

# Agrarchemie

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## KTG Agrar<sup>3)6)</sup>

Jahr *	Umsatz Mio. EUR	HGB-Ergebnis je Aktie ** EUR	Cashflow je Aktie EUR	KGV **	KCF	Dividende je Aktie EUR
2008	32,0	0,96	1,31	12,8	9,4	0,00
2009e	40,3	1,10	1,57	12,8	9,0	0,20
2010e	45,4	1,16	1,82	12,2	7,7	0,23
2011e	52,6	1,49	2,16	9,5	6,5	0,25

\* Geschäftsjahresende per 31.12. \*\* vor Goodwill-Abschreibungen

### KTG Agrar weiter auf Wachstumskurs

- Das Geschäftsmodell von KTG Agrar AG basiert auf den Geschäftsfeldern ökologischer und konventioneller Landbau, der Biogaserzeugung und landwirtschaftsnaher Dienstleistungen
- Die Umsätze konnte in 1H'09 um 26,7% auf Euro 11,1 Mio (DZe: Euro 11,2 Mio) gesteigert, der Konzernüberschuss um 72,0% auf Euro 1,8 Mio (DZe: Euro 1,7 Mio) verbessert werden.
- Der Materialaufwand ging gegenüber dem Vorjahr je ha um 24,6% zurück. Dies dürfte überwiegend auf die rückläufigen Treibstoff- und Düngemittelpreise zurückzuführen sein und sollte sich im laufenden Jahr weiterhin positiv auswirken.
- Im ersten Halbjahr 2009 konnte die Anbaufläche um 7.736 ha von 21.500 ha in 1H'08 auf 29.236 ha (+36%) ausgedehnt werden. Dabei ist der Anteil der Fläche, der in Deutschland bewirtschaftet wird, mit 80,9% konstant geblieben bei leicht gestiegener Eigentumsquote.
- KTG Agrar AG hat auf Grund der positiven Ertragsentwicklung bereits auf der Hauptversammlung am 29. Juni 2009 eine Dividende für das laufende Jahr angekündigt, aber bisher noch keine konkreten Zahlen genannt. Wir gehen von einer Ausschüttungsquote von 20% aus.
- Auf Grund der am 18. Juni 2009 durchgeführten Kapitalerhöhung wurden 430.000 neue Aktien ausgegeben und ein Bruttoerlös von ca. Euro 5,5 Mio erzielt

Das ausbalancierte Geschäftsmodell der KTG Agrar AG mit den drei Segmenten konventionelle und ökologische Landwirtschaft sowie Biogasproduktion sollte auch zukünftig ein profitables Geschäft ermöglichen. Auf Grund der höheren Aktienanzahl haben wir die EPS-Reihe angepasst: EPS'09e: Euro 1,10 (1,14), EPS'10e: Euro 1,16 (1,21), EPS'11e: 1,49 (1,57). Bei der DCF-Bewertung haben wir einen rechnerischen Wert von 20,5 Euro (WACC: 7,46%, Wachstumsrate ewige Rente: 0%) ermittelt. Der Peer-Group-Vergleich ergab bei der Kennzahl KGV '10e eine Unterbewertung von 41,1%. Auf Grund des hohen Umsatz- und Ergebniswachstums messen wir der DCF-Bewertung die größte Bedeutung bei und leiten damit einen fairen Wert von Euro 20,50 (zuvor Euro 21,50) ab. Die Aktie ist für risikoaverse Anleger geeignet und stellt ein langfristiges Investment dar.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 1.9.2009		KGV		EV / EBITDA		EBITDA-Rend. 09e	Anl.-urteil
			09e	10e	09e	10e		
<b>KTG Agrar</b>	<b>14,09</b>	<b>EUR</b>	<b>12,8</b>	<b>12,2</b>	<b>10,6</b>	<b>9,3</b>	<b>25,7%</b>	<b>↑</b>
Black Earth Farming Ltd.	23,60	SEK	–	16,8	50,8	7,9	7,3%	–
Astarta Holding N.V.	26,35	PLN	15,8	20,7	–	–	21,6%	–
FirstFarms As	60,00	DKK	187,5	142,9	–	–	–	–
Cresud SA	4,35	ARS	126,6	–	22,8	11,7	19,2%	–
<b>Median bez. auf alle Vergleichswerte</b>			<b>33,7</b>	<b>20,7</b>	<b>19,1</b>	<b>8,8</b>	<b>12,3%</b>	<b>–</b>

↑ = Kaufen, → = Halten, ↓ = Verkaufen, ● = nicht bewertet, n.a. = nicht aussagefähig

Quelle: DZ BANK, I/B/E/S, FactSet

### Aktien

Flash  
2.9.2009

#### Kaufen (zuvor Kaufen)

#### Schlusskurs am 1.9.2009

(in EUR): 14,09

Fair Value: 20,50

Risikoklasse: 5

#### Finanzkennzahlen 2009e:

Buchwert je Aktie (in EUR): 9,36

EK-Quote (in %): 37,1

Nettorendite (in %): 12,1

ROE nach Steuern (in %): 11,5

Dividendenrendite (in %): 1,4

Freier Cashflow (in Mio. EUR): -19,2

Net Debt (in Mio. EUR): 54,9

#### Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 5,2

#### Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 72,70

Free Float (in %): 45,0

WKN: AODN1J

ISIN: DE000AODN1J4

Datastream: D:7KTX

Reuters: 7KTG.DE

Bloomberg: 7KTGY

#### Nächster Newsflow:

Geschäftsbericht 2009: vorauss. Mai 2010



Ersteller: Dr. Heinz Müller, Analyst

## Geschäftsentwicklung 1H'09 und Ausblick

### Erstes Halbjahr 2009

Die KTG Agrar AG konnte im ersten Halbjahr 2009 ihren Wachstumskurs fortsetzen und alle Schlüsselzahlen verbessern. Bei den Umsätzen konnte ein Anstieg von 26,7% auf Euro 11,1 Mio (DZe: Euro 11,2 Mio) erreicht werden. Das operative Ergebnis (EBIT) entwickelte sich überproportional und kletterte um 57,6% auf Euro 3,8 Mio. Der Konzernüberschuss konnte sogar um 72,0% auf Euro 1,8 Mio (DZe: Euro 1,7 Mio) gesteigert werden.

