



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research



**Zahlen zum H1 2008**

**29. August 2008**

**Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.**

**Erwartete Wachstumsbeschleunigung in H2****Zahlen zum H1 2008**

- ⇒ Der Umsatz stieg in H1 2008 auf 8,74 (5,27) Mio. Euro. Umsatztreiber war erwartungsgemäß der Bereich Energieproduktion/Biogas mit Erlösen von 4,15 (1,00) Mio. Euro. Auch die Bereiche Ökologischer (+168,7%) und Konventioneller Marktfruchtanbau (+108,3%) wuchsen stark. Die Gesamtleistung erhöhte sich auf 20,52 (12,58) Mio. Euro.
- ⇒ Das EBIT verbesserte sich auf 2,38 (1,31) Mio. Euro bzw. das Periodenergebnis auf 0,76 (0,20) Mio. Euro. Auffällig war der spürbare Anstieg der sonstigen Aufwendungen. Hier lassen sich aus unserer Sicht Kosten optimieren.
- ⇒ Der operative Cash Flow lag bei -6,83 (-3,04) Mio. Euro. Der negative Wert ist im ersten Halbjahr saisonal typisch. Hier musste KTG Agar die Flächenbestellung vorfinanzieren, wobei die Flächenexpansion in H1 2008 höhere Mittel als in H1 2007 band. Der Verkauf fertiger, bereits 2007 geernteter Marktfrüchte konnte dies nicht ganz gegenfinanzieren.
- ⇒ Die bisher eingebrachte Ernte ist gut ausgefallen. Die Erntemengen lagen über unseren Prognosen, weswegen wir die EpS-Schätzung für 2008e auf 1,11 (alt: 0,89) Euro anheben. Für 2009e erwarten wir ein EpS von 1,34 (alt: 1,29) Euro.
- ⇒ Unser DCF-Modell liefert einen fairen Wert von 21,16 (alt: 23,07) Euro. Der niedrigere Wert liegt in höheren Investitionen in das Working Capital begründet. Die Aktie hat seit ihrem Hoch Mitte Juni an Wert verloren. Wir führen dies auf die gute Getreideernte zurück. Weltweit wird es nach sieben Jahren wahrscheinlich wieder einen leichten Überschuss geben, was die Preise für Agrarprodukte sinken ließ. Aus unserer Sicht bleibt die Angebots-/Nachfragesituation aber angespannt und die Argumentationskette für nachhaltig hohe Agrarproduktpreise intakt. Als integrierter Konzern bietet KTG Agrar als eines der wenigen börsennotierten Unternehmen Investoren die Möglichkeit, an dieser Entwicklung zu partizipieren. Wir bekräftigen bei einem Kursziel von 21,10 (alt: 23,00) Euro unser Kaufen-Votum.

RL	GJ	Ges. Leist.	EBIT	EBT	JÜ	EpS
HGB	2005	13,2	1,5	0,9	0,7	0,15
HGB	2006	17,9	2,5	1,6	1,0	0,23
HGB	2007	31,6	4,0	2,1	-2,4	-0,55
HGB	2008e	40,6	9,7	7,5	4,8	1,11
HGB	2009e	47,2	11,3	9,1	5,8	1,34
CAGR 2005 - 2009e		37,6%	64,5%	78,5%	72,5%	

Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

**KTG Agrar 4) 5)****Votum: Kaufen**alt: -  
vom: -

<b>Kursziel</b> (in Euro) (6 Monate)	<b>21,10</b>
Kurs (Xetra) (in Euro)	15,50
28.08.2008 17:36 Uhr	
Kurspotenzial	36,13%

**Unternehmensdaten**

Land	GE
Branche	Landwirtschaft
Segment	Entry Standard
ISIN	DE000A0DN1J4
Reuters	7KTG.DE
Bloomberg	7KT
Internet	www.ktg-agrar.de

**Aktiendaten**

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	4,300
Freefloat	36,50%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	66,7
∅ Tagesumsatz	5.994
52W Hoch 12.06.2008	20,50 Euro
52W Tief 31.01.2008	9,30 Euro
Beta	1,25
Volatilität (60 Tage)	48,30

**Bewertungsmultiplikatoren**

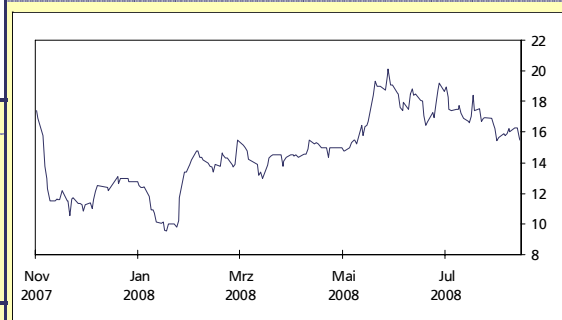
	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2005	-	-	-	-
2006	-	-	-	-
2007	5,1	19,3	neg.	0,0%
2008e	4,0	10,6	14,0	0,0%
2009e	3,3	9,1	11,6	0,0%

**Performance (in %)**

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	12 Monate
absolut	-7,0	-5,2	15,7	-
relativ ggü.:				
DAX	-8,0	3,9	23,6	-

**Index-Gewichtung**

keine Indexmitgliedschaft

**Ersteller: Stefan Röhle (Analyst)**1)2)3)4)5) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

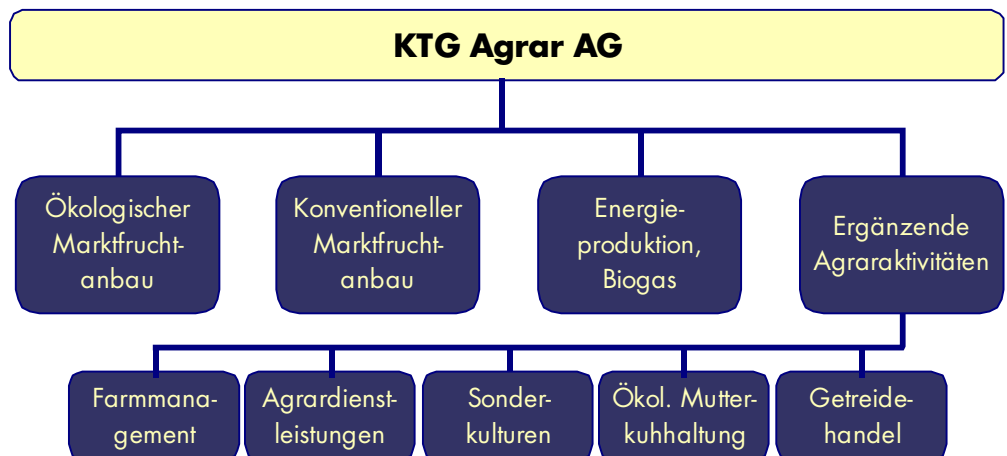
## Unternehmensprofil

Kernkompetenzen: ökologischer und konventioneller Marktfruchtanbau, Energie-/Biogaserzeugung

