



Researchstudie (Initial Coverage)



**Auf dem Weg zum größten
Biogasanlagen-Betreiber Deutschlands**

Fairer Wert: 17,00 €

Rating: KAUFEN

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

Rating: Kaufen

Kursziel: 17,00

aktueller Kurs: 14,45

11.9.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HNG53

WKN: A0HNG5

Börsenkürzel: KB7

Aktienanzahl³: 6,000

Marketcap³: 86,67

EnterpriseValue³: 163,24

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 29,6 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

Donner & Reuschel AG

M.M. Warburg&Co.

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

KTG Energie AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Energie

Fokus: Biogas

Mitarbeiter: 36 Stand: 31.12.2011

Gründung: 2006

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Dr. Thomas Berger, Olaf Schwarz



Die 2006 gegründete KTG Energie AG ist ein in Deutschland tätiges und auf die Produktion von erneuerbaren Energien aus nachwachsenden Rohstoffen spezialisiertes Unternehmen mit Sitz in Hamburg. Das Geschäft umfasst die Planung, Errichtung und den Betrieb von Biogasanlagen sowie die Produktion und den Handel mit Gärsubstraten, die im Prozess der Biogasherstellung anfallen. Die KTG Energie AG ist ein Tochterunternehmen der KTG Agrar AG, welche zu einem der führenden Agrarbetriebe in Europa zählt. Die KTG Agrar AG beliefert die KTG Energie dabei mit nachwachsenden Rohstoffen als Input für die Biogasproduktion. Die KTG Energie AG deckt die gesamte Wertschöpfungskette von der Planung und dem Bau bis hin zum Betrieb der eigenen Anlagen ab. Die Erlöse werden hierbei primär durch den Verkauf von Strom, Wärme und Biomethan erwirtschaftet.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	21,46	31,50	56,50	81,50
EBITDA	6,10	8,83	16,18	24,58
EBIT	3,93	6,12	12,03	16,83
Jahresüberschuss*	0,79	0,82	5,18	7,34

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,16	0,14	0,86	1,22
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,50	0,75

* 2012e inkl. 1,5 Mio. € Kosten des Börsengangs

Kennzahlen

EV/Umsatz	6,67	5,18	2,89	2,00
EV/EBITDA	23,47	18,48	10,09	6,64
EV/EBIT	36,39	26,66	13,57	9,70
KGV	109,85	105,31	16,75	11,81
KBV	13,15			

Finanztermine:

Datum: Ereignis

September 2012: Veröffentlichung HJ-Bericht

Mai 2013: Veröffentlichung GJ-Bericht

August 2013: Hauptversammlung

September 2013: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

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

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Unternehmensstruktur.....	1
Geschäftsmodell.....	2
Der Prozess der Biogasproduktion.....	2
Vorteile von Biogas im Vergleich zu konventionellen Energiequellen.....	2
Wichtige Meilensteine der Unternehmensgeschichte.....	3
Standorte.....	3
Geschäftsbereiche.....	3
Lieferanten.....	4
Kunden.....	4
Vorstand und Aufsichtsrat.....	5

Markt und Marktumfeld

Erneuerbare Energien auf dem Vormarsch.....	6
Erneuerbare Energien in der Stromerzeugung.....	7
Biogasproduktion in Deutschland.....	8
Erneuerbare Energien in der Wärmeerzeugung.....	9

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	10
Historische Geschäftsentwicklung	11
Umsatzentwicklung.....	11
Ergebnisentwicklung.....	12
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	13
SWOT-Analyse KTG Energie AG.....	14
Prognose und Modellannahmen.....	15
Umsatzprognosen.....	15
Ergebnisprognosen.....	16

Bewertung

Discounted Cashflow-Bewertung.....	18
Modellannahmen.....	18
Bestimmung der Kapitalkosten.....	18
Bewertungsergebnis.....	18
Discounted Cashflow-Modell.....	19
Peer-Group-Vergleich.....	20

Fazit

21

Anhang

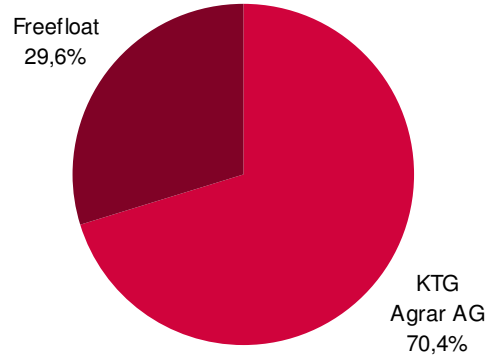
Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur (Stand: 30.07.12)

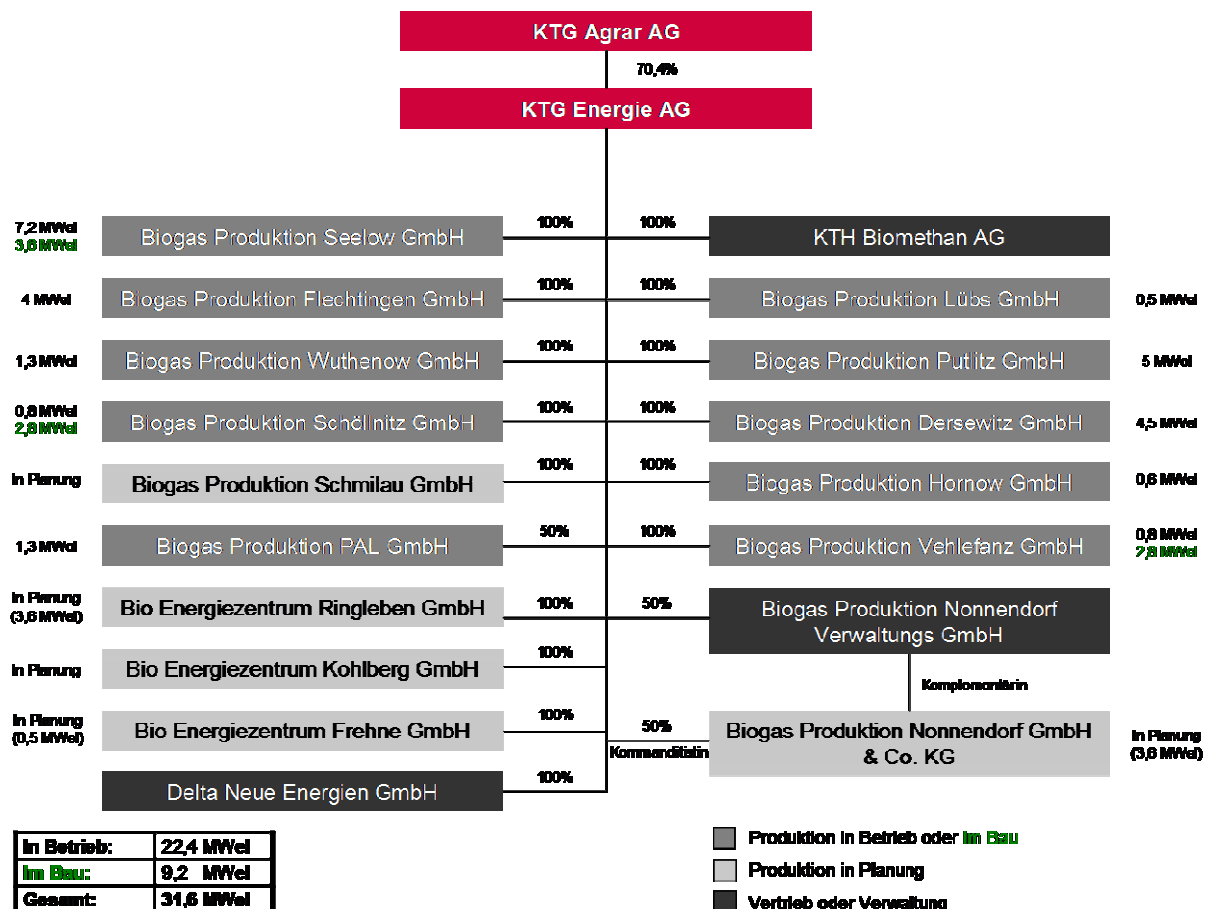
KTG Agrar AG	70,4 %
Freefloat	29,6 %
Gesamt	100,0 %



Quelle: KTG Energie AG, GBC

Unternehmensstruktur

Die KTG Energie AG ist eine 70,4 %ige Tochtergesellschaft der KTG Agrar AG. Die KTG Energie-Gruppe besteht aus der KTG Energie AG als Muttergesellschaft sowie 15 100%igen Tochtergesellschaften, die im Rahmen der Vollkonsolidierung in den Konzernabschluss einbezogen werden. Des Weiteren hält sie an drei weiteren Gesellschaften Beteiligungen von 50%, die ebenfalls vollkonsolidiert werden.



Quelle: KTG Energie AG, GBC

* MWel = Elektrische Leistung in Megawatt

Geschäftsmodell

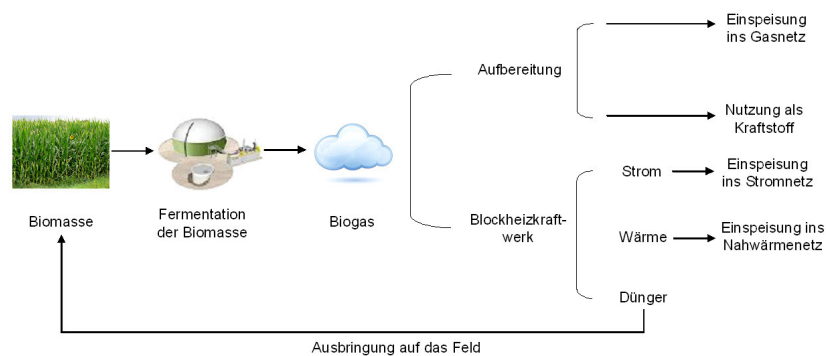
Der Prozess der Biogasproduktion

Unter Biogas wird im Allgemeinen ein Gasgemisch bezeichnet, das durch die unter Ausschluss von Sauerstoff stattfindende Vergärung von Biomasse entsteht. Für die Erzeugung können als Biomassesubstrate neben nachwachsenden Rohstoffen wie beispielsweise Maissilage auch organische Rohstoffe wie Wirtschaftsdünger, Mist oder Speisereste eingesetzt werden.

Die KTG Energie-Gruppe setzt in ihrer Produktion nachwachsende Rohstoffe und Wirtschaftsdünger ein. Das bei der Vergärung dieser Stoffe entstehende Biogas wird aufgefangen und weiterverwendet: Zum einen kann es in einer Gasbereitungsanlage weiterverarbeitet und anschließend als **Gas** in das Erdgasnetz eingespeist oder an Tankstellen geliefert werden.

Zum anderen kann es in einem sogenannten Blockheizkraftwerk (BHKW) verbrannt werden. Die hierbei freigesetzte Energie treibt einen Generator an, der **Strom** produziert, welcher in das lokale Stromnetz eingespeist werden kann. Bei der Stromerzeugung fällt zudem **Wärme** an. Diese kann einerseits genutzt werden, um den Gärungsprozess zu beschleunigen oder in das Nahwärmenetz eingespeist werden. Die bei der Gärung entstehenden Reste können zu Dünger weiterverarbeitet und wieder auf das Feld ausgetragen werden.