### Umsatz und Periodenüberschuss deutlich verbessert

### Umsatzentwicklung erstes Halbjahr 2009 vs. 2008 - TEuro

Geschäftsbereich	DZe 1H'09	+/- % vs.VJ	Abweichung	Ist 1H'09	+/- % vs.VJ
Agrar-konventionell	4.081	26,6%	Verkauf von Teilen der Ernte 2008	4.237	30,4%
Agrar-ökologisch	1.718	36,5%	Mehr Umstellungsflächen	1.453	15,4%
Biogas	4.450	7,2 %	Inbetriebnahme weiterer Anlagen	4.703	13,3%
Erg.Agraraktivitäten	920		Reduktion agrarnaher Dienstleistungen	681	730,5%
Summe	11.171	27,8%		11.074	26,7%

Quelle: KTG Agrar AG, DZ Bank-Schätzungen

Zu der erfolgreichen Entwicklung trugen alle Geschäftsbereich bei. Das Ergebnis des ersten Halbjahres 2009 hat wiederum gezeigt, wie wichtig der Bereich Biogas inzwischen geworden ist. Mit dem Verkauf von Strom und Wärme erzielt KTG einen kontinuierlichen Cash-flow, der für die Aufrechterhaltung der Liquidität wichtig ist und den saisonalen Verlauf des Marktfruchtanbaus ausgleicht. Dadurch ist KTG zeitlich nicht unter Druck und kann evtl. Phasen mit niedrigeren Preisen überbrücken.

### Biogasbereich zunehmend wichtiger

Von KTG wurden auch im ersten Halbjahr 2009 umfangreiche Investitionen in Landmaschinen vorgenommen. Um mengenabhängige Preisvorteile nutzen zu können, haben Unternehmen der KTG-Gruppe diese Maschinen gekauft und an Finanzierungsgesellschaften weiterveräußert. Das Gesamtvolumen, mit dem nur eine sehr geringe Marge erzielt wurde, belief sich auf ca. 3,6 Mio Euro.

### Ergänzende Aktivitäten mit geringer EBIT-Marge

KTG Agrar definiert die Gesamtleistung an Hand des HGB-Schemas als Summe von Umsatzerlösen, Bestandserhöhungen, aktivierten Eigenleistungen und sonstigen betrieblichen Erträgen. Abweichend von dieser Definition werden die sonstigen betrieblichen Erträge von uns nicht in der Gesamtleistung ausgewiesen, da in diesem Posten unterschiedlichste Positionen zusammengefasst werden, die nicht in direktem Zusammenhang mit der betrieblichen Tätigkeit stehen. So wurden z.B. für ca. Euro 3,6 Mio (ca. 45% der sonstigen betrieblichen Erträge 1H'09) Maschinen gehandelt. Wir beziehen jedoch den Betrag „Zulagen und Zuschüsse“, da hier die Prämienzahlungen ausgewiesen werden, in die Berechnung der Gesamtleistung ein, da diese Position als Teil des landwirtschaftlichen Einkommens angesehen wird, so dass die von uns ausgewiesene Gesamtleistung unter der von KTG ausgewiesenen Gesamtleistung liegt. Ferner gliedern wir die sonstigen Steuern (1H'09: TEuro 91,0) in die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um, da es sich bei dieser Position nicht um Steuern vom Einkommen und Ertrag handelt, so dass das von uns ausgewiesene EBIT ebenfalls niedriger als das von KTG Agrar ausgewiesene EBIT ausfällt.