Mit einer Fläche von 21.500 Hektar zählt KTG Agrar europaweit zu einem der führenden Produzenten von Agrarprodukten. Rund 83% der Fläche sind gepachtet. Der Eigentumsanteil beträgt 17%. Kernkompetenzen sind der ökologische und konventionelle Anbau von Marktfrüchten. Auf rund 45% der Fläche baut KTG Agrar Ökogetreide und Ökomais an. Hier ist die Gesellschaft eigenen Angaben zufolge Europas Nummer eins. Seit 2005 bewirtschaftet das Unternehmen Flächen in Litauen auf ökologischer Basis (aktuell über 4.000 Hektar). Auf den verbleibenden 55% der Fläche werden Marktfrüchte auf konventionelle Weise angebaut. Mit der Strom- und Wärmeproduktion aus derzeit zehn Biogasanlagen (Gesamtleistung: 6,5 Megawatt) hat KTG Agrar eine integrierte Wertschöpfungskette aufgebaut. Circa 10% -15% der gesamten Ackerfläche werden mit Marktfrüchten zur Energiegewinnung bestellt. Anfallende Restsubstrate werden als Düngemittel eingesetzt. KTG Agrar bietet darüber hinaus ergänzende Agraraktivitäten wie Farmmanagement, Getreidehandel oder Sonderkulturen an.

Profiteur von Anstieg der Preise für Agrarrohstoffe

Für die Aktie sprechen die Themen Bevölkerungswachstum, der zunehmende Wohlstand und die sich dadurch ändernden Ernährungsgewohnheiten in aufstrebenden Märkten sowie die vermehrte Produktion von Biokraftstoffen. Diese Trends dürften sich als nachhaltig erweisen, zumal Ackerfläche ein rares Gut ist. In den letzten Monaten sind die Preise für Agrarprodukte spürbar gesunken. Hierbei dürfte neben dem Abbau spekulativer Tendenzen, auch die erwartete sehr gute Weizenernte für 2008/09 eine wichtige Rolle gespielt haben. Dennoch bleibt die Angebots-/Nachfragesituation bei vielen Agrarrohstoffen angespannt.



Quelle: KTG Agrar

SWOT-Analyse	
Stärken und Chancen	Schwächen und Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Einer der größten Produzenten von Marktfrüchten in Europa - vor allem ökologisch</li> <li>- Integriertes Geschäftsmodell</li> <li>- Profiteur von steigenden Preisen für Agrarprodukte</li> <li>- Geografische Flächenverteilung und Betriebsgröße erlauben Nutzung von Skaleneffekten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kräftiger Preisanstieg bei Düngemitteln, Pflanzenschutzmitteln etc.</li> <li>- Steigender Wettbewerb um Ackerflächen</li> <li>- Schwierige Bilanzierung von Geschäftsvorgängen - Prognostizierbarkeit eingeschränkt</li> <li>- Revitalisierung von Flächen, bspw. in Osteuropa</li> </ul>
Quelle: Independent Research	

<sup>1)2)3)4)5)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## H1: Wachstum fortgesetzt - negativer operativer Cash Flow

Wachstumsbereich Energieproduktion/Biogas

### Umsatzsprung in H1 2008

KTG Agrar weitete den Umsatz in H1 2008 erwartungsgemäß stark aus. Er stieg um 65,9% auf 8,74 (5,27) Mio. Euro. Träger des Wachstums war der Bereich Energieproduktion/Biogas mit einem Umsatz von 4,15 (1,00) Mio. Euro. Der deutliche Zuwachs resultiert aus dem Volllastbetrieb der derzeit zehn Biogasanlagen, die im Vorjahreszeitraum noch hochgefahren wurden. Auch die Bereiche Ökologischer Marktfruchtanbau (+168,7%) und Konventioneller Marktfruchtanbau (+108,3%) wuchsen stark. Ein Großteil des Wachstums ist auf den Verkauf von auf Lager befindlichen Marktfrüchten zurückzuführen. Der Bereich Ergänzende Agraraktivitäten trug im Gegensatz zum Vorjahreszeitraum kaum Erlöse bei, da es in H1 2008 zu keinen nennenswerten Veräußerungen von Betrieben kam sowie dem Agrarhandel in diesem Jahr eine geringere Bedeutung zukommen wird.

Sonderertrag erhöht Gesamtleistung

### Hohe Bestandsveränderung und sonstige Erträge

Die Gesamtleistung kletterte um 63,1% auf 20,52 (12,58) Mio. Euro. Auffällig ist die Bestandsveränderung von 5,63 (3,23) Mio. Euro. Hier schlugen sich die saisonal typische Erhöhung der Vorräte an unfertigen Erzeugnissen und der Abbau der Vorräte an fertigen Erzeugnissen nieder (siehe Diskussion zum operativen Cash Flow). Die sonstigen Erträge waren mit 6,15 (4,08) Mio. Euro hoch. Dies lag an einem Ertrag aus Sale & Lease Back Transaktionen von 2,40 Mio. Euro, der über die sonstigen Aufwendungen eliminiert wurde. Die EU-Agrarprämien (2,80 (2,18) Mio. Euro) stiegen mit der Flächenausweitung.