Die Zusammenhänge sind in der folgenden Grafik illustriert:

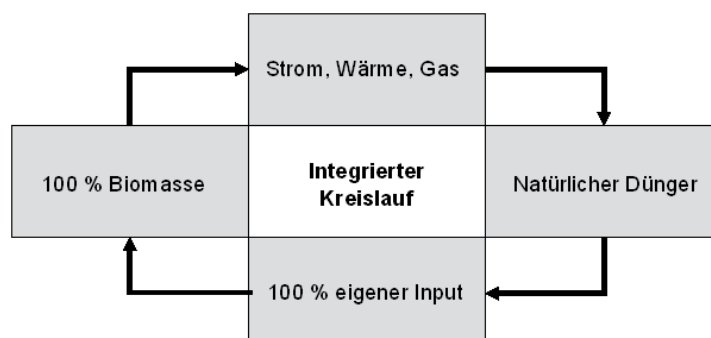


Quelle: GBC

Vorteile von Biogas im Vergleich zu konventionellen Energiequellen

Biogas bietet auf Grund seiner Eigenschaften entscheidende Vorteile, weshalb ihm eine wichtige Rolle innerhalb der erneuerbaren Energien sowie beim Vorantreiben der Energiewende zugeteilt wird. Die Produktion erfolgt CO₂-neutral, was besonders umweltfreundlich ist und deshalb auch durch das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) staatlich gefördert wird. Es bietet eine ausreichende Versorgung für den Grundenergiebedarf und kann zudem Spitzenbedarfe abdecken, da es speicherbar ist.

Seine Einsatzmöglichkeiten sind vielfältig: So kann es beispielsweise für die Erzeugung von Strom, Wärme, Erdgas sowie Treibstoff verwendet werden. Selbst die bei der Produktion anfallenden Abfallstoffe können wieder als Dünger auf das Feld ausgebracht werden. Dadurch ergibt sich ein geschlossener Kreislauf. Besonders wichtig ist auch, dass als Einsatzstoffe für die Erzeugung nicht nur Ernte wie beispielsweise Mais verwendet wird, sondern auch Zweitfrüchte sowie Stroh und Gras zum Einsatz kommen können.



Quelle:
KTG Energie,
GBC

Wichtige Meilensteine der Unternehmensgeschichte

1994	Gründung der KTG Agrar AG
Januar 2006	Gründung der Gesellschaft als AIB Hexagon Aktiengesellschaft in Berlin
März 2006	Erwerb der AIB Hexagon AG durch die KTG Agrar AG
Mai 2006	Umfirmierung in KTG Biogas AG und Verlegung des Gesellschaftssitzes nach Hamburg
2006	Errichtung der ersten Biogasanlage in Dersewitz mit einer Gesamtleistung von ca. 2,4 MWh
2007	Sukzessive Inbetriebnahme weiterer Anlagen und Aufnahme der Stromproduktion
Februar 2009	Bestellung von Herrn Dr. Thomas Berger zum CEO der Gesellschaft
Bis April 2012	Inbetriebnahme mehrerer Biomethananlagen. Vollast der bisher errichteten Anlagen 22,4 MWe
Mai 2012	Bestellung von Herrn Olaf Schwarz zum CFO. Umfirmierung in KTG Energie AG

Quelle: KTG Energie, GBC

Standorte

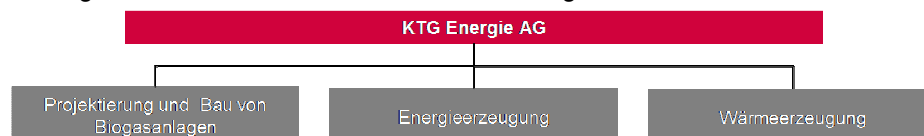
Heute verfügt die KTG Energie AG über 9 Biogas Produktionsstandorte, an welchen derzeit 22,4 MW Leistung generiert werden können. An weiteren 3 Standorten werden derzeit Anlagen mit einer Gesamtleistung von 9,2 MWe errichtet. Sämtliche Biogas Produktionsstandorte befinden sich im Gebiet der alten Bundesländer, in direkter Nähe zu den landwirtschaftlichen Flächen der Muttergesellschaft KTG Agrar AG



Quelle: KTG Energie

Geschäftsbereiche

Die KTG Energie AG ist in drei Geschäftsbereichen tätig:



Quelle: KTG Energie, GBC

Im Bereich der **Projektierung und des Baus von Biogasanlagen** arbeiten die Gesellschaften der KTG Energie-Gruppe mit dritten Unternehmen zusammen. Die Aufgaben umfassen die Standortakquisition, das Einholen der relevanten Genehmigungen sowie die Beauftragung von Subunternehmen zur Errichtung der Anlagen. Diese erfolgt hierbei grundsätzlich auf eigenen Grundstücken in der Nähe einer landwirtschaftlichen Produkti-

onsstätte der Muttergesellschaft KTG Agrar AG, wodurch Transportkosten minimiert werden. Zudem bereitet das Unternehmen die Verträge mit den jeweiligen Energieversorgungsunternehmen hinsichtlich dem Anschluss an das Strom- oder Gasnetz sowie die Netzeinspeiseverträge vor.

Im Segment der **Energieerzeugung** betreibt die KTG Energie AG zusammen mit den Produktionsgesellschaften eigene Biogasanlagen und erzeugt aus Biogas Energie, die die Gesellschaft selbst veräußert. Der Bereich umfasst die Gaserzeugung, die Weiterverarbeitung des erzeugten Biogases sowie die Einspeisung des Gases in die örtlichen Gasnetze. Des Weiteren werden die durch die Fermentation erzeugten Gärreste verarbeitet, die als Düngemittel eingesetzt werden können.

Im Segment der **Wärmeerzeugung** mittels Blockheizkraftwerk (BHKW) wird auch Wärme produziert. Diese wird in geringem Maß zum Wärmen innerhalb des Biogasprozesses selbst genutzt, der Rest wird veräußert. Hierdurch werden Zusatzeinnahmen generiert, da die sogenannte Kraft-Wärme-Kopplung über das EEG in Form eines Bonus gefördert wird, wenn die Wärmenutzung sinnvoll erfolgt. So verfügen drei der Standorte der KTG Energie AG über angeschlossene Wärmenetze, über welche Abnehmer wie Ställe, Wohnungen oder öffentliche Gebäude angeschlossen sind. Liegen keine Wärmenetze vor, so wird die Luft zum Trocknen der Gärreste genutzt, was deren Gewicht deutlich verringert und somit die Transportkosten reduziert.

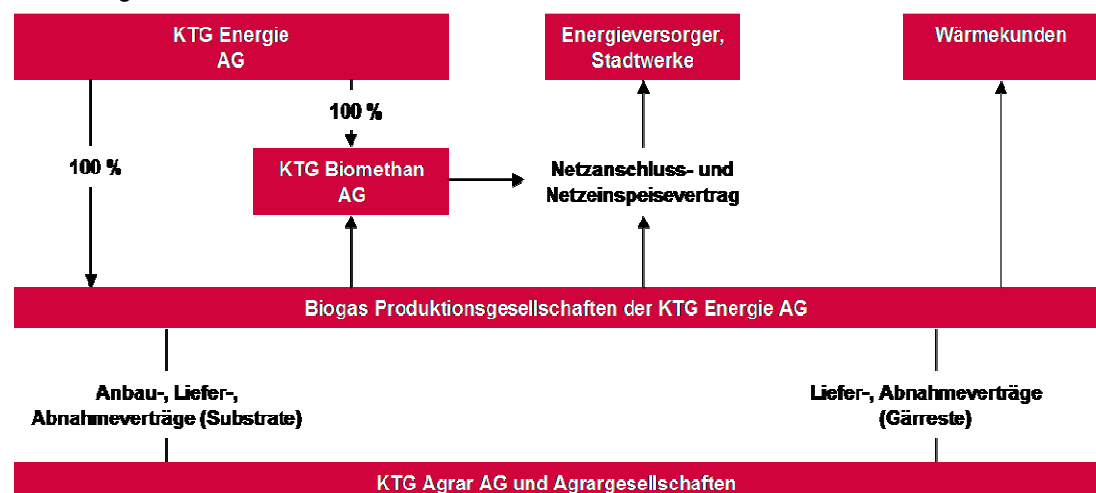
Lieferanten

Die KTG Energie AG bezieht ihre benötigten Einsatzstoffe für die Energieerzeugung direkt von den angrenzenden Agrarflächen, denen die Biogasanlagen räumlich angeschlossen sind. Diese werden durch die Muttergesellschaft KTG Agrar AG bewirtschaftet. Der Bedarf zum Betrieb der Biogasanlagen wird dadurch vollständig gedeckt. Durch die enge Zusammenarbeit ist die Versorgung mit Einsatzstoffen langfristig gesichert und garantiert eine stetige Auslastung der Anlagen.

Kunden

Das von der KTG Energie AG erzeugte Biogas wird entweder weiter aufbereitet und über die Tochter KTG Biomethan AG verkauft oder im Blockkraftheizwerk der Biogasanlage in einem Gasmotor verbrannt, wobei vor Ort Strom und Wärme produziert werden.

Die KTG Agrar AG nimmt einen Teil des Stroms und der Wärme für die eigenen Betriebe ab. Der restliche Strom wird in das Netz des örtlichen Energieversorgers, der zur Abnahme verpflichtet ist, eingespeist und nach EEG vergütet oder kann über Dritte am Markt gehandelt werden. Die darüber hinaus erzeugte Wärme kann an drei Standorten bereits durch Nahwärmekonzepte veräußert werden, weitere Standorte sollen folgen. Sofern die Wärme nicht weiter veräußert werden kann, wird sie zur Trocknung der bei der Gärung entstehenden Reste verwendet, um Transportkosten zu reduzieren. Die Reste werden unentgeltlich an die KTG Agrar AG weitergeleitet bzw. die Abnahme durch Abnahmeverträge mit dritten Parteien gesichert, da für diese Produkte kein „Markt“ existiert.



Quelle: KTG Energie

Vorstand und Aufsichtsrat

Vorstand

Dr. Thomas Berger, CEO



Nach dem Studium der Rechtswissenschaften in München und Genf promovierte der gebürtige Münchner an der Ludwigs-Maximilian-Universität in München. Danach folgten Tätigkeiten in Investmentbanken, im Deutschen Bundestag sowie einer Anwaltskanzlei. Seit 2008 ist er als Vorstandsmitglied der KTG Agrar AG für die Energiesparte verantwortlich.

Olaf Schwarz, CFO



Olaf Schwarz studierte Wirtschaftsingenieurwesen, wobei er sich auf Controlling spezialisierte. Nach seinem Studium war er einige Jahre bei nationalen und internationalen Nahrungsmittelherstellern tätig und besetzte seit 2004 im Bereich erneuerbare Energien verschiedene Führungspositionen. Seit November 2011 ist er bei der KTG Energie AG tätig und wechselte noch vor dem IPO in den Vorstand.

Aufsichtsrat

Dr. Dietmar Luz, Aufsichtsratsvorsitzender

Dr. Luz studierte an den Universitäten Tübingen, Cambridge und Würzburg Rechtswissenschaften. Anschließend promovierte er und begann seine Tätigkeit als Anwalt, die er als Partner beendete. Anschließend war er Geschäftsleiter einer Leasingfirma. Seit 1994 ist er Mitglied der Hofreiter-Agrarunternehmen, die seit 2004 in der KTG Agrar AG zusammengefasst sind. 2005 wurde er Geschäftsführer der litauischen Tochtergesellschaften der KTG Agrar AG. Er besetzt zudem verschiedene Aufsichtsratsmandate in Tochterunternehmen der KTG Agrar AG und ist Generalbevollmächtigter der KTG Holding GmbH, Hamburg.

Dr. Hubertus Fleßner, stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender

Dr. Fleßner studierte an der Universität Rostock Agraringenieurwesen. Im Jahr 1975 folgte seine Promotion. In seiner beruflichen Laufbahn begleitete er sowohl die KTG Agrar AG als auch die KTG Energie AG. Bis zum Börsengang der KTG Agrar AG 2007 war Herr Dr. Fleßner deren Aufsichtsrat.