### Abweichende Definition für Gesamtleistung und EBIT

Umsatz- und Ertragsentwicklung im ersten Halbjahr 2009

1H'08	DZ 1H'09e	1H'09	vs.VJ	vs.DZe	T€	1H'08	DZ1H'09e	1H'09	vs.VJ	vs.DZe	2009e
<b>Offizielle Berichterstattung</b>						<b>DZ- Umgliederung</b>					
8.741,0	11.170,6	11.074,0	26,7%	-0,9%	Umsätze	8.741,0	11.170,6	11.074,0	26,7%	-0,9%	33.100,0
5.630,4	6.441,7	6.848,4	21,6%	6,3%	Bestandsveränderungen	5.630,4	6.441,7	6.848,4	21,6%	6,3%	7.100,0
0,0	0,0	437,0			and.aktivierte Eigenleistgn	0,0	0,0	437,0			300,0
6.153,4	8.097,9	7.910,4	28,6%	-2,3%	sonst.betriebliche Erträge	2.792,3	3.455,9	3.688,0	32,1%	6,7%	7.200,0
<b>20.524,8</b>	<b>25.710,2</b>	<b>26.269,9</b>	<b>28,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>Gesamtleistung</b>	<b>17.163,7</b>	<b>21.068,2</b>	<b>22.047,5</b>	<b>28,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>47.700,0</b>
-7.306,0	-7.517,0	-7.491,8	2,5%	-0,3%	Materialaufwand	-7.306,0	-7.517,0	-7.491,8	2,5%	-0,3%	-20.034,0
-2.165,1	-3.031,7	-3.044,5	40,6%	0,4%	Personalaufwand	-2.165,1	-3.031,7	-3.044,5	40,6%	0,4%	-5.247,0
-1.303,8	-1.480,5	-1.202,9	-7,7%	-18,8%	Abschreibungen	-1.303,8	-1.480,5	-1.202,9	-7,7%	-18,8%	-2.962,9
-7.366,2	-10.176,4	-10.774,2	46,3%	5,9%	sonst.b.Aufw./-Ertr/Steuern	-4.122,9	-5.666,2	-6.642,8	61,1%	17,2%	-10.160,1
-969,4	-1.080,4	-1.218,7	25,7%	12,8%	Finanzergebnis	-969,4	-1.080,4	-1.218,7	25,7%	12,8%	-2.382,8
<b>1.414,4</b>	<b>2.424,0</b>	<b>2.537,8</b>	<b>79,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>Erg.d.gewönl.Gesch.-T.</b>	<b>1.296,6</b>	<b>2.292,2</b>	<b>2.446,8</b>	<b>88,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6.913,2</b>
0,0	-240,0	-191,1		-20,4%	ao Ergebnis	0,0	-240,0	-191,1		-20,4%	0,0
-224,7	-332,2	-411,8	83,3%	24,0%	Ertragssteuern	-224,7	-332,2	-411,8	83,3%	24,0%	-1.423,4
-117,8	-131,8	-91,0	-22,8%	-31,0%	sonstige Steuern	0,0	0,0	0,0			0,0
<b>1.071,9</b>	<b>1.720,1</b>	<b>1.843,8</b>	<b>72,0%</b>	<b>7,2%</b>	<b>Konzernergebnis v.Min.</b>	<b>1.071,9</b>	<b>1.720,1</b>	<b>1.843,8</b>	<b>72,0%</b>	<b>7,2%</b>	<b>5.489,8</b>
-307,5	-659,8	-783,7	154,9%	18,8%	Minderheiten	-307,5	-659,8	-783,7	154,9%	18,8%	-400,0
<b>764,4</b>	<b>1.060,3</b>	<b>1.060,1</b>	<b>38,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>Konzernergebnis n.Min.</b>	<b>764,4</b>	<b>1.060,3</b>	<b>1.060,1</b>	<b>38,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>5.089,8</b>
4,3	5,16	5,16	20,0%	0,0%	Anzahl Aktien (Mio)	4,3	5,16	5,16	20,0%	0,0%	5,16
<b>0,18</b>	<b>0,21</b>	<b>0,21</b>	15,6%	0,0%	<b>Ergebnis je Aktie - €</b>	<b>0,18</b>	<b>0,21</b>	<b>0,21</b>	15,6%	0,0%	<b>0,99</b>
<b>2.383,8</b>	<b>3.504,5</b>	<b>3.756,5</b>	57,6%	7,2%	<b>EBIT</b>	<b>2.266,0</b>	<b>3.372,7</b>	<b>3.665,5</b>	61,8%	8,7%	<b>9.296,0</b>
<b>11,6%</b>	<b>13,6%</b>	<b>14,3%</b>			<b>EBIT-Marge (vs. GL) %</b>	<b>13,2%</b>	<b>16,0%</b>	<b>16,6%</b>			<b>19,5%</b>
<b>sonst.betriebl.Erträge</b>											
2.792,3	3.455,9	3.688,0	32,1%	6,7%	Zulagen und Zuschüsse	2.792,3	3.455,9	3.688,0	32,1%	6,7%	7.200,0
3.361,1	4.642,0	4.222,4	25,6%	-9,0%	sonstige Erträge	3.361,1	4.642,0	4.222,4	25,6%	-9,0%	13.356,0
<b>6.153,4</b>	<b>8.097,9</b>	<b>7.910,4</b>	28,6%	-2,3%		<b>6.153,4</b>	<b>8.097,9</b>	<b>7.910,4</b>	28,6%	-2,3%	<b>20.556,0</b>
<b>sonst.betr.Aufwendgn</b>											
1.332,4	2.007,8	1.831,0	37,4%	-8,8%	Mieten, Pachten	1.332,4	2.007,8	1.831,0	37,4%	-8,8%	3.373,9
6.033,8	8.168,7	8.943,2	48,2%	9,5%	sonstige Aufwendungen	6.033,8	8.168,7	8.943,2	48,2%	9,5%	19.942,2
<b>7.366,2</b>	<b>10.176,4</b>	<b>10.774,2</b>	46,3%	5,9%		<b>7.366,2</b>	<b>10.176,4</b>	<b>10.774,2</b>	46,3%	5,9%	<b>23.316,1</b>
<b>Umsätze</b>											
3.249,0	4.081,4	4.237,0	30,4%	3,8%	Konv. Ldw.	3.249,0	4.081,4	4.237,0	30,4%	3,8%	10.000,0
1.259,0	1.718,3	1.453,0	15,4%	-15,4%	Ökol.Ldw.	1.259,0	1.718,3	1.453,0	15,4%	-15,4%	6.000,0
82,0	920,9	681,0	730,5%	-26,0%	Erg.Agraraktivitäten	82,0	920,9	681,0	730,5%	-26,0%	6.100,0
4.151,0	4.450,0	4.703,0	13,3%	5,7%	Biogas	4.151,0	4.450,0	4.703,0	13,3%	5,7%	11.000,0
<b>8.741,0</b>	<b>11.170,6</b>	<b>11.074,0</b>	26,7%	-0,9%		<b>8.741,0</b>	<b>11.170,6</b>	<b>11.074,0</b>	26,7%	-0,9%	<b>33.100,0</b>
<b>Flächen - ha</b>											
3.700	4.750	5.181	40,0%	9,1%	Eigentum	3.700	4.750	5.181	40,0%	9,1%	5.000
17.800	24.150	24.055	35,1%	-0,4%	Pacht - ha	17.800	24.150	24.055	35,1%	-0,4%	25.000
<b>21.500</b>	<b>28.900</b>	<b>29.236</b>	36,0%	1,2%		<b>21.500</b>	<b>28.900</b>	<b>29.236</b>	36,0%	1,2%	<b>30.000</b>
75	83	76	1,7%	-8,4%	-> Pacht/ha - €	75	83	76	1,7%	-8,4%	135
407	387	379	-6,8%	-2,0%	-> Umsatz/ha - €	407	387	379	-6,8%	-2,0%	1.103
340	260	256	-24,6%	-1,5%	-> Materialaufw./ha - €	340	260	256	-24,6%	-1,5%	668

Quelle: KTG Agrar AG, DZ Bank-Schätzungen

Durch die unterschiedliche Zuordnung der verschiedenen Aufwands- und Ertragspositionen sind somit nur die Umsätze und das Konzernergebnis direkt mit der offiziellen Berichterstattung vergleichbar. Ferner sind dadurch sämtliche Aufwandsquoten deutlich höher als in der offiziellen Berichterstattung, so ist z.B. die Materialaufwandsquote mit 34% deutlich höher als offiziell mit 28,5% ausgewiesen, lag jedoch unter den von uns geschätzten 35,7%. Der Umsatz mit Euro 11,1 Mio entsprach unseren Schätzungen mit Euro 11,2 Mio. Die Zulagen und Zuschüsse stiegen um 32,1%, ebenso die Pachtaufwendungen um 37,4% und damit analog zum Flächenwachstum von ca. 36%. Bemerkenswert ist, dass die Materialaufwendungen mit ca. Euro 7,5 Mio nur um 2,5% gegenüber Vorjahr (DZe: +2,9%) gestiegen sind, trotz eines Flächenwachstums von 36%. Der Materialaufwand ging somit je ha um 24,6% zurück bei einem annähernd stabil gebliebenen Umsatz von Euro 379 je ha. Dies dürfte überwiegend auf die rückläufigen Treibstoff- und Düngemittelpreise zurückzuführen sein und sollte sich im laufenden Jahr weiterhin positiv auswirken. Das Konzernergebnis lag mit Euro 1,84 Mio 7,2% über unseren Schätzungen mit Euro 1,72 Mio was überwiegend auf die höheren Bestandsveränderungen sowie Zulagen und Zuschüsse zurückzuführen sein dürfte. Die (adjustierte) EBIT-Marge lag mit 16,6% ebenfalls über unseren Annahmen mit 16%, für das laufende Jahr gehen wir weiterhin von 19,5% aus.