### Margen leicht ausgeweitet

Bei einem Materialaufwand von 7,31 (5,80) Mio. Euro sank die Materialeinsatzquote auf 35,6% (46,1%). Nach unserer Einschätzung spiegelt sich hierin die etwas überhöhte Gesamtleistung, die geringere Gewichtung des Agrarhandels sowie die höhere Bedeutung des

KTG Agrar			
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung H1 2008			
Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : HGB	2007	H1 2007	H1 2008
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>15,31</b>	<b>5,27</b>	<b>8,74</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	82,7%	-	65,9%
Ökologischer Marktfruchtanbau	1,20	0,47	1,26
Konventioneller Marktfruchtanbau	4,75	1,56	3,25
Energieproduktion/Biogas	3,32	1,00	4,15
Ergänzende Agraraktivitäten	6,05	2,24	0,08
Sonstige betriebliche Erträge	9,65	4,08	6,15
<b>Gesamtleistung</b>	<b>31,62</b>	<b>12,58</b>	<b>20,52</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	76,5%	-	63,1%
<b>EBITDA</b>	<b>6,09</b>	<b>2,31</b>	<b>3,69</b>
EBITDA-Marge	19,3%	18,3%	18,0%
<b>EBIT</b>	<b>4,01</b>	<b>1,31</b>	<b>2,38</b>
EBIT-Marge	12,7%	10,4%	11,6%
<b>Periodenergebnis</b>	<b>-2,36</b>	<b>0,20</b>	<b>0,76</b>
Nettomarge	-7,5%	1,6%	3,7%

Quelle: KTG Agrar

<sup>1)2)3)4)5)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

---

*Materialeinsatzquote sinkt - sonstige Aufwendungen steigen deutlich*

---

Bereichs Biogas (hohe Margen) wider. Zudem fließen in die GuV Materialien wie Düngemittel und Pflanzenschutzmittel zu niedrigen Kosten ein, weil sie bereits 2006 oder Anfang 2007 gekauft wurden. Ferner dürfte die zunehmende Menge an Gärsubstraten aus den jetzt auf Vollast fahrenden zehn Biogasanlagen die Aufwendungen für Dünger senken. Kritisch sehen wir die hohen sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 7,37 (2,83) Mio. Euro, die auch bereinigt um die Kosten für die Sale & Lease-Back Transaktionen (-2,40 Mio. Euro) auf 4,97 Mio. Euro stiegen. Als Kostenfaktor erwiesen sich u.a. die Verwaltungs-, Rechts- und Beratungskosten mit 0,90 (0,51) Mio. Euro. Unter dem Strich verblieben ein EBIT von 2,38 (1,31) Mio. Euro bzw. ein Periodenergebnis nach Minderheiten von 0,76 (0,20) Mio. Euro. Die Margen verbesserte KTG Agrar dabei leicht auf 11,6% (10,4%) bzw. 3,7% (1,6%).

### **Deutlich negativer operativer Cash Flow**

---

*Saisonal bedingter Anstieg des Working Capitals*

---

Der operative Cash Flow lag bei -6,83 (-3,04) Mio. Euro. Grund hierfür ist die Ausweitung des Working Capitals auf ca. 25,83 (31.12.07: 14,56) Mio. Euro, die für ein Agrarunternehmen saisonal typisch ist. KTG Agrar musste im ersten Halbjahr die Flächenbestellung liquiditätswirksam vorfinanzieren, wobei die Flächenexpansion auf ca. 19.500 (14.000) Hektar in H1 2008 mehr Mittel als im Vorjahreszeitraum band. Zudem konnten die angepflanzten Früchte in der ersten Jahreshälfte saisonal bedingt nicht geerntet bzw. verkauft werden. Dies schlägt sich zum 30.06.08 in einem Anstieg der Vorräte auf 18,56 (31.12.07: 13,29) Mio. Euro nieder. Die Vorräte an unfertigen Erzeugnissen (der Wert der auf dem Acker befindlichen Feldfruchtbestände) kletterten auf 10,88 (31.12.07: 2,52) Mio. Euro. Der Rückgang bzw. Verkauf der Vorräte an fertigen Erzeugnissen (noch auf Lager liegende Ernte 2007) auf 4,81 (31.12.07: 8,70) Mio. Euro konnte dies nicht kompensieren. Die nicht auf Vorjahresniveau abgebauten Bestände an Fertigerzeugnissen reflektieren den noch auf Lager befindlichen Mais, bei dem die Verkaufsperiode bis Jahresende dauert bzw. der zur Versorgung der Biogasanlagen benötigt wird. Zudem floss Liquidität in die Erhöhung der Forderungen LuL (-0,76 Mio. Euro) und sonstigen Vermögensgegenstände (-1,59 Mio. Euro; u.a. EU-Agrarprämien) sowie den Abbau der Verbindlichkeiten LuL (-0,54 Mio. Euro).

---

*Über 4 Mio. Euro Investitionen in Sachanlagen*

---

KTG Agrar hat in H1 2008 4,52 Mio. Euro in Sachanlagen investiert. Dabei handelt es sich vornehmlich um Landkäufe in Litauen und Anzahlungen für die elfte Biogasanlage. Gemessen am avisierten Budget für 2008e, dass wir auf über 7 Mio. Euro veranschlagen, die Investitionstätigkeit in H1 2008 bereits relativ hoch ausgefallen.

---

*Liquidität sinkt stärker als erwartet*

---

Unter dem Strich ist für ein Agrarunternehmen ein negativer operativer Cash Flow im ersten Halbjahr saisonal üblich. Bei KTG Agrar kommt die starke Flächenexpansion hinzu. Die Gegenfinanzierung erfolgt über den Vertrieb der auf Lager liegenden Produkte. Die Tonnage im Lager und damit der Umsatz ist aber gemessen an der aktuellen Fläche geringer, da sie auf einer kleineren Fläche erzeugt wurde. KTG Agrar richtet den Verkaufszeitpunkt ihrer Produkte stärker als andere Gesellschaften an aktuellen Marktpreisen aus. Dies kann zu einem zeitverzögerten Verkauf, aber höheren Erträgen führen, wenn die Agrarpreise zur Erntesaison sinken (hohes Angebot) und danach steigen. KTG Agrar hat den Vorteil, die Lagerkapazitäten für ein solches Vorgehen zu besitzen. Die Gesellschaft verfügt seit dem IPO 2007 über die Mittel zur Zwischenfinanzierung. Der Rückgang der liquiden Mittel zum 30.06.08 auf 7,55 (31.12.07: 17,23) Mio. Euro lag aber unter unserer Erwartung. Durch den Abverkauf eines Großteils der Ernte 2008 (bereits 70% sind zu festen Preisen verkauft) wird der operative Cash Flow aber zum Jahresende deutlich positiv ausfallen.