Siegfried Hofreiter

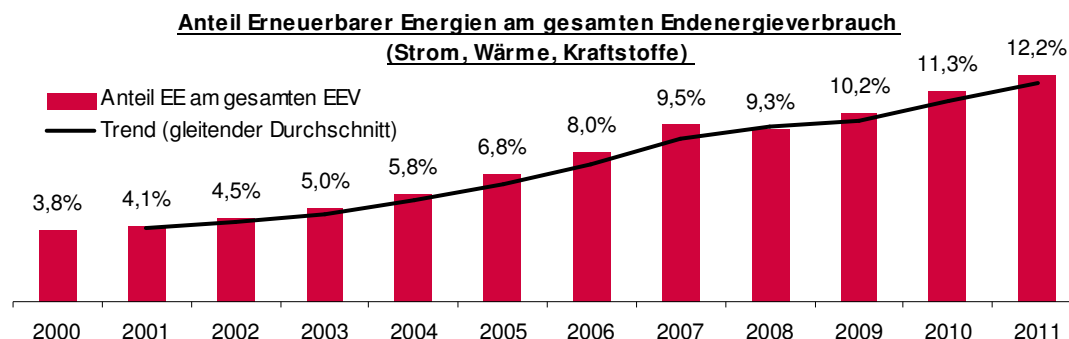
Herr Hofreiter ist gelernter Landwirt und sammelte in den USA Erfahrungen bei der Bewirtschaftung von großen Agrarbetrieben. Anschließend war er als Betriebsleiter von landwirtschaftlichen Marktfruchtbetrieben tätig. Ab 1995 arbeitete er als selbstständiger Landwirt und Unternehmensberater und begann mit seinem Bruder und dessen Geschäftspartnerin den Aufbau der heutigen KTG Agrar AG.

Markt und Marktumfeld

Erneuerbare Energien auf dem Vormarsch - Biomasse wesentliche Größe

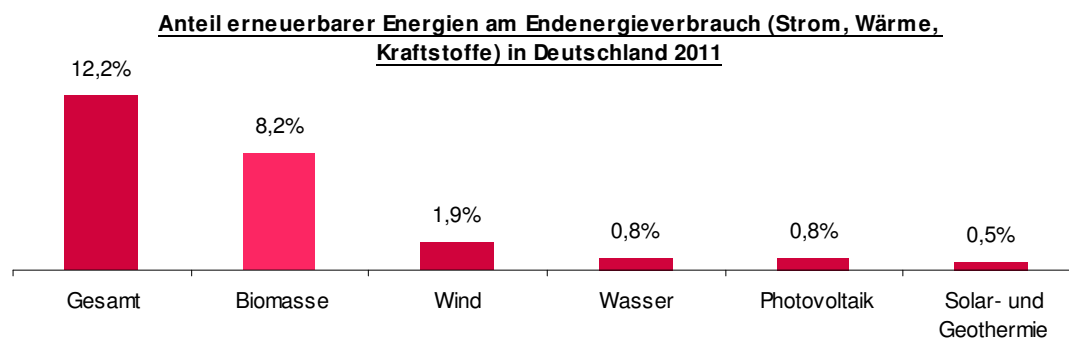
Seit der Einführung des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) im April 2000 schritt der Ausbau der regenerativen Energieträger rasant voran. Der Ausbau der erneuerbaren Energien trägt dabei nicht nur wesentlich zur Erreichung der Klimaschutzziele bei, sondern ist auch ein wichtiger Bestandteil des zukünftigen Energiemixes in Deutschland, der sich mit dem Beschluss des Ausstieges aus der Atomkraft noch stärker in Richtung regenerative Energien entwickeln muss. In allen Verbrauchssektoren sollen fossile Energieträger, als auch die Kernenergie, durch erneuerbare Energien zunehmend ersetzt werden.

Deutschland nimmt in Bezug auf erneuerbare Energien weltweit eine der Führungsrollen ein. Betrug der Anteil der erneuerbaren Energien an der gesamten Energiebereitstellung (Strom, Wärme, Kraftstoffe) im Jahr 2000 lediglich 3,8 %, so waren es im Jahr 2011 bereits 12,2 %, was einer Menge von 294,6 TWh entsprach. Die durch erneuerbare Energien ausgestoßene Energieleistung erhöhte sich damit innerhalb von 11 Jahren um beachtliche 200 %.



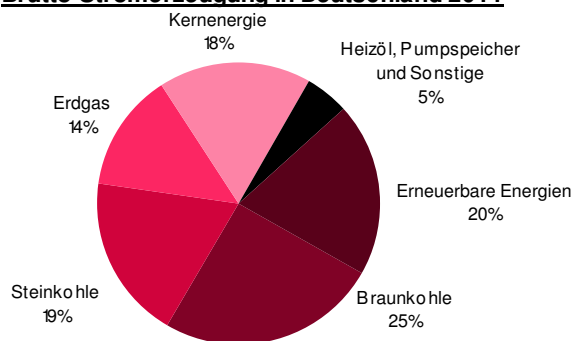
Quelle: BMU, Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien-Statistik (AGEE-Stat)

Innerhalb der erneuerbaren Energien nimmt der Bereich Biomasse eine entscheidende Stellung ein. 8,2 % des gesamten Endenergieverbrauchs (Strom, Wärme und Kraftstoffe) entstammen aus diesem Bereich. Demgegenüber sind die Beiträge aus anderen Bereichen, wie etwa Wind, Wasser oder Photovoltaik verschwindend gering. Dabei ist zu bemerken, dass der Bereich Biomasse sowohl feste und flüssige Biomasse, Biogas, Deponie- und Klärgas sowie Biokraftstoffe umfasst. Dennoch wird deutlich, welche Bedeutung der Bereich Biomasse als Ganzes einnimmt, wenngleich die öffentliche Aufmerksamkeit in den vergangenen Jahren überwiegend auf die Solar- und Windenergie gerichtet war.



Quelle: BMU, Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien-Statistik (AGEE-Stat)

Angesichts der Tatsache, dass mit 87,8 %, trotz des starken Fortschritts im Bereich der erneuerbaren Energien, noch immer der Großteil des Gesamtenergiebedarfs durch konventionelle Energieträger wie Stein- und Braunkohle, Öl oder Kernenergie gedeckt wird, wird deutlich, dass es in den kommenden Jahren einer nochmaligen Beschleunigung des Ausbaus regenerativer Energiequellen bedarf, um die hoch gesteckten Klimaschutzziele und den Ausstieg aus der Kernenergie wirkungsvoll zu erreichen.

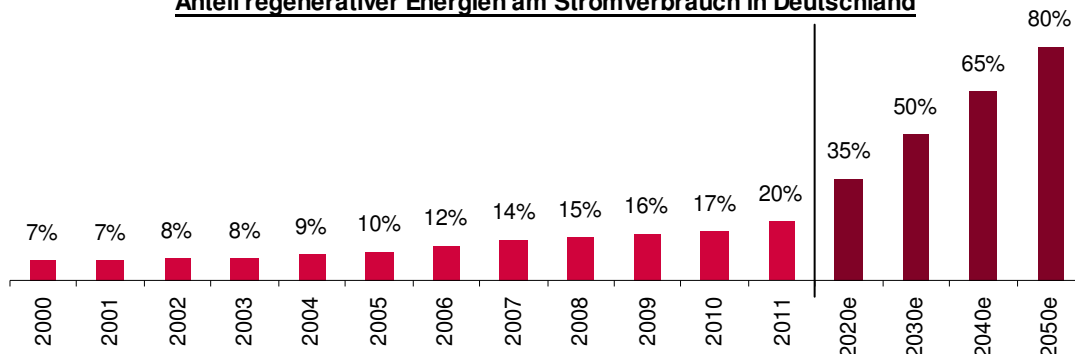
Ausbau der erneuerbaren Energien auf 35 % der Stromerzeugung bis 2020**Brutto-Stromerzeugung in Deutschland 2011**

Quelle: BDEW Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft e. V.

Den größten Beitrag zum Endenergieverbrauch liefern erneuerbare Energien im Bereich der Stromerzeugung. Bereits 20,0 % des Strombedarfs wurden im Jahr 2011 aus regenerativen Quellen gedeckt. Die restlichen 80 % werden nach wie vor aus herkömmlichen Quellen bezogen, insbesondere fossilen Energieträgern und Kernenergie.

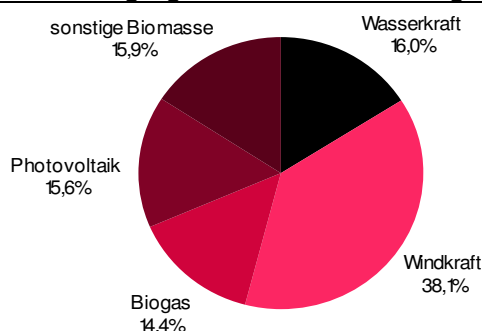
Angesichts der Lücke des Strombedarfs, die aus dem Wegfall der Kernenergie im Jahr 2020 entstehen wird, hat die Bundesregierung - den Ausbau der erneuerbaren Energien betreffend - ehrgeizige Ziele ausgerufen und eine nochmalige Beschleunigung des Ausbaus als Vorgabe gesetzt.

So soll der Anteil der erneuerbaren Energien am Gesamtstromverbrauch bis zum Jahr 2020 zunächst auf 35 % und bis zum Jahr 2050 auf sogar 80 % ausgebaut werden.

Anteil regenerativer Energien am Stromverbrauch in Deutschland

Quelle: BDEW Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft e. V.

Auch was die Stromerzeugung anbelangt, ist der Bereich Biogas bereits heute ein elementarer Baustein im Energiemix. Insgesamt ist die Stromproduktion zwischen den regenerativen Energien sehr ausgewogen und fußt auf mehreren Säulen. Der Bereich Biogas steuert hierbei einen Anteil von 14,4 % bei. Innerhalb des gesamten Bereichs der Biomasse ist Biogas damit die mit Abstand wichtigste Stromquelle, vor fester Biomasse, die 9,3 % zur gesamten regenerativen Stromproduktion beisteuert.

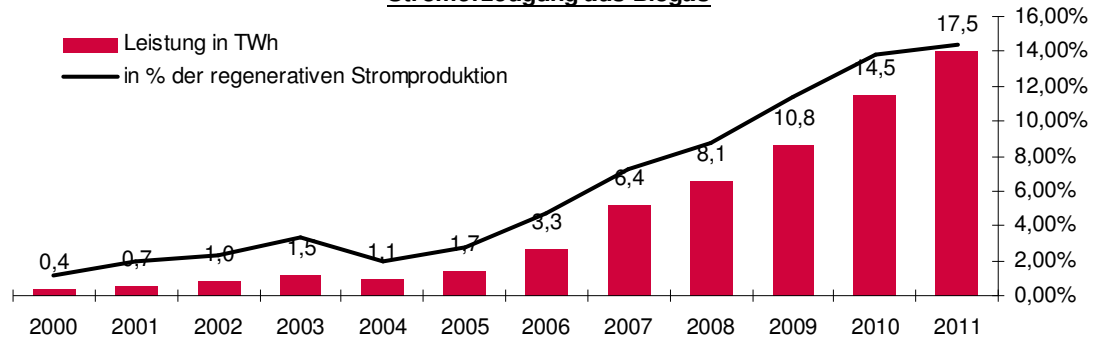
Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien 2011

Quelle: BMU, Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien-Statistik (AGEE-Stat)

Zuwächse bei Biogasproduktion auch in den kommenden Jahren zu erwarten

Dabei hat sich der Anteil, den Biogas zur Stromerzeugung durch erneuerbare Energien beisteuert, erst in den vergangenen Jahren deutlich erhöht. Noch im Jahr 2008 betrug der Anteil, bei einer installierten Leistung von 8,1 TWh, 6,9 %. In den letzten drei Jahren erfolgte dementsprechend ein massiver Ausbau der Kapazitäten, mit einer Verdopplung auf nunmehr 17,5 TWh zum Ende des Jahres 2011. Entsprechend schnellte der Anteil an der gesamten regenerativen Stromerzeugung auf 14,4 % nach oben.