### **unterschiedliche Zuordnung der verschiedenen Aufwands- und Ertragspositionen**

Im ersten Halbjahr 2009 konnten nicht nur die finanziellen Kennzahlen bedeutend verbessert werden, auch bei den Anbauflächen wurden erhebliche Zuwächse erreicht. So konnte im ersten Halbjahr 2009 die Anbaufläche um 7.736 ha von 21.500 ha in 1H'08 auf 29.236 ha (+36%) ausgedehnt werden. Dabei ist der Anteil der Fläche, der in Deutschland bewirtschaftet wird, mit 80,9% konstant geblieben, wobei die Eigentumsquote in beiden Ländern leicht angehoben wurde, in Deutschland von 6,9% in 1H'08 auf 7,3% in 1H'09, in Litauen von 61% auf 61,9%. Die aktuelle Anbaufläche von ca. 29.236 ha weist somit erneut eine beachtliche Steigerung auf. Schließlich ist der Umfang der Anbaufläche die Basis für das weitere Wachstum und von daher von eminenter Bedeutung für das Unternehmen. Für das Gesamtjahr gehen wir unverändert von 30.000 ha aus.

### **Bedeutende Steigerung bei den Anbauflächen erreicht**

KTG Agrar AG hat auf Grund der positiven Ertragsentwicklung bereits auf der Hauptversammlung eine Dividende für das laufende Jahr angekündigt, aber bisher noch keine konkreten Zahlen genannt. Wir gehen von einer Ausschüttungsquote von 20% aus und haben dies in unserem Modell entsprechend berücksichtigt.

### **Dividendenausschüttung angekündigt**

Auf Grund der am 18. Juni 2009 durchgeführten Kapitalerhöhung wurden 430.000 neue Aktien ausgegeben. Wir haben daher die Anzahl Aktien von 4,73 auf 5,15 Mio erhöht und das Ergebnis je Aktie entsprechend angepasst. Der aus der Kapitalerhöhung erzielte Bruttoerlös von ca. Euro 5,5 Mio wird für weiteres Wachstum der Ackerfläche und in der Biogasproduktion eingesetzt werden.

### **Kapitalerhöhung erhöht Anzahl Aktien um 430.000**

### **Ausblick**

Wir gehen davon aus, dass KTG Agrar AG ihren bisherigen Wachstumskurs fortsetzen wird und insbesondere im Flächenerwerb die gegenwärtig noch günstigen Flächenpreise für den weiteren Erwerb von Eigentumsflächen, insbesondere in Ost-Europa, nutzen wird. Auch im Biogasbereich gehen wir davon aus, dass die expansive Strategie beibehalten wird. Die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells dürfte weiter unter Beweis gestellt werden. Gerade in Rezessionen hat die Landwirtschaft einen eindeutigen Vorteil auf Grund der kontinuierlichen Nachfrage nach Lebensmitteln, so besteht auch in wirtschaftlich schlechteren Zeiten eine relativ stabile Nachfrage. Global gesehen ist alleine auf Grund der jährlich steigenden

### **Weiteres Wachstum in Vordergrund**

<sup>1)2)3)4)5)6)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Weltbevölkerung von ca. 80 Mio Menschen, des zunehmenden Fleischkonsums in den Schwellenländern mit einem ungeheuren Aufholbedarf gegenüber den entwickelten Ländern und des auch politisch gewollten steigenden Anteils an erneuerbaren Energien weiterhin mit einem steigenden Bedarf an landwirtschaftlichen Rohstoffen und Ernteprodukten zu rechnen.

Die Preise für landwirtschaftliche Produkte, wie z.B. Weizen, notieren derzeit unter den Höchstständen von 2008 und haben wieder die alten Preisniveaus erreicht. Ebenso sind die Vorleistungspreise für Diesel und Düngemittel, insbesondere Stickstoffdüngemittel, ebenfalls erheblich gesunken. So hat sich KTG bereits den gesamten Treibstoffbedarf für 2009 gesichert und erwartet hier für das Gesamtjahr eine Kostenreduzierung von etwa 1 Mio Euro. Die Preise für Stickstoffdünger sind ca. 48% unter Vorjahresniveau. Darüber hinaus profitiert die Gesellschaft von der integrierten Biogasproduktion, indem die Gärsubstrate als Düngemittel im Marktfruchtanbau eingesetzt werden können. Der Bereich Agrar dürfte auch in den Folgejahren mit einem Umsatzanteil von rund 50% das Standbein der KTG Agrar AG bleiben. Bedingt durch den permanenten Strukturwandel in der Landwirtschaft dürfte KTG Agrar ihre Position durch zusätzlichen Flächenerwerb weiter ausbauen können.

Für die gesamte KTG Agrar AG-Gruppe sind wir relativ optimistisch. Auch im Jahr 2009 dürfte KTG Agrar die Gesamtleistung und das EBIT steigern. Ferner dürfte die Flächenexpansion als Basis für weiteres Wachstum ebenfalls vorangetrieben werden. Wir denken an den bisherigen Standorten in den neuen Bundesländern und in Litauen, um den Skaleneffekt der großflächigen Bewirtschaftung weiter ausbauen zu können. Es könnten jedoch auch andere Regionen in Ost-Europa zunehmend in den Fokus der Gesellschaft rücken. Ziel ist es, mit mehr als 30.000 ha in die Saison 2010 zu gehen. Auch der Biogasbereich soll weiter ausgebaut werden. Zwei weitere Standorte befinden sich in der Projektentwicklung. Damit dürften die Weichen für ein erfolgreiches 2010 gestellt sein. Wir rechnen mit einem Wachstum der Gesamtleistung bis zum Jahr 2014e von 11,7% p.a., wobei wir von der ökologischen Landwirtschaft mit einem jährlichen Umsatzwachstum von ca. 22% die höchsten Steigerungsraten erwarten.

Das ausbalancierte Geschäftsmodell der KTG Agrar AG mit den drei Segmenten konventionelle und ökologische Landwirtschaft sowie Biogasproduktion sollte insbesondere durch die herausgehobene Marktstellung auch zukünftig ein profitables Geschäft ermöglichen. Der zu erwartende weitere Rückgang bei der Anzahl der landwirtschaftlichen Betriebe dürfte die zukünftige Aufstockung der Betriebsfläche weiter ermöglichen. Auf Grund der höheren Aktienanzahl und der geplanten Dividendenausschüttung haben wir die EPS-Reihe angepasst: EPS'09e: Euro 1,10 (1,14), EPS'10e: Euro 1,16 (1,21), EPS'11e: 1,49 (1,57). Bei der DCF-Bewertung haben wir - ebenfalls unter Berücksichtigung der höheren Aktienanzahl - einen rechnerischen Wert von 20,5 Euro bei einem WACC von 7,46% und einer Wachstumsrate für die ewige Rente von 0% ermittelt. Der Peer-Group-Vergleich ergab bei der Kennzahl KGV '10e eine Unterbewertung von 41,1% bzw. einen fairen Wert von Euro 23,9. Auf Grund des hohen Umsatz- und Ergebniswachstums messen wir der DCF-Bewertung die größte Bedeutung bei und leiten damit einen fairen Wert von Euro 20,50 (zuvor Euro 21,50) bzw. ein Kurspotenzial von 45% ab. Das solide Geschäftsmodell sowie die herausgehobene Marktstellung sind positiv zu werten. Die Aktie ist für risikoaverse Anleger geeignet und stellt ein langfristiges Investment dar.