## Prognosen

*Bisher gute, durchschnittliche Ernte 2008...*

KTG Agrar hat Unternehmensangaben zufolge bis dato eine durchschnittliche Ernte eingefahren. Bisher wurden 12.500 Hektar abgeerntet. Es wurden 30.000 Tonnen konventionelles und 15.000 Tonnen ökologisches Getreide sowie 6.000 Tonnen konventioneller Raps eingebracht. Ab Mitte September folgt die Ernte bei ökologischem und konventionellem Mais sowie der als Zweitfrucht angepflanzten Hirse.

*...trägt zur Erhöhung unserer Prognosen für 2008e bei*

Wir haben unsere Prognosen für 2008e der guten Ernte angepasst, da wir mit etwas geringeren Erntemengen kalkuliert hatten. Zudem rechnen wir der Vertriebsstrategie von KTG Agrar entsprechend nun für 2008e mit einem Bestandsaufbau (Einlagerung von Marktfrüchten) sowie auf Grund der Erträge aus Sale & Lease Back-Transaktionen in H1 2008 mit höheren sonstigen Erträgen. Wir erwarten für 2008e nunmehr Umsatzerlöse von 25,67 (alt: 27,27) Mio. Euro und eine Gesamtleistung von 40,61 (alt: 36,00) Mio. Euro. Der höhere Ernteertrag wird sich aus unserer Sicht positiv im EBIT niederschlagen, auch wenn der Effekt teilweise durch steigende - für uns optimierungsbedürftige - sonstige betriebliche Aufwendungen abgemildert werden. Wir prognostizieren für 2008e nun ein EBIT von 9,72 (alt: 8,25) Mio. Euro und ein Nettoergebnis nach Minderheiten von 4,75 (alt: 3,81) Mio. Euro.

*Prognosen für 2009e fast unverändert*

Für 2009e lassen wir unsere Prognosen inklusive der erwarteten Ernteerträge nahezu unverändert. Der Anstieg der Gesamtleistung beruht im Wesentlichen auf höheren Erträgen aus Sale & Lease Back-Transaktionen. Diese werden in den sonstigen Aufwendungen eliminiert, so dass das Nettoergebnis mit 5,76 (alt: 5,57) Mio. Euro fast gleich bleibt.

*Operativer Cash Flow und Ergebnis mit gewissen Unsicherheiten behaftet*

Den operativen Cash Flow sehen wir 2008e bei 6,04 (alt: 6,54) Mio. Euro und 2009e bei 6,14 (alt: 6,23) Mio. Euro. Die Veränderung beruht auf der Annahme, dass sich die Vorräte wegen der Flächenexpansion stärker erhöhen werden. Dies zeigt sich 2008e in der Bilanz in höheren Vorräten (13,03 (alt: 11,20) Mio. Euro) und in der GuV in der Bestandserhöhung. Diese Annahme ist mit einer hohen Unsicherheit behaftet. KTG Agrar kann die Höhe der 2008e verkauften bzw. eingelagerten Ernte nicht genau beziffern, da sich der Abverkaufszeitpunkt nach Kundenwünschen und Marktentwicklungen richtet.

<b>KTG Agrar</b>						
<b>Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung</b>						
	<b>Einheit :</b> <b>Geschäftsjahresende :</b> <b>Rechnungslegungsstandard :</b>	in Mio. Euro 31. Dez HGB	<b>2008e</b> alt	<b>2008e</b> neu	<b>2009e</b> alt	<b>2009e</b> neu
<b>Umsatzerlöse</b>			<b>27,27</b>	<b>25,67</b>	<b>32,86</b>	<b>31,20</b>
Veränderung ggü. Vorjahr			78,1%	67,7%	20,5%	21,5%
Bestandsveränderung			-1,20	2,50	1,00	3,00
Sonstige betriebliche Erträge			9,94	12,44	11,47	12,97
<b>Gesamtleistung</b>			<b>36,00</b>	<b>40,61</b>	<b>45,33</b>	<b>47,17</b>
Veränderung ggü. Vorjahr			13,9%	28,4%	25,9%	16,2%
<b>EBITDA</b>			<b>10,67</b>	<b>12,28</b>	<b>13,80</b>	<b>14,13</b>
EBITDA-Marge			29,6%	30,2%	30,4%	29,9%
<b>EBIT</b>			<b>8,25</b>	<b>9,72</b>	<b>11,09</b>	<b>11,34</b>
EBIT-Marge			22,9%	23,9%	24,5%	24,0%
<b>Konzernergebnis</b>			<b>3,81</b>	<b>4,75</b>	<b>5,57</b>	<b>5,76</b>
Nettomarge			10,6%	11,7%	12,3%	12,2%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)			4,300	4,300	4,300	4,300
<b>EpS (in Euro)</b>			<b>0,89</b>	<b>1,11</b>	<b>1,29</b>	<b>1,34</b>

Quelle: Independent Research

1)2)3)4)5) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Bewertung

**Dreistufiges DCF-Modell mit WACC von 8,62% (alt: 8,72%)**

Wir bewerten die Aktie von KTG Agrar mit einem dreistufigen DCF-Modell. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der Gewinn- und Verlustrechnung bis 2009e. Für die Phase II gehen wir von abnehmenden Steigerungsraten bei Umsatz und Gesamtleistung sowie ab 2013e von einer konstanten EBIT-Marge von 25,0% aus. In der dritten Phase nehmen wir ein Wachstum des Free Cash Flows (FCF) von 1,5% an. Zur Ermittlung des WACC haben wir die folgenden Annahmen getroffen: Der risikofreie Zinssatz beträgt 4,5%. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%. Die Prämie auf das Fremdkapital haben wir mit 2,0% angesetzt. Darüber hinaus errechnen wir ein Beta von 1,3. Bei der langfristigen Kapitalstruktur gehen wir von einer Eigenkapitalquote von 40% und einer Fremdkapitalquote von 60% aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich ein Weighted Average Cost of Capital (WACC) von 8,62% (alt: 8,72%).

