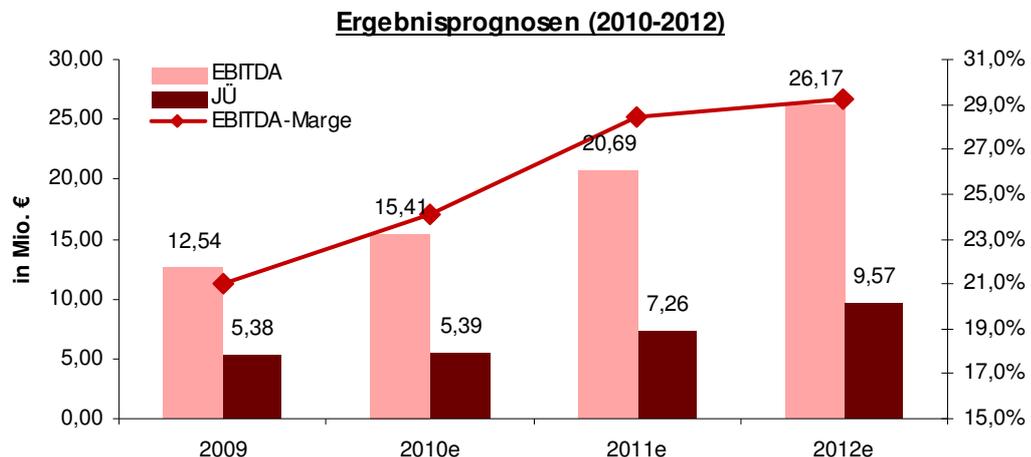
Quelle: GBC AG

Man muss bedenken, dass ein Teil der Investitionen bereits zum Halbjahr 2010 getätigt worden sind, so dass sich das derzeit erwartete CAPEX bis zum Geschäftsjahr 2012 auf 77,70 Mio. € beläuft.

Das gesamte noch aufzubringende Investitionsvolumen für die Flächenausweitung sowie für den Biogas-Bereich summiert sich somit auf 92,44 Mio. €. Vor dem Hintergrund der gegebenen Anleihe sowie der im Geschäftsjahr 2010 durchgeführten Kapitalerhöhung, ist die finanzielle Ausstattung der KTG Agrar AG als ausreichend zu werten. Zugleich wird ein Großteil der Biogas-Anlagen (70 % kfw-Finanzierungen) fremdfinanziert.

### Ergebnisprognosen

Die Ergebnisermittlung haben wir vereinfacht und die Investitionen in die Biogas-Anlagen ergebnisneutral gestellt. Damit profitiert die Gesellschaft weder von aktivierten Eigenleistungen noch entstehenden Belastungen auf Materialkostenseite. In den Materialkosten haben wir lediglich die Aufwendungen im Zusammenhang mit der Flächenbewirtschaftung (Düngung, Maschineneinsatz etc.) berücksichtigt. Bezogen auf die Gesamtleistung haben wir eine stabile Materialkostenquote angenommen und damit gehen wir von einem Materialkostenanstieg auf -20,48 Mio. € (2010e), -22,53 Mio. € (2011e) sowie -27,75 Mio. € (2012e) aus. Auf der anderen Seite wird in unseren Planungen analog zum erwarteten Aufbau des Mitarbeiterstamms ein Personalkostenanstieg ersichtlich. Flankiert wird dieser darüberhinaus vom Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen und damit rechnen wir mit einem EBITDA in Höhe von 15,41 Mio. € (2010e), 20,69 Mio. € (2011e) sowie 26,17 Mio. €. Die entsprechenden Margen sind in folgender Grafik dargestellt:



Quelle: GBC AG

Unterm Strich erwarten wir in 2010 einen Jahresüberschuss in Höhe von 5,39 Mio. € (EPS: 0,95 €), in 2011 in Höhe von 7,26 Mio. € (EPS: 1,28 €) sowie in 2012 in Höhe von 9,57 Mio. € (EPS: 1,69 €).

Erwähnenswert ist die Entwicklung des operativen Cashflows, die besonders von einer Verstärkung und damit besseren Planbarkeit des Geschäftssegmentes Biogas profitieren sollten. Auf Basis des laufenden Geschäftsjahres 2010 erwarten wir einen operativen Cashflow in Höhe von 5,24 Mio. €. Einen Anstieg auf 14,92 Mio. € (2011e) sowie auf 18,48 Mio. € (2012e) halten wir für realistisch.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der KTG Agrar 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 ca. 2,50 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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 1,38.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,06 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 40 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,06 %.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,06 %
Gewicht in %	40,00 %
Fremdkapitalkosten	6,00 %
Gewicht in %	60,00 %
Taxshield in %	24,99 %
<b>WACC</b>	<b>6,73 %</b>

#### Modellergebnis

Die KTG Agrar AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010, 2011 und 2012 in Phase 1 erfolgt von 2013 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 30,8 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 20 % 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 % was dem langfristigen Inflationsniveau entspricht.