**Erzeuger- und Betriebsmittel-  
preise wieder auf alten Niveaus**

**Weiteres Wachstum durch  
Flächenzuwachs und Biogas**

**Geschäftsmodell der KTG Agrar  
AG sollte weiterhin profitables  
Geschäft gewährleisten**

**Anlageurteil : weiterhin Kaufen  
Kursziel : 20,5 Euro (zuvor 21,50)**

## Umsatz- und Ergebnisentwicklung KTG Agrar AG (TEuro)

Bereiche \ Jahr	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	CAGR 2008-'14e
-konventionelle Ldw.	7.596,0	10.000,0	12.000,0	13.000,0	14.000,0	15.000,0	16.000,0	13,2%
Veränd.z.Vorjahr	60,0%	31,6%	20,0%	8,3%	7,7%	7,1%	6,7%	
-oekologische Ldw.	3.302,0	6.000,0	7.000,0	8.000,0	9.000,0	10.000,0	11.000,0	22,2%
Veränd.z.Vorjahr	175,6%	81,7%	16,7%	14,3%	12,5%	11,1%	10,0%	
-Biogas	9.136,0	11.000,0	12.000,0	16.000,0	18.000,0	18.000,0	18.000,0	12,0%
Veränd.z.Vorjahr	175,3%	20,4%	9,1%	33,3%	12,5%	0,0%	0,0%	
-ergänzende Agraraktivitäten	6.384,0	6.100,0	6.183,0	6.583,0	7.000,0	7.400,0	7.800,0	3,4%
Veränd.z.Vorjahr	5,6%	-4,4%	1,4%	6,5%	6,3%	5,7%	5,4%	
<b>KTG UmsatzerlöseKonzern</b>	<b>26.418,0</b>	<b>33.100,0</b>	<b>37.183,0</b>	<b>43.583,0</b>	<b>48.000,0</b>	<b>50.400,0</b>	<b>52.800,0</b>	12,2%
Veränd.z.Vorjahr	72,6%	25,3%	12,3%	17,2%	10,1%	5,0%	4,8%	
<b>Zulagen/Zuschüsse</b>	<b>5.594,0</b>	<b>7.200,0</b>	<b>8.200,0</b>	<b>9.000,0</b>	<b>10.000,0</b>	<b>10.800,0</b>	<b>11.600,0</b>	12,9%
Veränd.z.Vorjahr	18,2%	28,7%	13,9%	9,8%	11,1%	8,0%	7,4%	
<b>Bestandsveränderungen</b>	<b>5.711,2</b>	<b>7.100,0</b>	<b>7.900,0</b>	<b>8.100,0</b>	<b>8.500,0</b>	<b>9.000,0</b>	<b>9.500,0</b>	8,9%
Veränd.z.Vorjahr	-3,3%	24,3%	11,3%	2,5%	4,9%	5,9%	5,6%	
<b>Eigenleistungen</b>	<b>474,4</b>	<b>300,0</b>	<b>350,0</b>	<b>380,0</b>	<b>400,0</b>	<b>450,0</b>	<b>480,0</b>	0,2%
Veränd.z.Vorjahr	-36,5%	-36,8%	16,7%	8,6%	5,3%	12,5%	6,7%	
<b>KTG Gesamtleistung</b>	<b>38.197,6</b>	<b>47.700,0</b>	<b>53.633,0</b>	<b>61.063,0</b>	<b>66.900,0</b>	<b>70.650,0</b>	<b>74.380,0</b>	11,7%
Veränd.z.Vorjahr	43,1%	24,9%	12,4%	13,9%	9,6%	5,6%	5,3%	
<b>EBITDA</b>	9.865,9	12.258,9	14.105,5	16.212,2	18.397,5	19.994,0	21.421,4	13,8%
Veränd.z.Vorjahr	65,7%	24,3%	15,1%	14,9%	13,5%	8,7%	7,1%	
EBITDA - Marge	25,8%	25,7%	26,3%	26,5%	27,5%	28,3%	28,8%	
<b>EBIT</b>	7.359,5	9.296,0	10.361,1	12.464,9	14.646,6	16.238,8	17.661,4	15,7%
Veränd.z.Vorjahr	90,1%	26,3%	11,5%	20,3%	17,5%	10,9%	8,8%	
EBIT - Marge	19,3%	19,5%	19,3%	20,4%	21,9%	23,0%	23,7%	
<b>EGT</b>	5.144,5	7.024,1	7.548,0	9.706,7	12.161,4	14.124,1	15.984,1	20,8%
Veränd.z.Vorjahr	159,2%	36,5%	7,5%	28,6%	25,3%	16,1%	13,2%	
EGT - Marge	13,5%	14,7%	14,1%	15,9%	18,2%	20,0%	21,5%	
<b>JÜ n.Dr.(adj.)</b>	4.172,9	5.371,6	5.669,0	7.404,7	9.378,5	10.956,6	12.452,1	20,0%
Veränd.z.Vorjahr	228,8%	28,7%	5,5%	30,6%	26,7%	16,8%	13,6%	
JÜ - Marge	10,9%	11,3%	10,6%	12,1%	14,0%	15,5%	16,7%	