Stromerzeugung aus Biogas

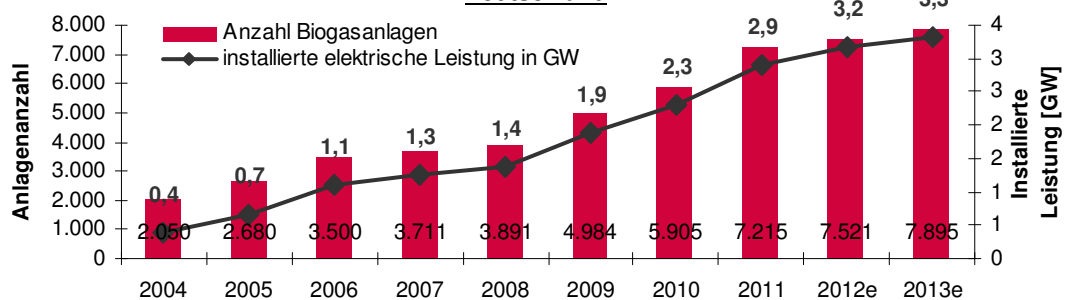


Quelle: BMU, Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien-Statistik (AGEE-Stat)

Entsprechend der zunehmenden Stromerzeugung wuchs die Anzahl der installierten Biogasanlagen. So hat sich die Anzahl der Anlagen in den letzten drei Jahren mehr als verdoppelt, auf 7.895 Anlagen zum Ende des Jahres 2011. Wenngleich auch die installierte Leistung ebenfalls sehr deutlich auf 3,3 GW zum Ende des Jahres 2011 gesteigert werden konnte, verlief der Anstieg der installierten Leistung unterproportional zur Anlagenzahl. Daraus kann geschlossen werden, dass in den letzten Jahren eine Tendenz zu kleineren Anlagen herrschte.

Gemäß den durch den *Fachverband deutscher Biogasanlagen e.V.* vorgelegten Branchenkennzahlen von 2011 sowie den Prognosen bis 2013 ist weiterhin mit einem Anstieg der Anlagenanzahl zu rechnen. So geht der Verband auf Basis einer Expertenbefragung davon aus, dass sich die Zahl der neuen Anlagen in 2012 um rund 4,2 % und in 2013 um weitere 5 % erhöht. Gleichzeitig soll die installierte Leistung in den Jahren 2012 und 2013 um rund 10 %, respektive 4 %, auf dann 3,3 GW zulegen.

Anzahl der Biogasanlagen und installierte elektrische Leistung in Deutschland



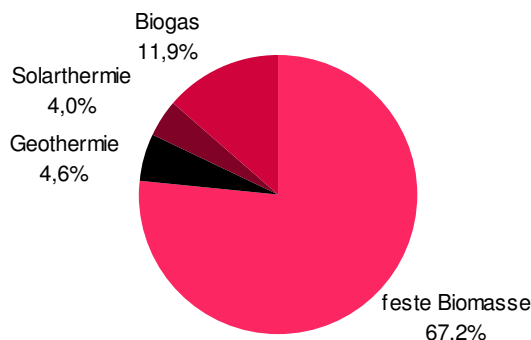
Quelle: Fachverband Biogas e.V.

Einen wesentlichen Anteil an den Zuwächsen der installierten Leistung wird dabei voraussichtlich das Repowering, also das Ersetzen von alten Anlagen durch neue Anlagen, haben. Bei einem erwarteten Zuwachs um 0,3 GW in 2012 sollen erwartungsgemäß rund 60 % dieses Zuwachses durch die Umrüstung bestehender Anlagen erfolgen. Auch in 2013 sehen die Experten im Repowering einen wesentlichen Wachstumstreiber, die installierte Leistung betreffend.

Wärme- und Stromerzeugung durch Biogas mit steigender Bedeutung

Auch im Bereich der Wärmeerzeugung nimmt Biogas eine immer bedeutsamere Rolle ein. Jedoch ist nach wie vor die Produktion von Wärme mittels fester Biomasse, also Holz, Hackschnitzeln oder Pallets, führend und nimmt einen Anteil von 67,2 % ein. Die Verwendung von fester Biomasse ist unter den erneuerbaren Energien die am weitest verbreitete und ausgereifteste Technologie, die vor allem auch für die Beheizung von kleinen Einheiten, etwa Einfamilienhäusern, Anwendung finden kann.

Wärmebereitstellung aus Erneuerbaren Energien 2011

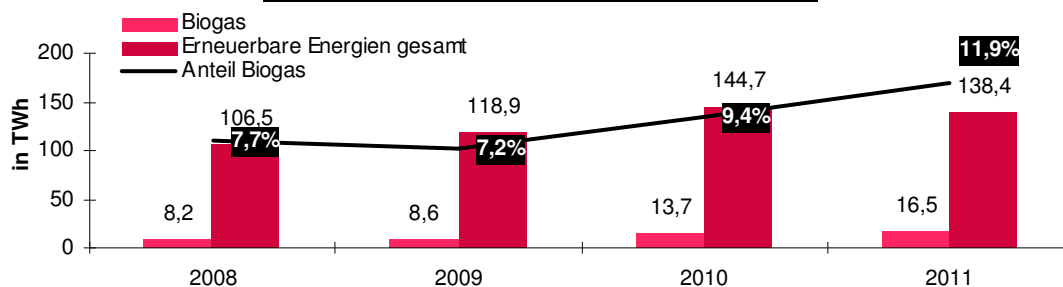


Quelle: BMU, Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien-Statistik (AGEE-Stat)

Demnach nahm die Bedeutung von Biogas zur Wärmeerzeugung in den vergangenen Jahren stetig zu. Auf der anderen Seite haben sich Technologien wie Solarthermie und Geothermie nicht entscheidend durchsetzen können. Hier sind die Beiträge zur Wärmebereitstellung in den vergangenen Jahren sehr zögerlich gewachsen, so dass deren Bedeutung verloren hat.

Die Wärmeerzeugung durch Biogas ist mit einem Anteil von 11,9 % bzw. 16,5 TWh inzwischen ein wesentlicher Bestandteil der gesamten erneuerbaren Wärmebereitstellung. Dabei hat sich die Bedeutung in den vergangenen Jahren auf Grund des schnellen Ausbaus der Anlagenzahl merklich erhöht.

Wärmebereitstellung aus Erneuerbaren Energien



Quelle: BMU, Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien-Statistik (AGEE-Stat)

Insgesamt hat sich der Anteil von Biogas zu Bereitstellung von Strom und Wärme in den vergangenen Jahren merklich erhöht. Im Jahr 2011 steuerte Biogas bereits 4,1 % zum gesamten deutschen Endenergieverbrauch bei. Diese dynamische Entwicklung wird sich vor dem Hintergrund der Energiewende und politischen Klimaschutzziele voraussichtlich auch in den kommenden Jahren noch weiter fortsetzen.

Beitrag von Biogas zur gesamten Energiebereitstellung



Quelle: BMU, Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien-Statistik (AGEE-Stat)

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

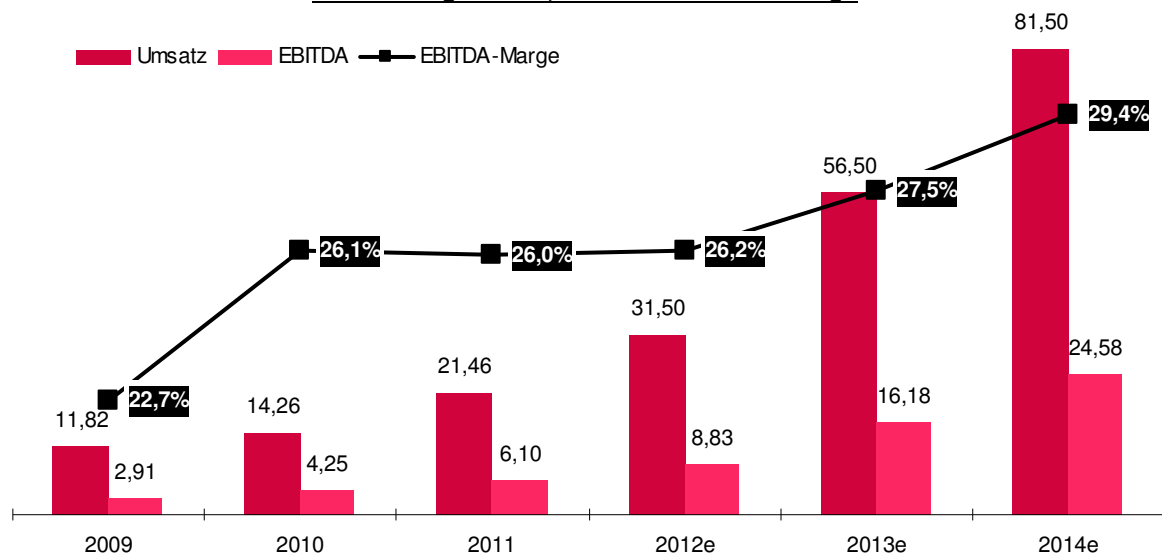
GuV (in Mio. €)	GJ 2009	in %	GJ 2010	in %	GJ 2011	in %	GJ 2012e	in %	GJ 2013e	in %	GJ 2014e	in %
Umsatzerlöse	11,817	92,2%	14,257	87,7%	21,458	91,6%	31,500	93,3%	56,500	96,2%	81,500	97,3%
Bestandsveränderungen	0,210	1,6%	-0,597	-3,7%	-0,189	-0,8%	0,000	0,0%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
aktivierte Eigenleistungen	0,547	4,3%	1,163	7,2%	0,895	3,8%	1,000	3,0%	1,000	1,7%	1,000	1,2%
sonstige betriebliche Erträge	0,247	1,9%	1,433	8,8%	1,253	5,4%	1,250	3,7%	1,250	2,1%	1,250	1,5%
Gesamtleistung	12,821	100,0%	16,256	100,0%	23,417	100,0%	33,750	100,0%	58,750	100,0%	83,750	100,0%
Materialaufwand	-5,828	-45,5%	-6,669	-41,0%	-9,669	-41,3%	-13,838	-41,0%	-24,088	-41,0%	-34,338	-41,0%
Personalaufwand	-0,740	-5,8%	-0,990	-6,1%	-1,409	-6,0%	-2,090	-6,2%	-2,970	-5,1%	-3,580	-4,3%
Abschreibungen	-1,450	-11,3%	-1,534	-9,4%	-2,166	-9,2%	-2,710	-8,0%	-4,150	-7,1%	-7,750	-9,3%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,348	-26,1%	-4,348	-26,7%	-6,239	-26,6%	-8,990	-26,6%	-15,510	-26,4%	-21,250	-25,4%
EBIT	1,455	11,4%	2,715	16,7%	3,934	16,8%	6,123	18,1%	12,033	20,5%	16,833	20,1%
Zinserträge	0,000	0,0%	0,013	0,1%	0,056	0,2%	0,050	0,1%	0,050	0,1%	0,050	0,1%
Zinsaufwendungen	-1,169	-9,1%	-1,632	-10,0%	-2,620	-11,2%	-3,500	-10,4%	-4,710	-8,0%	-6,430	-7,7%
EBT	0,287	2,2%	1,096	6,7%	1,371	5,9%	2,673	7,9%	7,373	12,5%	10,453	12,5%
Außerordentliches Ergebnis	0,000	0,0%	-0,825	-5,1%	-0,082	-0,4%	-1,500*	-4,4%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,127	-1,0%	-0,161	-1,0%	-0,491	-2,1%	-0,349	-1,0%	-2,197	-3,7%	-3,115	-3,7%
Sonstige Steuern	-0,006	0,0%	-0,008	-0,1%	-0,009	0,0%	0,000	0,0%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Jahresüberschuss	0,154	1,2%	0,102	0,6%	0,789	3,4%	0,823	2,4%	5,175	8,8%	7,338	8,8%