**Fairer Wert je Aktie: 21,16 (alt: 23,07) Euro**

Wir errechnen wegen der Prognoseerhöhung für 2008e einen gestiegenen Wert des operativen Geschäfts von 127,38 (alt: 124,11) Mio. Euro. Der Marktwert des Eigenkapitals von 91,00 (alt: 99,18) Mio. Euro und der faire Wert je Aktie von 21,16 (alt: 23,07) Euro sind jedoch niedriger, was auf das saisonal bedingt höhere Working Capital und dem deswewegen verminderten Liquiditätsbestand zurückzuführen ist. Auf Basis des fairen Wertes resultiert ein EV/EBITDA 2009e von 9,0, ein EV/EBIT 2009e von 11,2 und ein KGV 2009e von 15,8. Wir halten die Bewertungsrelationen für gerechtfertigt, da KTG Agrar für 2009e ein EpS-Wachstum von 21,1% und ein PEG von 0,75 aufweist.

DCF-Modell KTG Agrar										
in Mio. Euro	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	25,67	31,20	36,82	42,17	46,81	50,32	54,10	58,15	62,52	67,20
Wachstum Umsatz	67,7%	21,5%	18,0%	14,5%	11,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Gesamtleistung	40,61	47,17	54,70	61,52	67,06	70,75	74,63	78,68	82,93	87,37
Wachstum Gesamtleistung	28,4%	16,2%	16,0%	12,5%	9,0%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%
EBIT-Marge (in % der Gesamtleistung)	23,9%	24,0%	24,3%	24,5%	24,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>EBIT</b>	<b>9,72</b>	<b>11,34</b>	<b>13,28</b>	<b>15,08</b>	<b>16,60</b>	<b>17,69</b>	<b>18,66</b>	<b>19,67</b>	<b>20,73</b>	<b>21,84</b>
- Ertragssteuern	-2,72	-3,17	-3,72	-4,22	-4,65	-4,95	-5,22	-5,51	-5,80	-6,12
+ Abschreibungen	2,56	2,79	3,20	3,56	3,83	4,00	4,22	4,45	4,69	4,94
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,64	0,27	0,31	0,35	0,38	0,41	0,43	0,45	0,48	0,50
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Operativer Brutto Cash Flow</b>	<b>10,19</b>	<b>11,22</b>	<b>13,07</b>	<b>14,77</b>	<b>16,17</b>	<b>17,14</b>	<b>18,08</b>	<b>19,06</b>	<b>20,09</b>	<b>21,16</b>
-/+ Investitionen in das Nettovermögen	-2,56	-3,31	-2,86	-2,44	-1,79	-0,95	-2,14	-2,30	-2,47	-2,65
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-7,07	-7,28	-7,36	-7,03	-6,24	-5,03	-5,14	-5,25	-5,36	-5,47
<b>Free Cash Flow</b>	<b>0,56</b>	<b>0,63</b>	<b>2,84</b>	<b>5,30</b>	<b>8,14</b>	<b>11,16</b>	<b>10,80</b>	<b>11,51</b>	<b>12,26</b>	<b>13,03</b>
<b>Barwerte</b>	<b>0,55</b>	<b>0,56</b>	<b>2,33</b>	<b>3,97</b>	<b>5,60</b>	<b>7,04</b>	<b>6,26</b>	<b>6,12</b>	<b>5,98</b>	<b>5,83</b>
Summe Barwerte	44,23									
Terminalwert	83,15									
Wert des operativen Geschäfts	127,38									
+ liquide Mittel	7,55									
- Finanzverschuldung und Minderheiten	-43,93									
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>91,00</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	4,300									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>21,16</b>									

in % vom Gesamtwert : 65%

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell :					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital :	40%	Fremdkapital :	60%	
risikofreie Rendite :	4,50%	Beta :	1,3	Risikoprämie FK :	2,0%
		Risikoprämie :	8,0%	Tax-Shield :	28,0%
		Zins EK :	14,5%	Zins FK :	4,7%
<b>Wachstumsr. FCF :</b>	<b>1,5%</b>	<b>WACC :</b>	<b>8,62%</b>	<b>Datum :</b>	<b>29.08.08</b>

Quelle: Independent Research

1)2)3)4)5) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Um die Sensitivität des Modells abzuschätzen, variieren wir die Inputfaktoren Diskontierungszinssatz und Wachstum des Free Cash Flows in der unendlichen Periode (Phase III).

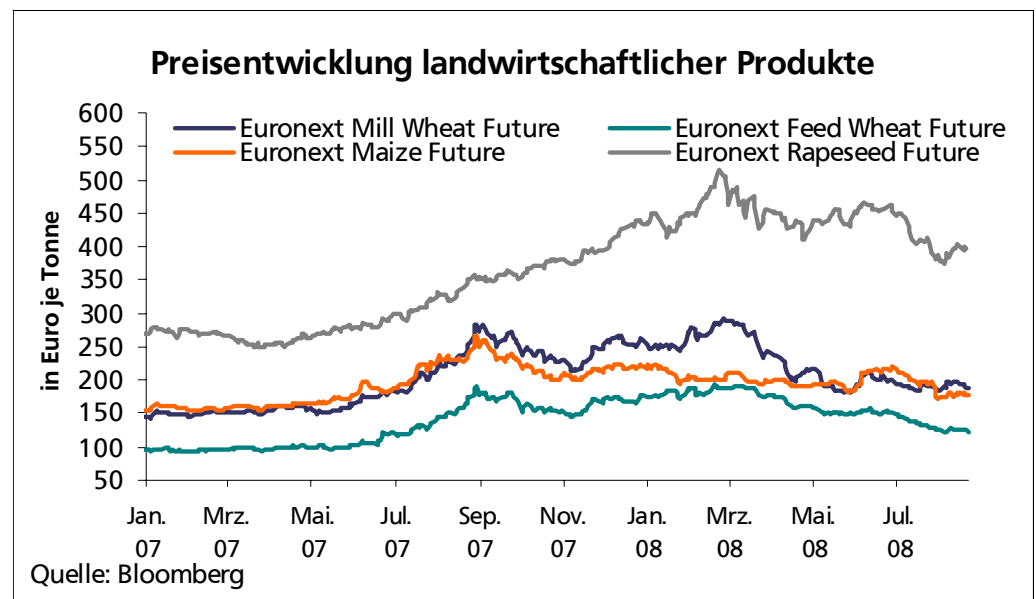
		Diskontierungszinssatz			
		8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
Wachstum	0,5%	20,89	18,61	16,61	14,83
	1,0%	22,31	19,81	17,62	15,69
	1,5%	24,25	<b>21,16</b>	18,76	16,66
	2,0%	25,84	22,73	20,06	17,76