Quelle: KTG Agrar AG, DZ Bank-Berechnungen/-Schätzungen

## Gewinn- und Verlustrechnung

Tsd. Euro	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>32.011,6</b>	<b>40.300,0</b>	<b>45.383,0</b>	<b>52.583,0</b>	<b>58.000,0</b>	<b>61.200,0</b>
Bestandsveränd./Eigenleistungen	6.185,6	7.400,0	8.250,0	8.480,0	8.900,0	9.450,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>38.197,2</b>	<b>47.700,0</b>	<b>53.633,0</b>	<b>61.063,0</b>	<b>66.900,0</b>	<b>70.650,0</b>
% ggü. Vorjahr	43%	25%	12%	14%	10%	6%
Materialkosten	-15.067,9	-20.034,0	-22.901,3	-26.684,5	-29.235,3	-30.874,1
Personalkosten	-5.001,6	-5.247,0	-5.363,3	-5.495,7	-5.619,6	-5.793,3
Sonstige betr. Aufw./Ertr.	-8.261,8	-10.160,1	-11.262,9	-12.670,6	-13.647,6	-13.988,7
<b>EBITDA</b>	<b>9.865,9</b>	<b>12.258,9</b>	<b>14.105,5</b>	<b>16.212,2</b>	<b>18.397,5</b>	<b>19.994,0</b>
Abschreibungen/Amortisation	-2.506,5	-2.962,9	-3.744,4	-3.747,3	-3.750,9	-3.755,1
Goodwill-Abschreibungen	-355,7	-325,6	-298,2	-273,1	-250,1	-229,1
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>7.359,5</b>	<b>9.296,0</b>	<b>10.361,1</b>	<b>12.464,9</b>	<b>14.646,6</b>	<b>16.238,8</b>
% ggü. Vorjahr	90%	26%	11%	20%	18%	11%
Zinssaldo	-2.215,4	-2.271,9	-2.813,0	-2.758,2	-2.485,2	-2.114,7
Sonstiges Finanzergebnis	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Erg. der gewöhnl. Geschäftstätigkeit</b>	<b>5.144,5</b>	<b>7.024,1</b>	<b>7.548,0</b>	<b>9.706,7</b>	<b>12.161,4</b>	<b>14.124,1</b>
% ggü. Vorjahr	159%	37%	7%	29%	25%	16%
Außerordentliches Ergebnis	-232,6	-191,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>4.911,9</b>	<b>6.833,0</b>	<b>7.548,0</b>	<b>9.706,7</b>	<b>12.161,4</b>	<b>14.124,1</b>
% ggü. Vorjahr		39%	10%	29%	25%	16%
Ertragsteuern	-590,1	-1.252,5	-1.479,0	-1.902,0	-2.382,9	-2.767,5
Steuerquote	12%	18%	20%	20%	20%	20%
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>4.321,8</b>	<b>5.580,5</b>	<b>6.069,0</b>	<b>7.804,7</b>	<b>9.778,5</b>	<b>11.356,6</b>
% ggü. Vorjahr		29%	9%	29%	25%	16%
Gewinn-/Verlustanteile Dritter	-381,4	-400,0	-400,0	-400,0	-400,0	-400,0
<b>Ergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>3.940,4</b>	<b>5.180,5</b>	<b>5.669,0</b>	<b>7.404,7</b>	<b>9.378,5</b>	<b>10.956,6</b>
Berein. Ergebnis nach Anteilen Dritter	4.172,9	5.371,6	5.669,0	7.404,7	9.378,5	10.956,6
Dschn. Anzahl Aktien, voll verwäss. (Mio. Stck.)	4,730	5,160	5,160	5,160	5,160	5,160
<b>Ergebnis je Aktie, voll verwässert</b>	<b>0,88</b>	<b>1,04</b>	<b>1,10</b>	<b>1,44</b>	<b>1,82</b>	<b>2,12</b>
<b>Ergebnis je Aktie vor Goodwill-Abschr.</b>	<b>0,96</b>	<b>1,10</b>	<b>1,16</b>	<b>1,49</b>	<b>1,87</b>	<b>2,17</b>

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: KTG Agrar und DZ BANK Schätzung

## Kennzahlen

Euro	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
<b>GuV-Kennzahlen</b>						
Gesamtleistung (in Tsd.)	38.197,2	47.700,0	53.633,0	61.063,0	66.900,0	70.650,0
EBITDA-Rendite	25,8%	25,7%	26,3%	26,6%	27,5%	28,3%
EBIT-Rendite	19,3%	19,5%	19,3%	20,4%	21,9%	23,0%
Nettorendite	11,9%	12,1%	11,3%	12,8%	14,6%	16,1%
Investitionsquote	35,6%	52,6%	15,1%	6,7%	6,1%	5,8%
F&E-Quote						
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl.	21,6%	21,3%	21,0%	20,8%	20,4%	19,8%
Finanzergebnis / Gesamtl.	-5,8%	-4,8%	-5,2%	-4,5%	-3,7%	-3,0%
Zinsdeckungskoeffizient	3,3	4,1	3,7	4,5	5,9	7,7
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	13,1%	9,3%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.	19,2%	18,3%				
<b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	11,6%	11,5%	11,0%	12,6%	13,9%	14,1%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	9,0%	8,7%	9,2%	10,8%	12,5%	13,7%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)	244,07	265,00	357,55	407,09	446,00	471,00
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)	47,03	51,64	69,07	83,10	97,64	108,26
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	36,4%	37,1%	37,7%	40,1%	44,0%	49,2%
Anlagendeckungsgrad	183,1%	153,0%	156,0%	159,0%	161,6%	164,0%
Liquidität (Quick Ratio)	186,1%	115,9%	116,3%	104,5%	98,2%	96,9%
Forderungen / Gesamtl.	12,5%	15,2%	15,2%	15,5%	15,6%	15,6%
Investitionen / Abschreibungen	632,7%	951,7%	235,0%	118,0%	116,5%	115,7%
Working Capital-Quote	43,3%	40,6%	40,6%	39,2%	38,6%	39,0%
<b>Kennziffern je Aktie</b>						
Ergebnis je Aktie nach Goodwill-Abschr.	0,88	1,04	1,10	1,44	1,82	2,12
Ergebnis je Aktie vor Goodwill-Abschr.	0,96	1,10	1,16	1,49	1,87	2,17
Cash Earnings je Aktie, verwässert	1,31	1,57	1,82	2,16	2,54	2,85
Dividende je StA	0,00	0,20	0,23	0,25	0,28	0,31
Cash je Aktie, verwässert	2,43	1,30	1,76	1,83	1,86	1,91
Net Debt je Aktie, verwässert	8,69	10,63	10,95	10,10	8,82	7,21
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Enterprise Value / Umsatz	2,6	2,7	2,5	2,1	1,8	1,6
Enterprise Value / EBITDA	10,2	10,6	9,3	7,9	6,6	5,7
Enterprise Value / EBIT	13,7	13,9	12,7	10,2	8,3	7,0
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	0,13	0,21	0,26	0,22	0,20	0,17
PEG-Ratio StA	0,29	0,66	0,67			

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: KTG Agrar und DZ BANK Schätzung