EBITDA	2,905	4,250	6,100	8,833	16,183	24,583
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>22,7</i>	<i>26,1</i>	<i>26,1</i>	<i>26,2</i>	<i>27,5</i>	<i>29,4</i>
EBIT	1,455	2,715	3,93	6,123	12,033	16,833
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>11,4</i>	<i>16,7</i>	<i>16,8</i>	<i>18,1</i>	<i>20,5</i>	<i>20,1</i>

Ergebnis je Aktie	0,03	0,02	0,16	0,14	0,86	1,22
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,75
Aktienanzahl in Mio. Stück	5,000	5,000	5,000	6,000	6,000	6,000

* Kosten des Börsengangs

Entwicklung Umsatz, EBITDA und EBITDA-Marge



Quelle: KTG, GBC

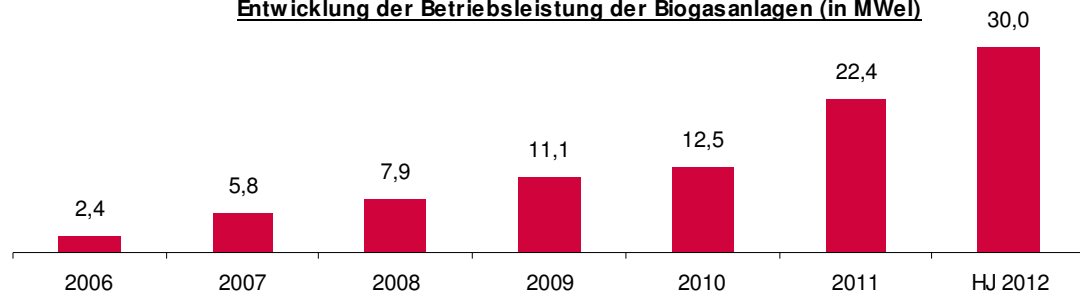
Historische Geschäftsentwicklung - zweistelliges Wachstum bei hoher Rentabilität

in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011
Umsatzerlöse	14,26	+50,5 %	21,46
Gesamtleistung	16,26	+44,1 %	23,42
EBITDA (Marge*)	4,25 (26,1 %)	+43,5 %	6,10 (26,1 %)
EBIT (Marge*)	2,72 (16,7 %)	+44,9 %	3,93 (16,8 %)
Jahresüberschuss	0,10	+676,5 %	0,79

Quelle: KTG, GBC; * Marge beziehen sich auf die Gesamtleistung

Umsatzentwicklung - Anlagenanzahl verdoppelt - Wachstum um 50,5 % in 2012

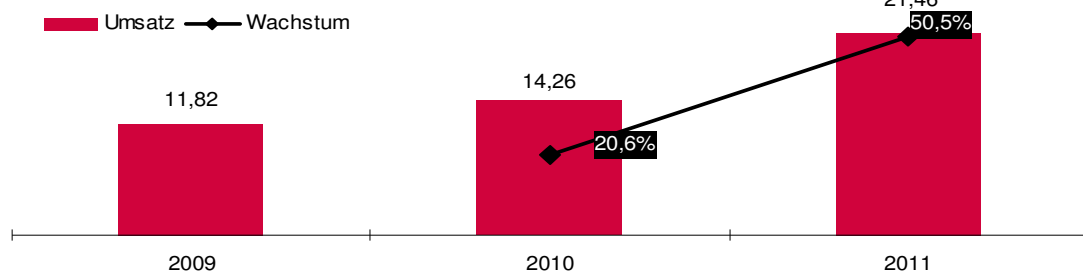
Im abgelaufenen GJ 2012 baute die KTG Energie AG ihren Anlagenbestand weiter aus und erhöhte das Tempo des Ausbaus noch einmal kräftig. So standen dem Unternehmen zum Ende des Jahres 22,4 MW Anlagenkapazität zur Verfügung, knapp doppelt so viel wie zum Stichtag des Vorjahres. Im 1. HJ 2012 wurde die Anzahl der Anlagen nochmals erweitert und lag zum 30.06.2012 bei knapp 30 MW, wobei die in 2012 neu errichteten Anlagen noch nicht unter Volllast laufen.

Entwicklung der Betriebsleistung der Biogasanlagen (in MWel)

Quelle: KTG, GBC

Vor dem Hintergrund der nahezu verdoppelten Anlagenkapazität konnte die KTG Energie AG im GJ 2011 auch einen deutlichen Umsatzsprung vollziehen. So kletterten die Umsatzerlöse um 50,5 % auf 21,46 Mio. €. Die Umsatzsteigerung wurde dabei in 2011 nicht in dem Maße vollzogen, wie die Anlagenkapazitäten ausgeweitet wurden, weil die Anlagen nach der Inbetriebnahme zunächst einmal hochgefahren werden müssen. Das bedeutet, dass sich die benötigten Biokulturen in den Anlagen erst bilden müssen, bis die Gasproduktion auf Volllast erfolgen kann. Dies nimmt einen Zeitraum von drei bis vier Monaten in Anspruch.

Aus diesem Grund bringen in einem Jahr neu errichtete Biogasanlagen noch keinen vollen Umsatzbeitrag in der selben Periode. Vielmehr macht sich der starke Ausbau der Anlagenkapazitäten im GJ 2011 erst in der Folgeperiode, dem GJ 2012, voll bemerkbar (siehe Seite 15).

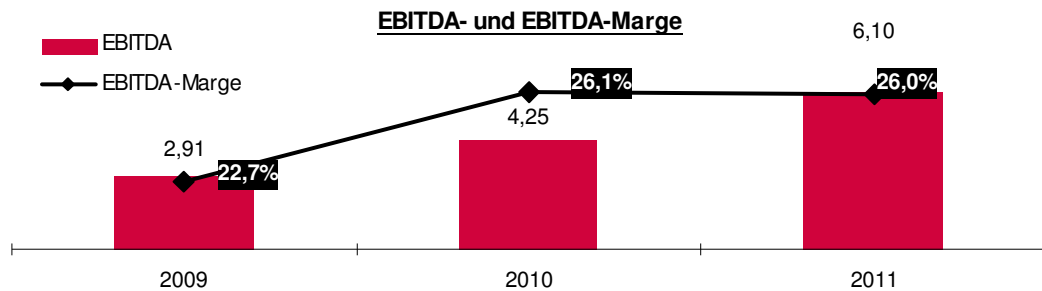
Umsatz und Wachstumsraten

Quelle: KTG, GBC

85,9 % der Umsatzerlöse wurden dabei im GJ 2011 durch die Veräußerung von produziertem Strom hergestellt. 6,1 % der Umsatzerlöse entfielen auf den Verkauf von Gas, was in 2011 erstmalig erfolgte. 1,0 % der Umsatzerlöse ist dem Verkauf von Wärme zuzurechnen.

Ergebnisentwicklung - EBITDA um 43,5 % gesteigert - Marge auf hohem Niveau

Im Gleichklang mit der deutlichen Ausweitung der Umsatzerlöse konnte die KTG Energie AG auch ihre Ergebniskennzahlen verbessern und das EBITDA proportional zur Gesamtleistung um 43,5 % verbessern. Entsprechend wurde mit 26,0 % auch eine EBITDA-Marge in Höhe des Vorjahresniveaus erreicht.



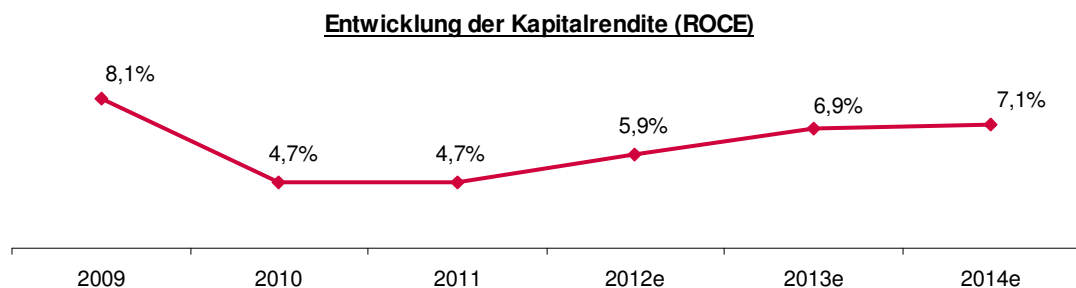
Quelle: KTG, GBC

Hintergrund dieser proportionalen Entwicklung des EBITDA zur Gesamtleistung sind dabei die stabilen Kostenquoten gewesen. Die Materialaufwendungen, also die Inputstoffe für die Biogasanlagen, werden von der Muttergesellschaft KTG Agrar AG bezogen, in deren räumlichen Nähe sich auch die Biogasanlagen befinden. Die Preise für die Inputstoffe, insbesondere Zweitfrüchte, sind dabei zu einem großen Teil fest vereinbart, so dass eine stabile Materialaufwandsquote zu beobachten war und auch in den kommenden Jahren sein wird.

Fixkostendegressionen kamen hingegen bei den weiteren Kostenpositionen Personalaufwand und sonstigen betrieblichen Aufwendungen noch nicht zum Tragen, da der starke Ausbau der Kapazitäten zum Einen zunächst die Erhöhung der Fixkosten nach sich zog, aber die neuen Anlagen zum Anderen noch nicht ganzjährig unter Volllast in Betrieb waren.

Dennoch ist zu bemerken, dass die KTG Energie AG attraktive Margenniveaus erwirtschaftet, die zudem geschäftsmodellbedingt eine hohe Konstanz und Stabilität aufweisen. Weitere Marginsteigerungen sind darüber hinaus ebenfalls wahrscheinlich, wenn Skaleneffekte im Zuge des Volllastbetriebs der neuen Anlagen zum Tragen kommen.

Die hohen Margenniveaus schlagen sich auch in guten Kapitalrenditen nieder. So erreichte die KTG Energie AG in den vergangenen beiden Geschäftsjahren eine Eigenkapitalrendite von 15,8 %, respektive 12,0 %. Die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) lag in den vergangenen beiden Geschäftsjahren stabil bei jeweils 4,7 %. Auf Grund der Investitionsphase, in welcher sich das Unternehmen befindet und der noch nicht vollständig auf Volllast in Betrieb befindlichen Anlagen und der damit noch verschobenen Relationen von Anlagevermögen und Rentabilität, fällt der ROCE derzeit noch gedämpft aus. Mit den weiteren Ergebnissteigerungen im Zuge des Volllastbetriebs der Anlagen wird sich der ROCE dann ebenfalls deutlich nach oben bewegen und sich bei Größenordnungen von um die 7 % einpendeln.



Quelle: KTG, GBC

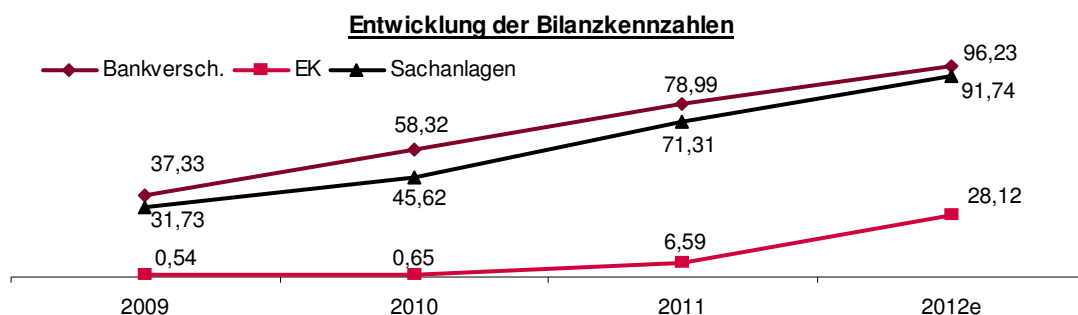
Auf das Nettoergebnis bemerkbar machen sich die Zinsaufwendungen, welche in 2011 bei 2,62 Mio. € lagen und aus der überwiegenden Fremdfinanzierung der Biogasanlagen herühren. Das Nettoergebnis fiel daher mit 0,78 Mio. € noch vergleichsweise niedrig aus, ist aber bereits während des gesamten Betrachtungszeitraums seit 2009 nachhaltig positiv.