Quelle: Independent Research

Gute Ernte 2007/08 drückt Preise für Agrarprodukte und KTG Agrar-Aktie

Die KTG Agrar-Aktie hat seit ihrem Hoch Mitte Juni 2008 bei knapp über 20 Euro wieder nachgegeben. Neben den volatilen Aktienmärkten führen wir die Entwicklung auf die gute Getreideernte zurück. Für das Erntejahr 2008/09 erwartet der Deutsche Bauernverband, dass die weltweite Produktion von Getreide nach sieben Jahren mit Produktionsdefiziten (Ausnahme: Erntejahr 2004/05) im Erntejahr 2008/09 mit 5 Mio. Tonnen Überschuss wieder leicht über dem Verbrauch liegen wird. Damit scheint sich oberflächlich gesehen die Angebots-/Nachfragesituation entspannt zu haben, was auf die Preise für Weizen (seit 01.01.08: -28%), Mais (-21%) und Raps (-10%) Druck ausübte. Nachdem der Markt die Meldungen zur Weizenernte verdaut hat, haben sich die Agrarproduktpreise in den letzten zwei Wochen allerdings wieder erholt. Hinsichtlich 2008e ist zudem festzuhalten, dass KTG Agrar bereits rund 70% seiner Ernte über Futures zu festen Preisen verkauft hat. Zum anderen ist der Überschuss mit geschätzten 5 Mio. Tonnen nur marginal. Die Gründe für die angespannte Angebots-/Nachfragesituation - Bevölkerungszuwachs, vermehrter Wohlstand in Schwellen- und Entwicklungsländern und die Biokraftstoffproduktion - haben sich nicht geändert. Im Falle einer Missernte in einem wichtigen Produktionsland wird die angespannte Lage wieder offensichtlich werden. Wir haben im Zuge der Meldung zur guten Ernte 2008 und der erreichten Ergebnissteigerung in H1 2008 unsere Prognosen insbesondere für 2008e aber auch leicht für 2009e angehoben und erwarten für das laufende Geschäftsjahr nun ein EpS von 1,11 (alt: 0,89) Euro bzw. für 2009e von 1,34 (alt:

EpS-Prognose für 2008e und 2009e erhöht



<sup>1)2)3)4)5)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

1,29) Euro. Auffällig war der zum 30.06.08 negative operative Cash Flow sowie der spürbare Rückgang der liquiden Mittel. Diese Entwicklung ist für ein Agrarunternehmen saisonal typisch, da im ersten Halbjahr die Bestellung der Ackerfläche vorfinanziert wird, während die Verkäufe der Ernte erst in das zweite Halbjahr fallen. Wir erwarten jedoch zum 31.12.08 einen deutlich positiven operativen Cash Flow. Auf Grund des zum 30.06.08 höheren Working Capitals und des geringeren Bestands an liquiden Mitteln errechnen wir mittels unseres DCF-Modells einen geringeren fairen Wert von 21,16 (alt: 23,07) Euro je Aktie. Für KTG Agrar sprechen das hohe Flächenwachstum, die stillen Reserven auf Grund der Verteuerung des gekauften Landes, das integrierte Geschäftsmodell und die durch die Betriebsgrößen nutzbaren Skalenerträge. Bei einem Kursziel von 21,10 (alt: 23,00) Euro votieren wir unverändert mit Kaufen.

---

*Kursziel: 21,10 (alt: 23,00)  
Euro; Votum: Kaufen*

---

<b>KTG Agrar</b>						
<b>Ausgewählte Kennzahlen</b>						
<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez		<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Rechnungslegungsstandard :</b> HGB						
<b>GuV-Kennzahlen</b>						
Umsatz (in Mio. Euro)		6,01	8,38	15,31	25,67	31,20
Gesamtleistung (in Mio. Euro)		13,16	17,92	31,62	40,61	47,17
EBITDA-Marge		19,1%	20,4%	19,3%	30,2%	29,9%
EBIT-Marge		11,8%	13,9%	12,7%	23,9%	24,0%
Nettomarge		4,9%	5,5%	neg.	11,7%	12,2%
Abschreibungsquote		7,3%	6,4%	6,6%	6,3%	5,9%
Operative Kosten / Gesamtleistung		80,9%	79,6%	80,7%	69,8%	70,1%
Zinsdeckungsgrad		2,39	2,75	2,12	4,48	5,16
<b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite inkl. Investitionszulage (ROE) vor Steuern		9,5%	14,5%	7,2%	21,6%	22,1%
Eigenkapitalrendite inkl. Investitionszulage (ROE) nach Steuern		6,9%	9,0%	neg.	13,6%	13,9%
ROIC		11,2%	6,7%	9,7%	12,2%	12,4%
Gesamtkapitalrentabilität		5,6%	4,5%	neg.	8,1%	8,5%
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote inkl. Investitionszulage		36,9%	22,6%	34,9%	38,3%	41,5%
Anlagenintensität inkl. Tiervermögen		47,3%	60,8%	47,0%	48,5%	48,9%
Anlagendeckung A inkl. Investitionszulage		77,9%	37,2%	74,2%	78,9%	84,9%
Anlagendeckung B inkl. Investitionszulage		117,1%	101,2%	126,0%	126,6%	127,2%
Liquidität 1. Grades		33,7%	20,2%	50,1%	48,2%	39,3%
Liquidität 2. Grades		45,0%	32,2%	59,9%	64,1%	57,5%
Liquidität 3. Grades		118,1%	101,8%	130,1%	133,3%	135,2%
Umschlagsdauer der Vorräte (Tage)		289	340	389	407	405
Umschlagsdauer der Forderungen LuL (Tage)		79	98	80	80	80
Umschlagsdauer der Verbindlichkeiten LuL (Tage)		281	322	243	257	253
Cash Conversion Cycle (Tage)		86	116	226	230	231
Working Capital (in Mio. Euro)		3,48	6,40	14,56	17,12	20,43
Working Capital-Quote		58,0%	76,3%	95,1%	66,7%	65,5%
Innenfinanzierungsgrad		-	-	-	0,85	0,84
Capex / Abschreibungen		425,0%	1233,4%	649,9%	307,1%	289,8%
Capex / Umsatz		68,1%	169,9%	88,4%	30,7%	25,9%
<b>Kennziffern je Aktie (in Euro)</b>						
Ergebnis je Aktie		0,15	0,23	-0,55	1,11	1,34
Operativer Cash Flow je Aktie		-0,10	-0,70	-1,84	1,41	1,43
Free Cash Flow je Aktie		-0,74	-3,96	-4,56	-0,24	-0,27
Dividende je Aktie		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie		0,90	0,88	4,01	3,95	3,44
Buchwert je Aktie inkl. Investitionszulage		2,20	2,55	6,86	8,12	9,62
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV / Umsatz		-	-	5,1	4,0	3,3
EV / EBITDA		-	-	12,7	8,4	7,3
EV / EBIT		-	-	19,3	10,6	9,1
KGV		-	-	neg.	14,0	11,6
KBV inkl. Investitionszulage		-	-	1,8	1,9	1,6
KCV		-	-	neg.	11,0	10,9
KUV		-	-	3,4	2,6	2,1
Dividendenrendite		-	-	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Independent Research; KTG Agrar