**Bilanz**

HGB - in Tsd. Euro	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	5.148,0	4.906,7	4.691,8	4.500,8	4.312,0	4.143,4
davon Goodwill	3.796,2	3.475,5	3.182,3	2.914,3	2.669,2	2.445,1
Sachanlagen	42.776,9	65.160,3	69.735,8	70.284,4	70.807,3	71.305,8
Finanzanlagen	1.003,2	1.003,2	1.003,2	1.003,2	1.003,2	1.003,2
Sonstiges Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	48.928,1	71.070,2	75.430,8	75.788,4	76.122,6	76.452,4
% ggü. Vorjahr	23%	45%	6%	0%	0%	0%
Vorräte	23.773,2	32.240,0	36.306,4	42.066,4	46.400,0	48.960,0
Forderungen aus L/L	4.778,2	7.254,0	8.168,9	9.464,9	10.440,0	11.016,0
Liquide Mittel/Wertp. d. Umlaufverm.	11.500,8	6.714,9	9.061,1	9.455,3	9.586,8	9.856,2
Sonstiges Umlaufvermögen	18.946,5	18.182,1	17.982,1	17.682,1	17.482,1	17.182,1
Umlaufvermögen	58.998,6	64.391,1	71.518,6	78.668,8	83.908,9	87.014,3
% ggü. Vorjahr	32%	9%	11%	10%	7%	4%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>107.987,0</b>	<b>135.521,5</b>	<b>147.009,6</b>	<b>154.517,5</b>	<b>160.091,8</b>	<b>163.527,0</b>
% ggü. Vorjahr	28%	25%	8%	5%	4%	2%
<b>PASSIVA</b>						
Gezeichnetes Kapital	4.730,0	5.160,0	5.160,0	5.160,0	5.160,0	5.160,0
Rücklagen	27.475,0	34.154,4	38.302,9	42.785,1	48.884,4	56.826,8
Sonstiges Eigenkapital	5.458,9	8.988,3	9.476,9	11.212,6	13.186,3	14.764,4
Eigenkapital	37.663,9	48.302,7	52.939,8	59.157,7	67.230,7	76.751,2
% ggü. Vorjahr	34%	28%	10%	12%	14%	14%
Eigenkapitalanteile Dritter	1.627,1	2.027,1	2.427,1	2.827,1	3.227,1	3.627,1
% ggü. Vorjahr	28%	25%	20%	16%	14%	12%
Pensionsrückstellungen	319,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Sonstige Rückstellungen	1.765,6	1.558,3	1.327,9	1.263,3	1.300,6	1.369,3
Verzinsliche Verbindlichkeiten	53.037,6	62.037,6	66.037,6	62.037,6	55.537,6	47.537,6
Verbindlichkeiten aus L/L	12.004,2	20.150,0	22.691,5	27.606,1	31.030,0	32.436,0
Sonstiges Fremdkapital	1.569,6	1.145,8	1.285,8	1.325,8	1.465,8	1.505,8
Fremdkapital	68.696,0	85.191,6	91.642,7	92.532,7	89.634,0	83.148,7
% ggü. Vorjahr	24%	24%	8%	1%	-3%	-7%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>107.987,0</b>	<b>135.521,5</b>	<b>147.009,6</b>	<b>154.517,5</b>	<b>160.091,8</b>	<b>163.527,0</b>
% ggü. Vorjahr	28%	25%	8%	5%	4%	2%
Geschäftsjahresende per 31.12.						

Quelle: KTG Agrar und DZ BANK Schätzung

## Das Unternehmen in Zahlen

Tsd. Euro	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>						
Gesamtleistung	38.197,2	47.700,0	53.633,0	61.063,0	66.900,0	70.650,0
Materialkosten	-15.067,9	-20.034,0	-22.901,3	-26.684,5	-29.235,3	-30.874,1
Personalkosten	-5.001,6	-5.247,0	-5.363,3	-5.495,7	-5.619,6	-5.793,3
Sonstige betr. Aufw./Ertr.	-8.261,8	-10.160,1	-11.262,9	-12.670,6	-13.647,6	-13.988,7
EBITDA	9.865,9	12.258,9	14.105,5	16.212,2	18.397,5	19.994,0
Abschreibungen	-2.150,8	-2.637,3	-3.446,2	-3.474,3	-3.500,8	-3.526,0
Goodwill-Abschreibungen	-355,7	-325,6	-298,2	-273,1	-250,1	-229,1
Betriebsergebnis (EBIT)	7.359,5	9.296,0	10.361,1	12.464,9	14.646,6	16.238,8
Finanzergebnis	-2.215,0	-2.271,9	-2.813,0	-2.758,2	-2.485,2	-2.114,7
Außerordentliches Ergebnis	-232,6	-191,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	4.911,9	6.833,0	7.548,0	9.706,7	12.161,4	14.124,1
Ertragsteuern	-590,1	-1.252,5	-1.479,0	-1.902,0	-2.382,9	-2.767,5
Ergebnis nach Steuern	4.321,8	5.580,5	6.069,0	7.804,7	9.778,5	11.356,6
<b>Bilanz</b>						
Liquide Mittel/Wertp. d. Umlaufverm.	11.500,8	6.714,9	9.061,1	9.455,3	9.586,8	9.856,2
Sonstiges Umlaufvermögen	47.497,8	57.676,1	62.457,5	69.213,5	74.322,1	77.158,1
Anlagevermögen	48.928,1	71.070,2	75.430,8	75.788,4	76.122,6	76.452,4
Verzinsliche Verbindlichkeiten	53.037,6	62.037,6	66.037,6	62.037,6	55.537,6	47.537,6
Nicht-verzinsliche Verbindlichkeiten	15.658,4	23.154,1	25.605,2	30.495,1	34.096,4	35.611,1
Eigenkapital incl. Anteile Dritter	39.291,0	50.329,9	55.366,9	61.984,8	70.457,8	80.378,3
Bilanzsumme	107.987,0	135.521,5	147.009,6	154.517,5	160.091,8	163.527,0
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4.321,8	5.580,5	6.069,0	7.804,7	9.778,5	11.356,6
Abschreibungen im Anlagevermögen	2.506,5	2.962,9	3.744,4	3.747,3	3.750,9	3.755,1
Veränderung Working Capital	-8.215,5	-2.796,8	-2.439,8	-2.141,4	-1.884,7	-1.730,0
Sonstiges	-8.188,1	111,6	109,6	275,4	377,4	408,7
CF aus laufender Geschäftstätigkeit	-9.575,3	5.858,1	7.483,2	9.686,0	12.022,0	13.790,4
CF aus der Investitionstätigkeit	-11.751,2	-25.105,0	-8.105,0	-4.105,0	-4.085,0	-4.085,0
Freier Cashflow	-21.326,4	-19.246,9	-621,8	5.581,0	7.937,0	9.705,4
CF aus der Finanzierungstätigkeit	9.705,2	14.461,0	2.968,0	-5.186,8	-7.805,5	-9.436,0
Veränd. liqu. Mittel / Wp. Umlaufverm.	-5.732,8	-4.785,9	2.346,2	394,2	131,5	269,4

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: KTG Agrar und DZ BANK Schätzung