**Der daraus resultierende faire Wert des Unternehmens zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht 22,75 € pro Aktie. Ausgehend von den aktuellen Kursen sehen wir somit noch erhebliches Kurspotenzial für die Aktie der KTG Agrar AG. Die Aktie erscheint nach unserer Einschätzung deutlich unterbewertet.**

## KTG Agrar AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

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

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	30,8%	ewige EBITA - Marge	22,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,5%	effektive Steuerquote im Endwert	20,0%
Working Capital zu Umsatz	50,0%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	63,99	72,67	89,52	94,00	98,70	103,63	108,81	114,25	
US Veränderung	7,2%	13,6%	23,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,74	0,66	0,62	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	
EBITDA	15,41	20,69	26,17	28,95	30,40	31,92	33,51	35,19	
EBITDA-Marge	24,1%	28,5%	29,2%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	
EBITA	11,43	15,19	18,65	22,37	22,64	23,77	24,96	26,21	
EBITA-Marge	17,9%	20,9%	20,8%	23,8%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,4%
Steuern auf EBITA	-2,64	-3,13	-3,82	-4,58	-4,64	-4,87	-5,11	-5,37	
zu EBITA	23,1%	20,6%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,0%
EBI (NOPLAT)	8,79	12,06	14,83	17,79	18,00	18,90	19,85	20,84	
Kapitalrendite	8,7%	9,6%	9,7%	9,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	7,9%
Working Capital (WC)	39,50	42,13	46,00	47,02	49,37	51,84	54,43	57,15	
WC zu Umsatz	61,7%	58,0%	51,4%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	
Investitionen in WC	-7,52	-2,63	-3,87	-1,02	-2,35	-2,47	-2,59	-2,72	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	86,00	110,00	145,00	170,90	179,45	188,42	197,84	207,73	
AFA auf OAV	-3,99	-5,50	-7,52	-6,58	-7,76	-8,15	-8,55	-8,98	
AFA zu OAV	4,6%	5,0%	5,2%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Investitionen in OAV	-21,40	-29,50	-42,52	-32,48	-16,30	-17,12	-17,98	-18,87	
Investiertes Kapital	125,50	152,13	191,00	217,92	228,81	240,26	252,27	264,88	
EBITDA	15,41	20,69	26,17	28,95	30,40	31,92	33,51	35,19	
Steuern auf EBITA	-2,64	-3,13	-3,82	-4,58	-4,64	-4,87	-5,11	-5,37	
Investitionen gesamt	-28,93	-32,13	-46,39	-33,50	-18,65	-19,59	-20,57	-21,60	
Investitionen in OAV	-21,40	-29,50	-42,52	-32,48	-16,30	-17,12	-17,98	-18,87	
Investitionen in WC	-7,52	-2,63	-3,87	-1,02	-2,35	-2,47	-2,59	-2,72	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-16,16	-14,58	-24,04	-9,13	7,11	7,46	7,84	8,23	329,83

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	188,24	215,48
Barwert expliziter FCFs	-20,89	-7,72
Barwert des Continuing Value	209,13	223,19
Nettoschulden (Net debt)	63,00	83,46
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	125,24	132,01
Fremde Gewinnanteile	-2,75	-2,89
Wert des Aktienkapitals	122,49	129,12
Ausstehende Aktien in Tsd.	5,676	5,676
Fairer Wert der Aktie in EUR	21,58	22,75

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,38
Eigenkapitalkosten	10,1%
Zielgewichtung	40,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	60,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,7%

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	7,1%
7,5%	24,38	22,13	20,07	18,19	16,46
7,7%	25,87	23,54	21,41	19,46	17,67
7,9%	27,36	24,95	22,75	20,73	18,87
8,1%	28,86	26,36	24,08	22,00	20,08
8,3%	30,35	27,77	25,42	23,27	21,28

## Fazit

### Deutscher Agrar-Marktführer profitiert von Mega-Trends

Die KTG Agrar gehört mit einem derzeitigen Flächenbestand von rund 30.500 ha zu den größten Produzenten von Agrarprodukten in Europa. Der Fokus der Gesellschaft liegt dabei im ökologischen und konventionellen Marktfruchtanbau sowie in der Energieproduktion durch Biogas. Flankierend dazu erwirbt das Unternehmen im Rahmen des Geschäftssegments Ergänzende Agraraktivitäten sanierungsbedürftige Landwirtschaftsunternehmen, die entweder integriert oder veräußert werden. Die Ackerflächen befinden sich hauptsächlich in Deutschland und seit 2005 hat sich die KTG Agrar im EU-Vollmitgliedsstaat Litauen ein zweites Standbein aufgebaut. Damit profitiert das Unternehmen nicht nur von den günstigen klimatischen Bedingungen in der Baltenrepublik, es kann darüberhinaus an den erwarteten Flächenpreissenkungen partizipieren. Das Geschäftsmodell der Gesellschaft kann als weitestgehend autark bezeichnet werden. So werden im Rahmen des konventionellen Marktfruchtanbaus die Inputstoffe für die Biogas-Anlagen selbst produziert. Damit hält die Gesellschaft ihre Unabhängigkeit aufrecht.