1)2)3)4)5) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

<b>KTG Agrar</b>					
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>					
<b>Einheit :</b> in Mio. Euro	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez					
<b>Rechnungslegungsstandard :</b> HGB					
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>6,01</b>	<b>8,38</b>	<b>15,31</b>	<b>25,67</b>	<b>31,20</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	-	39,5%	82,7%	67,7%	21,5%
Ökologischer Marktfruchtanbau	1,19	1,41	1,20	6,74	8,76
Konventioneller Marktfruchtanbau	3,79	5,09	4,75	5,66	7,37
Energieproduktion/Biogas	0,00	0,02	3,32	9,27	11,06
Ergänzende Agraraktivitäten	1,03	1,87	6,05	4,00	4,00
Bestandsveränderung	-0,30	1,47	5,91	2,50	3,00
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,25	0,66	0,75	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	7,21	7,40	9,65	12,44	12,97
in % der Umsatzerlöse	120,1%	88,3%	63,0%	48,4%	41,6%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>13,16</b>	<b>17,92</b>	<b>31,62</b>	<b>40,61</b>	<b>47,17</b>
Materialaufwand	-4,58	-6,46	-12,46	-11,69	-15,18
in % der Gesamtleistung	-34,8%	-36,1%	-39,4%	-28,8%	-32,2%
Personalaufwand	-2,04	-2,61	-3,48	-4,35	-4,96
in % der Gesamtleistung	-15,5%	-14,6%	-11,0%	-10,7%	-10,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4,03	-5,20	-9,58	-12,28	-12,91
in % der Gesamtleistung	-30,6%	-29,0%	-30,3%	-30,3%	-27,4%
<b>EBITDA</b>	<b>2,51</b>	<b>3,65</b>	<b>6,09</b>	<b>12,28</b>	<b>14,13</b>
EBITDA-Marge	19,1%	20,4%	19,3%	30,2%	29,9%
Abschreibungen	-0,96	-1,15	-2,08	-2,56	-2,79
in % der Gesamtleistung	-7,3%	-6,4%	-6,6%	-6,3%	-5,9%
<b>EBIT</b>	<b>1,55</b>	<b>2,49</b>	<b>4,01</b>	<b>9,72</b>	<b>11,34</b>
EBIT-Marge	11,8%	13,9%	12,7%	23,9%	24,0%
Finanzergebnis	-0,65	-0,91	-1,89	-2,17	-2,20
in % der Gesamtleistung	-4,9%	-5,1%	-6,0%	-5,3%	-4,7%
<b>EBT</b>	<b>0,90</b>	<b>1,59</b>	<b>2,12</b>	<b>7,55</b>	<b>9,14</b>
EBT-Marge	6,8%	8,9%	6,7%	18,6%	19,4%
Außerordentliches Ergebnis	0,00	0,00	-3,63	0,00	0,00
in % der Gesamtleistung	0,0%	0,0%	-11,5%	0,0%	0,0%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,04	-0,17	-0,32	-2,11	-2,56
Steuerquote	-4,3%	-10,9%	21,2%	-28,0%	-28,0%
Sonstige Steuern	-0,11	-0,14	-0,14	-0,15	-0,18
Konzernergebnis vor Minderheiten	0,75	1,27	-1,97	5,28	6,40
in % der Gesamtleistung	5,7%	7,1%	-6,2%	13,0%	13,6%
Minderheitenanteile	-0,10	-0,28	-0,40	-0,53	-0,64
<b>Konzernergebnis</b>	<b>0,65</b>	<b>0,99</b>	<b>-2,36</b>	<b>4,75</b>	<b>5,76</b>
Nettomarge	4,9%	5,5%	-7,5%	11,7%	12,2%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück) *	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300
<b>EpS (in Euro) *</b>	<b>0,15</b>	<b>0,23</b>	<b>-0,55</b>	<b>1,11</b>	<b>1,34</b>
DpS (in Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: Independent Research; KTG Agrar

\* EpS 2005, 2006 und 2007 auf Basis der Aktienanzahl am Ende des Jahres 2007 von 4,300 Mio. Stück