Bilanzielle und finanzielle Situation - hohe Investitionen in Anlagen - EK gestärkt

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012e
Eigenkapital (EK-Quote)	0,54 (1,2 %)	0,64 (1,0 %)	6,59 (6,9 %)	28,12 (20,6 %)
Finanzverbindlichkeiten	37,33	58,32	78,99	96,23
Liquide Mittel	2,25	1,81	2,52	15,00
Nettofinanzverbindlichkeiten	35,08	56,50	76,48	81,09
Operatives Anlagevermögen	31,78	45,82	71,50	91,74
Net Working Capital	3,02	11,33	11,57	17,22
Bilanzsumme	45,45	63,16	95,17	136,23

Quelle: Berechnungen GBC

Die bilanzielle Situation der KTG Energie AG ist geprägt durch den starken Ausbau des Biogasanlagenbestandes in den vergangenen Jahren. Das operative Anlagevermögen, das sich zum Großteil aus den Biogasanlagenbeständen zusammensetzt, wurde seit 2009 auf 71,50 Mio. € ausgeweitet und damit seit 2009 mehr als verdoppelt.

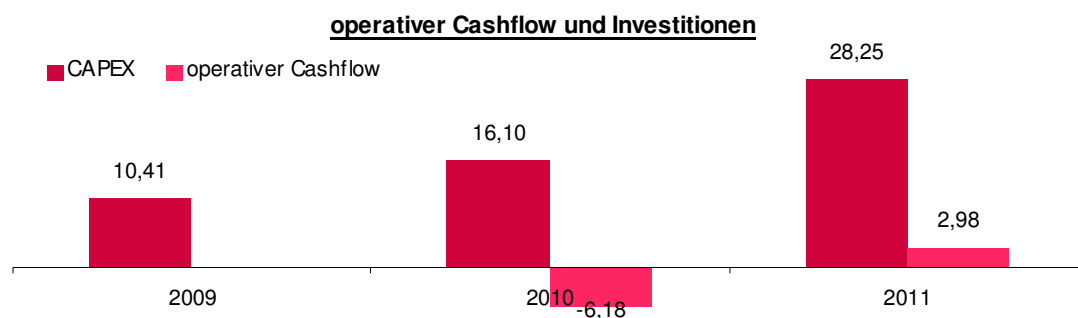


Quelle: Berechnungen GBC

Da die Anlagen überwiegend fremdfinanziert werden, erhöhte sich der Bestand an Finanzverbindlichkeiten nahezu proportional zum Anlagevermögen. Dabei setzen sich die Finanzverbindlichkeiten in etwa hälftig aus Bankdarlehen und bereitgestellten Darlehen der Muttergesellschaft KTG Agrar AG zusammen.

Durch den im Juni 2012 vollzogenen Börsengang wurde zudem jüngst das Eigenkapital gestärkt. Im Rahmen des IPO wurden 1 Mio. neue Aktien zu einem Kurs von 13,80 € ausgegeben. Daneben wurden 0,5 Mio. Aktien aus dem Bestand der KTG Agrar AG zum gleichen Preis umplatziert. Insgesamt floss der KTG Energie AG dadurch ein Bruttoemissionserlös in Höhe von 20,70 Mio. € zu, was eine wesentliche Stärkung des Eigenkapitals nach sich zieht. Während die Eigenkapitalquote zum Ende des GJ 2012 noch bei 6,9 % lag, wird diese gemäß unseren Prognosen zum Ende des GJ 2012 bei über 20 % liegen.

Auch die Anlageinvestitionen der kommenden Jahre werden überwiegend aus Fremdmitteln finanziert werden. Geplant ist ein Fremdmittelanteil von rund 75 %. Die weitere Expansion wird unterstützt durch den operativen Cashflow, der mit 2,98 Mio. € im GJ 2011 erstmalig positiv ausfiel und gemäß unserer Einschätzung in den kommenden Jahren weiter ansteigen wird.



Quelle: Berechnungen GBC

SWOT - Analyse KTG Energie AG

Stärken

- Sicherung der Belieferung mit Substraten durch die KTG Agrar AG
- 60% der Einsatzstoffe bestehen aus Zweitfrüchten - diese können zu einem günstigeren und stabilen Preis erworben werden als konventionelle Früchte
- Niedrige Kostenbasis der Gesellschaft erlaubt das Erzielen hoher Ergebnismargen und Nettoergebnisse, was die Ausschüttung einer stabilen Dividende ermöglicht
- Die durch das EEG festgelegte Einspeisevergütung sorgt für einen stabilen Cashflow über die nächsten 20 Jahre

Schwächen

- Abhängigkeit bezüglich der Einsatzstoffe von der KTG Agrar AG
- Die Errichtung von Biogasanlagen erfordert einen hohen Fremdfinanzierungsbedarf, was hohe Zinsaufwendungen hervorruft und die Eigenkapitalquote belastet
- Abhängigkeit von regulatorischen Rahmenbedingungen und staatlichen Subventionen für Biogasanlagen
- Die erzielbaren Kapitalrenditen sind in der Wachstumsphase auf Grund der noch nicht unter Volllast betriebenen Anlagen noch unterdurchschnittlich

Chancen

- Bisher sind Anlagen mit einer Kapazität von 30 MW in Betrieb. Das Ausbaupotenzial beträgt etwa 120 MW, womit der Ausbau noch klar vorangetrieben werden kann
- Der Markt ist extrem fragmentiert und durch bäuerlich geprägte Einzelanlagen mit geringem Produktionsvolumen dominiert. Die Vormachtstellung der KTG Energie AG als Betreiber von Großanlagen kann weiter ausgebaut werden
- Wachstumsmarkt: Die Anzahl der Biogasanlagen hat sich mit über 7000 im Jahr 2011 seit 2007 fast verdoppelt
- Biogas ermöglicht durch seine Speicherbarkeit im Gegensatz zu anderen alternativen Energien eine variable Deckung des Energiebedarfs, weshalb von weiterem Wachstumspotenzial des Marktes ausgegangen werden kann

Risiken

- Der starke Ausbau der Biogaskapazitäten kann zu einem Engpass bei Einsatzstoffen führen, die dann am Markt beschafft werden müssen, was u.U. höhere Preise fordert
- Beschränkte Verfügbarkeit geeigneter Standorte für Biogasanlagen
- Abhängigkeit von der Akzeptanz von Biogas. Dies ist besonders problematisch, da zum Teil potenzielle Nahrungsmittel zur Energieherstellung genutzt werden
- Die Förderungsbedingungen für Biogas könnten sich mit dem Auslaufen des EEG in der aktuellen Fassung im Jahr 2015 deutlich verschlechtern oder ganz entfallen

Prognose und Modellannahmen - Ausbau der Leistung auf über 60 MW bis Ende 2014

Umsatzprognosen - Beschleunigter Anlagenausbau in 2013 und 2014

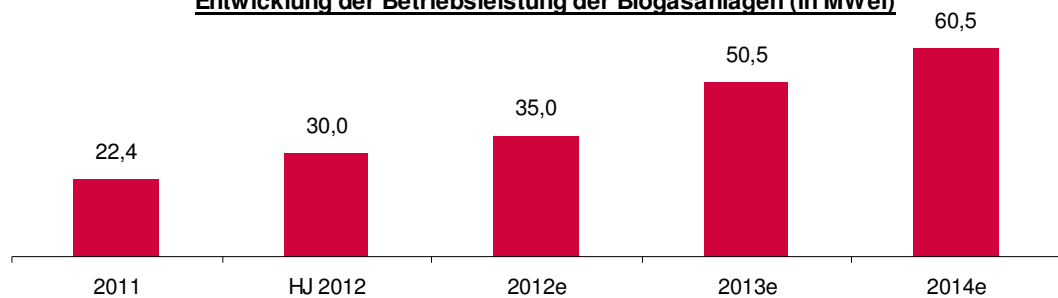
in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	21,46	31,50	56,50	81,50
Gesamtleistung	23,42	33,75	58,75	83,75
EBITDA (Marge*)	6,10 (26,1 %)	8,83 (26,2 %)	16,18 (27,5 %)	24,58 (29,4 %)
EBIT (Marge*)	3,93 (16,8 %)	6,12 (18,1 %)	12,03 (20,5 %)	16,83 (20,1 %)
Jahresüberschuss	0,79	0,82**	5,18	7,338

Quelle: Berechnung GBC; *Margen beziehen sich auf Gesamtleistung; **inkl. 1,5 Mio. € Börsengangskosten

Zum HJ 2012 betrug der Anlagenbestand der KTG Energie AG knapp 30 MW. Bis zum Ende des GJ 2012 soll der Bestand darüber hinaus auf 35 MW erweitert werden. Darüber hinaus plant das Unternehmen im GJ 2013 eine Reihe von weiteren Anlagen in Betrieb zu nehmen und den Anlagenbestand bis Jahresende 2014 auf rund 60 MW auszuweiten. Dabei sollen bereits Ende 2013 rund 50 MW ans Netz angeschlossen sein. Da die Anlagen im Jahresverlauf zu unterschiedlichen Zeitpunkten errichtet und in Betrieb genommen werden, rechnen wir damit, dass in 2013 eine gewichtete durchschnittliche Anlagenleistung von 37,9 MW umsatzwirksam im Einsatz sein wird. Zum Ende des GJ 2014 sollen dann 60,5 MW ans Netz angeschlossen sein und Umsatzerlöse generieren.

Das Potenzial darüber hinaus gehend weiterer Anlagen haben wir indes in unseren Prognosen nicht berücksichtigt, wenngleich die verfügbaren Flächen der Muttergesellschaft KTG Agrar AG ein Gesamtpotenzial von derzeit 120 MW zulässt.

Entwicklung der Betriebsleistung der Biogasanlagen (in MWel)

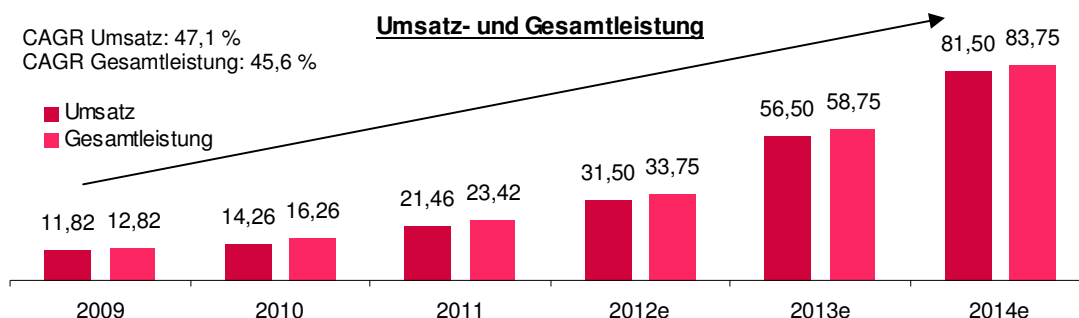


Quelle: Berechnung GBC

Diese starke Ausweitung der Anlagenbestände wird sich positiv auf die Umsatzerlöse auswirken. Bereits im Jahr 2012 gehen wir davon aus, dass die in 2011 neu errichteten und nun unter Volllast laufenden Anlagen, als auch die im Jahresverlauf 2012 neu hinzukommenden Anlagen, zu einem weiteren Umsatzsprung um 46,8 % auf 31,50 Mio. € führen werden. Noch deutlicher wird der Umsatzsprung gemäß unseren Prognosen im Jahr 2013 ausfallen, wenn über das Jahr gesehen eine gewichtete neue Leistung von 16,3 MW ans Netz gebracht werden soll. Im Zuge dessen erwarten wir eine Umsatzausweitung um 79,4 % auf dann 56,50 Mio. €. Trotz einer nur minimalen weiteren Bestandserweiterung in 2014 wird sich die Volllastfähigkeit der in 2013 installierten Anlagen bemerkbar machen und nochmals zu einem Anstieg der Umsatzerlöse auf dann 81,50 Mio. € führen.