Als einer der größten europäischen Produzenten von Agrarprodukten profitiert die KTG Agrar AG darüberhinaus von einem Marktumfeld, welches von globalen Trends geprägt ist. Allen voran zu erwähnen ist der Trend der steigenden Weltbevölkerung, dem gegenüber jedoch nur ein begrenztes Flächenangebot steht. Vielmehr ist aufgrund der zunehmenden Urbanisierung und Desertifizierung von einem weiteren Agrar-Flächenschwund auszugehen, so dass die globale verfügbare Pro-Kopf-Fläche weiter abnehmen dürfte. Diese Situation tritt in Konkurrenz mit veränderten Ernährungsgewohnheiten und einem weltweit steigenden Energiebedarf. In Verbindung mit einer angespannten Vorratssituation ist daher von steigenden Agrar-Preisen auszugehen. Von einem besonderen Interesse für die KTG Agrar AG ist auch das Marktumfeld für Biogas, welches aufgrund der staatlichen Förderungen künftig eine bedeutendere Rolle im Energiemix einnehmen sollte. Gleichzeitig stellen die Förderungsbestimmungen für die Produzenten von Bioenergie eine gute Planungsgrundlage dar, die zudem einen langfristigen Charakter hat.

Um an diesen Vorgaben zu partizipieren, wird die Gesellschaft ihre Wachstumsdynamik insbesondere im Biogas-Bereich weiter forcieren. Parallel dazu soll das bisherige Flächenwachstum auf einem geringeren Niveau fortgesetzt werden. Die KTG Agrar plant hier durch den weiteren Erwerb von Eigentumsflächen im Baltikum die Eigentumsquote weiter anzuheben, um so auch an einer erwarteten positiven Flächenpreisentwicklung zu partizipieren. Zur Umsetzung der Investitionsstrategie wurde erst im laufenden Geschäftsjahr die finanzielle Basis gestärkt. So wurde im ersten Halbjahr 2010 durch die Ausgabe von 0,52 Mio. Aktien zu einem Kurs von 16,00 € eine Kapitalerhöhung mit einem Nettoerlös von 8,26 Mio. € durchgeführt. Im dritten Quartal wurde desweiteren eine 6,75 %ige Unternehmensanleihe mit einem Volumen von 50,00 Mio. € platziert.

Damit sollte die KTG Agrar AG gut in der Lage sein, die geplanten Investitionen für das weitere Wachstum in den Segmenten Marktfruchtanbau und Biogas umzusetzen. Analog zu den Unternehmensplanungen erwarten wir bis zum Geschäftsjahr 2012 ein kumuliertes jährliches Flächenwachstum in Höhe von 9,4 %. Im dynamischeren Geschäftsbereich Biogas sollte sich die installierte Leistung von 15,94 MW (GJ 2010) auf 33,50 MW (GJ 2012e) mehr als verdoppeln. Damit wird auch die Wachstumsstrategie der KTG Agrar AG gut ersichtlich, welche primär auf dem Biogas-Segment liegt. Das CAPEX der Geschäftsjahre 2010 bis 2012 sollte sich gemäß unseren Planungen auf rund 91,30 Mio. € belaufen. Dieses Unternehmenswachstum wird auch durch unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen reflektiert. Umsatzseitig erwarten wir einen Anstieg auf 42,89 Mio. € (2010e), 52,17 Mio. € (2011e) sowie auf 70,82 Mio. € (2012e). Aufgrund der guten Ergebnisqualität des Biogassegmentes, welches eine höhere Bedeutung am Umsatzmix einnimmt, prognostizieren wir einen überproportionalen Anstieg des EBITDA auf 14,39 Mio. € (2010e), 20,69 Mio. € (2011e), respektive 26,17 Mio. € (2012e).

**Der aus der DCF-Berechnung resultierende faire Wert des Unternehmens zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht 22,75 € pro Aktie. Ausgehend von den aktuellen Kursen in Höhe von 14,15 € sehen wir mit 60,8 % somit noch erhebliches Kurspotential für die Aktie der KTG Agrar AG. Wir vergeben daher das Rating KAUFEN.**

## 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 Wertpapierte 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)