1)2)3)4)5) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

<b>KTG Agrar</b>						
<b>Bilanz</b>						
	<b>Einheit :</b> in Mio. Euro	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
	<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez					
	<b>Rechnungslegungsstandard :</b> HGB					
<b>AKTIVA</b>						
<b>Anlagevermögen</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände		2,25	2,88	4,89	4,55	4,23
Sachanlagen		8,58	25,06	33,85	38,65	43,41
Finanzanlagen		1,15	1,38	0,93	0,98	1,03
<b>Summe Anlagevermögen</b>		<b>11,98</b>	<b>29,32</b>	<b>39,67</b>	<b>44,18</b>	<b>48,67</b>
<b>Tiervermögen</b>		<b>0,17</b>	<b>0,12</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>
<b>Umlaufvermögen</b>						
Vorräte		3,62	6,02	13,29	13,03	16,84
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		1,30	2,25	3,36	5,63	6,84
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände		4,57	6,70	10,49	10,95	11,96
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten		3,86	3,77	17,23	16,99	14,80
<b>Summe Umlaufvermögen</b>		<b>13,35</b>	<b>18,74</b>	<b>44,37</b>	<b>46,60</b>	<b>50,43</b>
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten		0,16	0,27	0,37	0,41	0,45
<b>Bilanzsumme</b>		<b>25,66</b>	<b>48,44</b>	<b>84,482</b>	<b>91,26</b>	<b>99,63</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>						
Gezeichnetes Kapital		0,05	0,05	4,30	4,30	4,30
Kapitalrücklage		0,00	0,00	21,45	21,45	21,45
Gewinnrücklagen		0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung		7,77	7,69	4,32	4,32	4,32
Bilanzgewinn		0,88	1,87	-2,29	2,46	8,22
Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter		0,72	0,99	1,27	1,80	2,44
<b>Summe Eigenkapital</b>		<b>9,42</b>	<b>10,60</b>	<b>29,06</b>	<b>34,34</b>	<b>40,74</b>
<b>Sonderposten für Investitionszuschüsse und -zulagen</b>		<b>0,03</b>	<b>0,35</b>	<b>0,44</b>	<b>0,59</b>	<b>0,65</b>
<b>Rückstellungen</b>						
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen		0,25	0,28	0,30	0,40	0,44
Steuerrückstellungen		0,14	0,25	0,48	0,64	0,71
Sonstige Rückstellungen		0,33	0,55	1,10	1,48	1,63
<b>Summe Rückstellungen</b>		<b>0,72</b>	<b>1,07</b>	<b>1,88</b>	<b>2,51</b>	<b>2,78</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>						
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten		10,33	28,76	40,89	41,67	40,63
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen		0,40	0,00	0,00	0,00	0,00
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		3,53	5,70	8,31	8,23	10,54
Sonstige Verbindlichkeiten		1,08	1,74	3,80	3,74	4,08
<b>Summe Verbindlichkeiten</b>		<b>15,34</b>	<b>36,21</b>	<b>53,00</b>	<b>53,64</b>	<b>55,26</b>
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten		0,15	0,21	0,11	0,18	0,20
<b>Bilanzsumme</b>		<b>25,66</b>	<b>48,44</b>	<b>84,482</b>	<b>91,26</b>	<b>99,63</b>

Quelle: Independent Research; KTG Agrar

<b>KTG Agrar</b>					
<b>Kapitalflussrechnung</b>					
<b>Einheit :</b> in Mio. Euro	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez					
<b>Rechnungslegungsstandard :</b> HGB					
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>					
Konzernjahresüberschuss	0,75	1,27	1,67	4,75	5,76
Abschreibungen	0,98	1,15	2,08	2,56	2,79
Zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,34	-0,02	-0,88	0,53	0,64
Gewinne/Verluste aus Abgang von Gegenständen des AV	-0,27	-0,39	-0,26	0,00	0,00
Veränderung der Rückstellungen	-0,04	0,33	0,80	0,64	0,27
Veränderung der übrigen Aktiva	-1,70	-4,68	-15,20	-2,52	-6,05
Veränderung der übrigen Passiva	0,17	-0,68	3,90	0,08	2,73
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,45</b>	<b>-3,01</b>	<b>-7,89</b>	<b>6,04</b>	<b>6,14</b>
<b>Cash Flow aus der Investitionstätigkeit</b>					
Einzahlung aus Abgängen von Gegenständen des AV	1,45	0,69	4,42	0,75	0,75
Einzahlung aus Abgängen von Gegenständen des Finanz-AV	0,02	0,00	0,75	0,05	0,05
Auszahlung für Investitionen in das immaterielle AV	0,00	-0,10	-0,05	-0,08	-0,08
Auszahlung für Investitionen in das SAV und Tiervermögen	-4,03	-13,80	-13,40	-7,70	-7,90
Auszahlung für Investitionen in das Finanzanlagevermögen	-0,06	-0,34	-0,09	-0,10	-0,10
Auszahlung für den Erwerb von konsolidierten Unternehmen	-0,12	-0,47	-3,33	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,74</b>	<b>-14,02</b>	<b>-11,70</b>	<b>-7,07</b>	<b>-7,28</b>
<b>Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit</b>					
Einzahlung aus Kapitalerhöhung	0,00	0,00	23,90	0,00	0,00
Auszahlungen aus außerordentlichen Posten	0,00	0,00	-3,63	0,00	0,00
Aufnahme/Tilgung von Krediten	4,30	16,85	12,99	0,78	-1,04
Auszahlung an Gesellschafter für Altschulden	0,00	0,00	-0,31	0,00	0,00
Dividendenzahlung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>4,30</b>	<b>16,85</b>	<b>32,95</b>	<b>0,78</b>	<b>-1,04</b>
<b>Zahlungswirksame Veränderung</b>	<b>1,11</b>	<b>-0,18</b>	<b>13,36</b>	<b>-0,25</b>	<b>-2,18</b>
Konsolidierungsbedingte Änderung des Finanzmittelfonds	0,00	0,10	0,11	0,00	0,00
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	2,75	3,86	3,77	17,23	16,99
<b>Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>	<b>3,86</b>	<b>3,77</b>	<b>17,23</b>	<b>16,99</b>	<b>14,80</b>

Quelle: Independent Research; KTG Agrar

## Disclaimer

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

### Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

### Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

#### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten (Unternehmensquellen: Geschäfts- und Quartalsberichte, aktuelle Unternehmenspräsentationen sowie Managementgespräche).

<sup>1)2)3)4)5)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

### Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatortechnik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

### Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

### Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

#### Aktienanalysen:

**Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.**

**Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.**

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 29.08.2008**

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. **Ausnahme hiervon ist das Unternehmen KTG Agrar AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.**

Zwischen der Independent Research GmbH bzw. einem mit ihr verbundenen Unternehmen und der **KTG Agrar AG**

- 5) bestand in den letzten 24 Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit einer Beratertätigkeit, für die die Independent Research GmbH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen Leistungen oder Leistungsversprechen erhielten.

**DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.**

**Stand: 29.08.2008**

**Independent Research GmbH  
Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt



Independent Research

Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0  
Telefax: +49 (69) 971490-90  
E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)  
Internet: [www.irffm.de](http://www.irffm.de)