Umsatzentwicklung	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Installierte Leistung gesamt zum Jahresende in MW	11,1	12,5	22,4	35,0	50,5	60,5
Differenz zum Vorjahr in MW	3,2	1,4	9,9	12,6	15,5	10,0
durchschnittlich installierte Leistung in MW	6,8	11,8	15,0	21,5	37,9	54,4
Laufleistung p.a. in Stunden	8.060	8.060	8.060	8.060	8.060	8.060
durchschnittlicher Vergütungssatz in Cent/kWh	20,25	20,05	19,87	18,98	18,98	18,76
Einspeisevergütung in Mio. €	11,09	13,49	19,95	30,00	55,00	80,00
zzgl. Sonstige Umsatzerlöse	0,73	0,76	1,51	1,50	1,50	1,50
Umsatzerlöse gesamt in Mio. €	11,82	14,26	21,46	31,50	56,50	81,50

Quelle: Berechnung GBC



Quelle: Berechnung GBC

Im Zuge der starken Ausweitung des Anlagenbestandes gehen wir wie dargestellt von einer deutlichen Umsatzausweitung in den kommenden drei Jahren aus. Nachdem in 2013 vom Erreichen der 50 Mio. €-Marke auszugehen ist, erwarten wir im GJ 2014 dann das Überschreiten der 80 Mio. €-Umsatzmarke. Die Gesamtleistung, zuzüglich den Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen, sollte im gleichen Zuge bei 83,75 Mio. € liegen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Umsatzerlöse (CAGR) im Zeitraum von 2009 bis 2014e errechnet sich vor diesem Hintergrund mit 47,1 %.

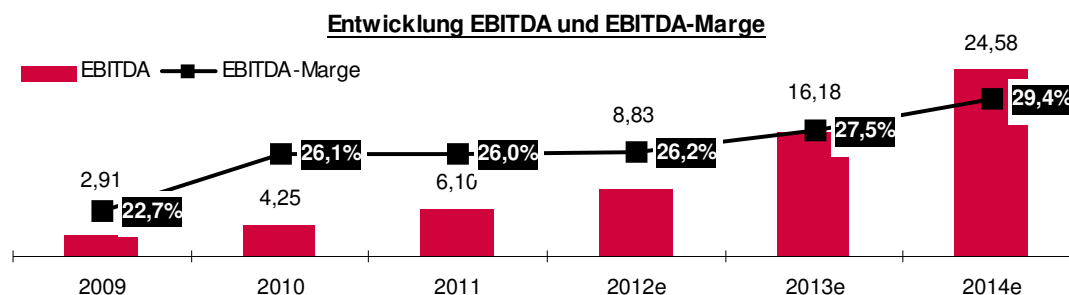
Über das GJ 2014 hinaus haben wir keine weiteren Anlagenerweiterungen berücksichtigt, weshalb wir für den Zeitraum nach 2014 auch keine weiteren Umsatzerhöhungen mehr annehmen. Lediglich das Erreichen der Vollastfähigkeit der in 2014 installierten Anlagen wird sich nach 2014 noch positiv auf die Umsatzerlöse auswirken. Der Wachstumseffekt daraus dürfte jedoch im niedrigen einstelligen Prozentbereich liegen.

Die Umsatzplanung ist zudem mit einem niedrigen Risiko behaftet, wenn die Anlagen einmal in Betrieb genommen und ans Netz angeschlossen wurden. Durch die Einspeisevergütung im Rahmen des EEG werden die Umsatzerlöse über einen Zeitraum von 20 Jahren garantiert. Aus diesem Grund bleibt das Umsatzniveau von mehr als 80 Mio. € auch nachhaltig erhalten und wird nicht durch konjunkturelle Schwankungen oder sonstige externe Effekte negativ beeinflusst.

Ergebnisprognosen - Überproportionale Ergebnissteigerungen - Marge wächst

Die merklich steigende Gesamtleistung wird sich auch positiv bei den Ergebniskennzahlen bemerkbar machen. Wir gehen davon aus, dass sich das EBITDA von 6,10 Mio. € im GJ 2011 bereits im GJ 2012 auf 8,83 Mio. € erhöhen wird und bis zum GJ 2014 auf 24,58 Mio. € ansteigt.

Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass sich die EBITDA-Marge - wie bereits in den vergangenen Jahren - stetig verbessert und bis auf ein Niveau von 29,4 % im GJ 2014 ansteigen wird. Auch bei der EBITDA-Marge werden sich die in 2014 noch nicht unter Vollast laufenden Anlagen nochmals positiv in den Folgejahren bemerkbar machen, so dass wir von einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 30,5 % ausgehen.

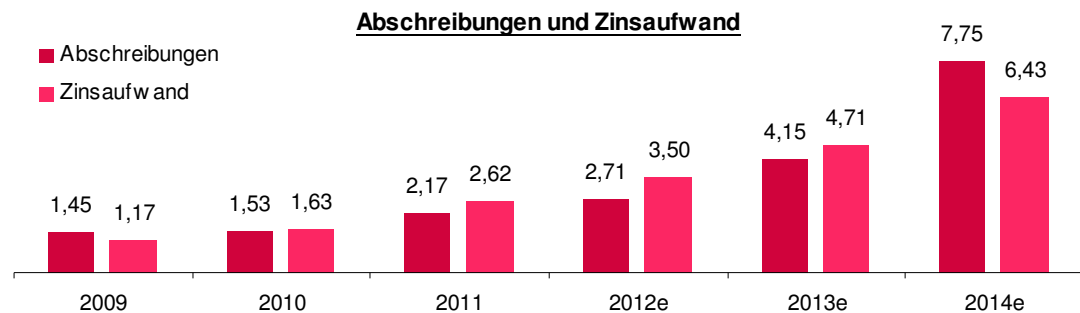


Quelle: Berechnung GBC

Die Gründe für die steigende EBITDA-Marge liegen dabei in einer zunehmenden Fixkostendegression mit steigenden Anlagenzahlen, vor allem im Bereich der Personalkosten und sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Bei den Materialaufwendungen ist hingegen auf Grund der fest ausverhandelten, langjährigen Zulieferverträge über Biomasse mit einer sta-

bilen Kostenquote zu rechnen. Für Zweitfrüchte, die für keinen anderen Zweck als die Biogasproduktion verwendet werden können, gibt es weder einen Markt noch einen Marktpreis. Damit unterliegen die Abnahmepreise individuell ausgehandelten Konditionen und versprechen eine hohe Planungssicherheit hinsichtlich der Einkaufspreise.

Eine deutliche Zunahme wird es auf Grund der Ausweitung des Anlagenbestandes bei den Abschreibungen geben. Während die Entwicklung der Abschreibungen im GJ 2011 mit 2,17 Mio. € noch moderat aufgefallen war, werden diese bereits in 2012 auf Grund der erhöhten installierten Leistung zunächst auf 2,71 Mio. € steigen und bis zum GJ 2014 sogar auf 7,75 Mio. € zulegen. Die Anlagen werden dabei über einen Zeitraum von 16 Jahren abgeschrieben, womit jeder installierter MW Leistung das Abschreibungsvolumen um ca. 0,22 Mio. € erhöht.

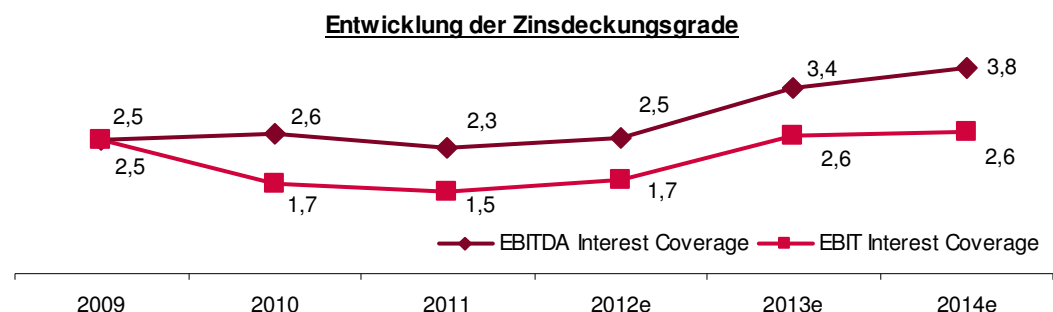


Quelle: Berechnung GBC

Im Zuge dessen wird es beim EBIT nicht zu einer gleichgerichteten Entwicklung wie beim EBITDA kommen. Da die neu installierten Anlagen der kommenden Jahre zum Großteil im Jahr 2013 installiert werden, wird das Abschreibungsvolumen insbesondere im Jahr 2014 überproportional steigen und die EBIT-Marge entsprechend belasten. Dennoch erwarten wir für das GJ 2014 eine noch immer hohe EBIT-Marge von 20,1 % (2012e: 18,1 %, 2013e: 20,5 %), welche auch oberhalb des Niveaus von 2011 liegt (2011: 16,8 %).

Ebenfalls einen starken Anstieg werden die Zinsaufwendungen erfahren. Da die Anlagen planungsgemäß mit 75 % Fremdkapital finanziert werden sollen, weitet sich der Kreditbestand in den kommenden Jahren, insbesondere 2013, weiter aus. Dies führt nach unseren Planungen zu einem erhöhten Zinsaufwand, der bis zum Jahr 2014 auf 6,43 Mio. € ansteigen wird (siehe Grafik oben).

Der erwartete Zinsdeckungsgrad (EBIT Interest Coverage) wird durch die erhöhten Abschreibungen und Zinsaufwendungen jedoch nicht belastet. Vielmehr gehen wir basierend auf unseren Prognosen davon aus, dass sich der Zinsdeckungsgrad auch in den kommenden Jahren komfortabel über dem Niveau von 1 bewegen wird und eine steigende Tendenz aufweist, so dass die Zinsdeckung jederzeit gegeben sein sollte.



Quelle: Berechnung GBC

Trotz der steigenden Zinsaufwendungen wird die KTG Energie AG ab dem Jahr 2013 deutlich höhere Jahresüberschüsse erwirtschaften, welche die Ausschüttung einer attraktiven Dividende erlauben. Wir rechnen damit, dass die Erstdividende für 2013 bei 0,50 € liegen wird, was einer Dividendenrendite von derzeit attraktiven 3,6 % entsprechen würde. Für 2014 erwarten wir einen Anstieg auf dann 0,75 €.

Bewertung

Discounted Cashflow-Bewertung

Modellannahmen

Die KTG Energie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 bis 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 0,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 30,5 % angesetzt. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 29,8 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir konservativ eine Wachstumsrate von 0,0 % und gehen von keinen weiteren Anlageninvestitionen aus.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,19.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,54 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir gemäß dem Finanzierungsmix der Gesellschaft für neue Biogasanlagen eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 5,23 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Unter Verwendung der entsprechenden Kapitalkosten (WACC) von 5,23 % resultiert für die KTG Energie AG zum Ende des Geschäftsjahres 2013 ein fairer Wert je Aktie in Höhe von **17,00 €**.

KTG Energie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Wachstum Gesamtleistung	2,0%	ewiges Wachstum Gesamtleistung	0,0%
EBITDA-Marge	30,5%	ewige EBITA - Marge	23,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	50,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
in Mio. EUR	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	Endwert
Gesamtleistung (GL)	33,75	58,75	83,75	85,43	87,13	88,88	90,65	92,47	
GL Veränderung	44,1%	74,1%	42,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,37	0,41	0,43	0,46	0,49	0,52	0,55	0,58	
EBITDA	8,83	16,18	24,58	26,05	26,58	27,11	27,65	28,20	
EBITDA-Marge	26,2%	27,5%	29,4%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	
EBITA	6,12	12,03	16,83	18,26	19,09	19,92	20,75	21,58	
EBITA-Marge	18,1%	20,5%	20,1%	21,4%	21,9%	22,4%	22,9%	23,3%	23,1%
Steuern auf EBITA	-1,82	-3,59	-5,02	-5,44	-5,69	-5,94	-6,18	-6,43	
zu EBITA	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
EBI (NOPLAT)	4,30	8,45	11,82	12,82	13,40	13,99	14,57	15,15	
Kapitalrendite	5,2%	7,8%	6,8%	5,4%	5,8%	6,3%	6,7%	7,2%	7,3%
Working Capital (WC)	17,22	29,38	41,88	42,71	43,57	44,44	45,33	46,23	
WC zur Gesamtleistung	51,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	
Investitionen in WC	-5,65	-12,15	-12,50	-0,84	-0,85	-0,87	-0,89	-0,91	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	91,74	144,79	194,92	187,12	179,64	172,45	165,55	158,93	
AFA auf OAV	-2,71	-4,15	-7,75	-7,80	-7,48	-7,19	-6,90	-6,62	
AFA zu OAV	3,0%	2,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Investitionen in OAV	-22,95	-57,20	-57,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investiertes Kapital	108,96	174,17	236,80	229,84	223,21	216,89	210,88	205,17	
EBITDA	8,83	16,18	24,58	26,05	26,58	27,11	27,65	28,20	
Steuern auf EBITA	-1,82	-3,59	-5,02	-5,44	-5,69	-5,94	-6,18	-6,43	
Investitionen gesamt	-28,61	-69,35	-70,38	-0,84	-0,85	-0,87	-0,89	-0,91	
Investitionen in OAV	-22,95	-57,20	-57,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in WC	-5,65	-12,15	-12,50	-0,84	-0,85	-0,87	-0,89	-0,91	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-21,60	-56,76	-50,81	19,78	20,03	20,30	20,58	20,86	286,82
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	179,72	245,87							
Barwert expliziter FCFs	-21,02	34,63							
Barwert des Continuing Value	200,74	211,24							
Nettoschulden (Net debt)	82,32	143,74							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	97,39	102,13							
Fremde Gewinnanteile	-0,12	-0,13							
Wert des Aktienkapitals	97,27	102,00							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,000	6,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,21	17,00							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,19
Eigenkapitalkosten	8,5%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	25,0%

WACC 5,2%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	4,7%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%
6,8%	19,11	16,73	14,59	12,65	10,89
7,1%	20,48	18,02	15,80	13,79	11,96
7,3%	21,85	19,30	17,00	14,92	13,03
7,6%	23,22	20,58	18,20	16,05	14,10
7,8%	24,59	21,86	19,41	17,18	15,16

Peer-Group-Vergleich - KTG im Vergleich zur Peer-Group günstig bewertet

Unternehmen	Kurs zum 11.09.12	Markt-kapitali-sierung	EV in Mio. €	EV/ EBITDA 2013e	EV/ EBITDA 2014e	EV/ EBIT 2013e	EV/ EBIT 2014e	KGV 2013e	KGV 2014e
2G Energy AG	33,20 €	133,80	110,84	4,21	3,51	4,20	3,62	7,77	6,69
Deutsche Biogas AG	3,35 €	21,11	63,74	5,46	4,28	10,35	8,16	11,66	7,93
Envitec Biogas AG	7,80 €	117,00	178,46	6,66	5,78	14,05	11,29	19,66	14,63
Median				5,46	4,28	10,35	8,16	11,66	7,93
Arithmetisches Mittel				5,44	4,53	9,53	7,69	13,03	9,75
KTG Energie AG	14,45 €	86,67	163,24	10,09	6,64	13,57	9,70	16,75	11,81

Quelle: Thomson Reuters, GBC

Der Markt für den Betrieb von Biogasanlagen ist in Deutschland auf Grund der Vorgaben des EEG, nach dem die Netzbetreiber verpflichtet sind, den aus erneuerbaren Energien erzeugten Strom zu garantierten Preisen abzunehmen, lediglich durch die Verfügbarkeit geeigneter Substrate sowie die Standortwahl begrenzt. Durch die Abnahmeverpflichtungen von Strom existiert kein Wettbewerb um den Absatz.

Die Zahlen bezüglich der Anzahl der Biogasanlagen in Deutschland deuten darauf hin, dass sich der Markt im Wachstum befindet. In den letzten Jahren konnte in diesem Zusammenhang ein starker Anstieg der Anbieter für Projektierung, Anlagenbau, Anlagenmanagement und Energieerzeugung verzeichnet werden, wobei sich kleinere Anbieter zunehmend auf Teilbereiche spezialisiert haben. Somit gibt es nur wenige Anbieter wie die KTG Energie AG, welche die Wertschöpfungskette in großen Teilen abdecken und sich auf die Energieerzeugung aus Biogas in enger Partnerschaft mit Agrarbetrieben ausgerichtet haben.

Somit sind im Wettbewerbsumfeld einerseits die Unternehmen zu sehen, die ihren Schwerpunkt auf Energieerzeugung aus Biogas gelegt haben. Dies sind solche Unternehmen, die Biogasanlagen einerseits selbst betreiben und gleichzeitig einen guten Zugang zu Substraten haben. Hierzu zählen beispielsweise die Tonkens Agrar AG oder die Deutsche Biogas AG. Auf der anderen Seite können dies aber auch Energieversorger sein, die einen besonderen Schwerpunkt im Bereich der Biomasse gesetzt haben. Hierzu zählen beispielsweise RWE Innogy sowie die MVV Energie AG.

Des Weiteren umfassen Wettbewerber im weiteren Sinne solche Unternehmen, deren Fokus auf dem Bau und der Errichtung von Biogasanlagen liegt, beispielsweise die EnviTec Biogas AG, die Biogas Nord AG oder die 2G Energy AG. Diese beginnen vermehrt, auch selbst Biogasanlagen zu betreiben.

Eine klare Identifikation von Wettbewerbern lässt sich jedoch im Umfeld der deutschen, börsennotierten Unternehmen nicht anstellen. Vielmehr ist das Geschäftsmodell der KTG Energie AG durch die direkte Verbundenheit zum Mutterunternehmen KTG Agrar AG und der damit einhergehenden Substratsicherheit einmalig an der deutschen Börsenlandschaft und kann nur sehr bedingt mit den Geschäftsmodellen der Projektierer oder den Energieunternehmen verglichen werden.

Aus diesem Grund beziehen wir den Peer-Group-Vergleich nicht mit in unsere Bewertung ein. Dennoch machen die obigen Auswertungen deutlich, dass die KTG Energie AG hinsichtlich ihrer erwarteten operativen Ertragskennzahlen derzeit am Markt in etwa in gleichen, leicht höheren Größenordnungen wie die Peer-Group bewertet wird. Das KGV ist nur eingeschränkt zum Vergleich geeignet, da durch die verschiedenen Geschäftsmodelle der in der Peer-Group befindlichen Unternehmen unterschiedliche Investitionsgrade und Finanzierungsstrukturen zu Grunde liegen.

Insgesamt ist dennoch zu konstatieren, dass der Biogas-Branche im weiteren Sinne attraktive Bewertungen zugestanden werden, wobei die KTG Energie AG gegenüber den Vergleichsunternehmen moderat bewertet erscheint. Das Ergebnis unserer DCF-Bewertung sehen wir darin bestätigt.

Fazit

Biogas als wichtige Energiequelle der Zukunft - Starke Erhöhung der Anlagenbestände - hohe Umsatz- und Ergebniszuwächse erwartet - Kursziel von 17,00 € - Rating: KAUFEN

Der Ausbau der erneuerbaren Energien schreitet in Deutschland seit Jahren unaufhaltsam voran. Mit dem geplanten Atomausstieg wird sich dieser Ausbau noch einmal entscheidend beschleunigen müssen. Bis zum Jahr 2050 sollen 80 % des Stromverbrauchs in Deutschland aus regenerativen Quellen bezogen werden. Jedoch wird in Deutschland bereits heute ein Anteil von 12,2 % der gesamten Energie durch erneuerbare Energien bereitgestellt. Den wichtigsten Beitrag zum Gesamtenergieverbrauch (Wärme, Strom, Kraftstoff) innerhalb der erneuerbaren Energien leistet dabei die Biomasse, welche mit 8,2 % den mit Abstand größten Anteil beisteuert.

Die KTG Energie AG hat sich in diesem wachstumsstarken Segment in den vergangenen Jahren positioniert und verfügt derzeit über Biogasanlagen mit einer Gesamtleistung von rund 30 MW. Ein wesentlicher Aspekt dabei ist, dass die Inputstoffe für die Biogasanlagen von der Muttergesellschaft KTG Agrar AG bezogen werden. Hierfür sind auf Grund eines fehlenden Marktes für Zweitfrüchte überwiegend feste Annahmepreise vereinbart. Bis zum Ende des Jahres 2012 werden 35 MW an das Energienetz angeschlossen sein. Im Zuge des raschen Ausbaus des Biogasanlagenbestandes in den vergangenen Jahren, konnte das Unternehmen im GJ 2011 seine Umsatzerlöse um 50,5 % steigern.

Gleichzeitig konnte mit einer EBITDA-Steigerung um 43,5 % eine nahezu proportional zum Umsatzanstieg verlaufende Ergebnisentwicklung vollzogen werden. Die EBITDA-Marge verblieb mit 26,0 % auf dem Vorjahresniveau.

In den kommenden beiden Geschäftsjahren plant die KTG Energie AG einen weiteren rasanten Ausbau ihres Anlagenbestandes auf rund 60 MW zum Ende des Jahres 2014. Dies wird auch zu einer deutlichen Erhöhung der Umsatzerlöse führen, was sich schon im GJ 2012 mit einem Anstieg um 46,8 % auf 31,50 Mio. € bemerkbar machen sollte. Gemäß unseren Planungen überschreitet die KTG Energie AG im GJ 2014 die 80 Mio. €-Schwelle.

Auf EBITDA-Ebene werden dabei Skaleneffekte zu sehen sein, welche sich in steigenden EBITDA-Margen auswirken. Nach 26,1 % im GJ 2011 erwarten wir für das GJ 2012 und GJ 2014 26,2 %, respektive 27,5 %.

Das Vorsteuerergebnis wird auf Grund der hohen Investitionstätigkeit von steigenden Abschreibungen geprägt sein. Die Anlagen werden zudem überwiegend fremdfinanziert, was auch die Zinsaufwendungen steigen lässt. Dennoch wird die KTG Energie AG nicht nur auch auf EBIT-Ebene attraktive Margen erzielen können, sondern auch beim Nettoergebnis wesentliche Steigerungen herbeiführen können.

In der Konsequenz plant das Unternehmen bereits für das GJ 2013 mit einer Dividendenausschüttung, welche nach unseren Prognosen bei 0,50 € liegen wird. Dies entspricht auf aktuellem Kursniveau einer Dividendenrendite von 3,6 %.

Die KTG Energie AG betreibt ein stabiles Geschäftsmodell, wobei die Erträge durch das EEG über 20 Jahre hinweg gesichert sind und die Inputstoffe für die Biogasanlagen von der Muttergesellschaft KTG Agrar AG bereitgestellt werden. Angesichts dessen erscheint die Bewertung der Aktie mit einem KGV für 2014 von 11,8 und einem EV/EBITDA von 6,6 nicht zu hoch. Das Aufwärtspotenzial bestätigt sich auch gemäß der DCF-Betrachtung, nach welcher wir ein Kursziel für die Aktien der KTG Energie AG von 17,00 € ermittelt haben. Im Vergleich zum aktuellen Kurs entspricht dies einem Aufwärtspotenzial von knapp 20 %. Entsprechend vergeben wir 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-ag.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. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (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



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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