## Discounted Cashflow-Bewertung

## Kapitalkosten

Gewichtete Kapitalkosten (WACC) 7,46%

Tsd. Euro	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>EBIT</b>	<b>9.296,0</b>	<b>10.361,1</b>	<b>12.464,9</b>	<b>14.646,6</b>	<b>16.238,8</b>	<b>17.661,4</b>	<b>17.848,3</b>
Zinsaufwand Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Außerordentliches Ergebnis	-191,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Adjustiertes EBIT</b>	<b>9.104,9</b>	<b>10.361,1</b>	<b>12.464,9</b>	<b>14.646,6</b>	<b>16.238,8</b>	<b>17.661,4</b>	<b>17.848,3</b>
Angepasste Ertragsteuern des Unternehmens	-1.669,0	-2.030,2	-2.442,4	-2.869,9	-3.181,9	-3.460,6	-3.367,6
<b>Net Operating Profit After Tax (NOPAT)</b>	<b>7.435,9</b>	<b>8.330,9</b>	<b>10.022,5</b>	<b>11.776,7</b>	<b>13.056,9</b>	<b>14.200,7</b>	<b>14.480,7</b>
Abschreibungen SAV/Immat. Vermögensgegenst.	2.962,9	3.744,4	3.747,3	3.750,9	3.755,1	3.760,1	3.573,2
Invest./Desinvest. SAV/Immat. Vermögensgegenst.	-25.105,0	-8.105,0	-4.105,0	-4.085,0	-4.085,0	-4.085,0	-4.080,0
Veränd. Rückstellungen/Sonderposten	-44,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränd. Working Capital	-2.796,8	-2.439,8	-2.141,4	-1.884,7	-1.730,0	-1.440,0	0,0
Veränd. Sonstiges Umlaufvermögen	340,5	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	0,0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-17.207,1</b>	<b>1.870,5</b>	<b>7.863,4</b>	<b>9.897,9</b>	<b>11.337,1</b>	<b>12.775,8</b>	<b>13.973,8</b>
Barwerte der Freien Cashflows zum Bewertungsstichtag	-17104,2	1730,1	6768,4	7927,9	8450,1	8861,1	129868,9
<b>Summe der Barwerte der Freien Cashflows</b>	<b>146502,4</b>						
Wert des nicht-betriebsnotw. Vermögens	244,4						
Liquide Mittel/Wertpapiere/Verzinsl. Finanzanlagen	12259,6						
<b>Unternehmenswert</b>	<b>159006,4</b>						
Finanzschulden/Pensionsrückstellungen	-53356,6						
<b>Wert des Eigenkapitals (incl. Anteile Dritter)</b>	<b>105649,8</b>						
Wert der Anteile Dritter	0,0						
<b>Wert des Eigenkapitals (ohne Anteile Dritter)</b>	<b>105649,8</b>						
<b>Wert des EK je Aktie, verwässert (EUR)</b>	<b>20,5</b>						
Geschäftsjahresende per 31.12.							

Quelle: KTG Agrar und DZ BANK Schätzung

**Kapitalflussrechnung**

Tsd. Euro	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4.321,8	5.580,5	6.069,0	7.804,7	9.778,5	11.356,6
Abschreibungen im Anlagevermögen	2.506,5	2.962,9	3.744,4	3.747,3	3.750,9	3.755,1
Zunahme Rückstellungen	-151,8	-228,9	-230,4	-64,6	37,4	68,7
Sonstige Posten	0,0					
Veränderung Working Capital	-8.215,5	-2.796,8	-2.439,8	-2.141,4	-1.884,7	-1.730,0
Veränderung übriges Umlaufvermögen	-8.036,3	340,5	340,0	340,0	340,0	340,0
<b>CF aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>-9.575,3</b>	<b>5.858,1</b>	<b>7.483,2</b>	<b>9.686,0</b>	<b>12.022,0</b>	<b>13.790,4</b>
Erlöse Abgang Anlagevermögen	0,0					
Investit. in Sachanlagen und imm. Vggst.	-11.679,3	-25.105,0	-8.105,0	-4.105,0	-4.085,0	-4.085,0
Investitionen in Finanzanlagen	-71,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>CF aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-11.751,2</b>	<b>-25.105,0</b>	<b>-8.105,0</b>	<b>-4.105,0</b>	<b>-4.085,0</b>	<b>-4.085,0</b>
Mittelzu-/abfluss aus EK-Maßnahmen	0,0	5.461,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung für Vorjahr	0,0	0,0	-1.032,0	-1.186,8	-1.305,5	-1.436,0
Mittelzu-/abfluss aus FK-Maßnahmen	9.705,2	9.000,0	4.000,0	-4.000,0	-6.500,0	-8.000,0
<b>CF aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>9.705,2</b>	<b>14.461,0</b>	<b>2.968,0</b>	<b>-5.186,8</b>	<b>-7.805,5</b>	<b>-9.436,0</b>
Sonstige Veränd. liquider Mittel	5.833,5					
Veränd. Bestand liquider Mittel	-5.787,8	-4.785,9	2.346,2	394,2	131,5	269,4
Geschäftsjahresende per 31.12.						

Quelle: KTG Agrar und DZ BANK Schätzung

## Übersicht

	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
<b>GuV (Tsd. EUR)</b>						
Gesamtleistung	38.197,2	47.700,0	53.633,0	61.063,0	66.900,0	70.650,0
Materialkosten	-15.067,9	-20.034,0	-22.901,3	-26.684,5	-29.235,3	-30.874,1
Personalkosten	-5.001,6	-5.247,0	-5.363,3	-5.495,7	-5.619,6	-5.793,3
Sonstige betr. Aufw./Ertr.	-8.261,8	-10.160,1	-11.262,9	-12.670,6	-13.647,6	-13.988,7
EBITDA	9.865,9	12.258,9	14.105,5	16.212,2	18.397,5	19.994,0
EBITA	7.715,2	9.621,6	10.659,3	12.738,0	14.896,7	16.467,9
Betriebsergebnis (EBIT)	7.359,5	9.296,0	10.361,1	12.464,9	14.646,6	16.238,8
Finanzergebnis	-2.215,0	-2.271,9	-2.813,0	-2.758,2	-2.485,2	-2.114,7
Außerordentliches Ergebnis	-232,6	-191,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragsteuern	-590,1	-1.252,5	-1.479,0	-1.902,0	-2.382,9	-2.767,5
Ergebnis nach Steuern	4.321,8	5.580,5	6.069,0	7.804,7	9.778,5	11.356,6
<b>GuV-Kennzahlen</b>						
EBITDA-Rendite	25,8%	25,7%	26,3%	26,6%	27,5%	28,3%
EBIT-Rendite	19,3%	19,5%	19,3%	20,4%	21,9%	23,0%
Nettorendite	11,9%	12,1%	11,3%	12,8%	14,6%	16,1%
Investitionsquote	35,6%	52,6%	15,1%	6,7%	6,1%	5,8%
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	13,1%	9,3%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.	19,2%	18,3%				
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	36,4%	37,1%	37,7%	40,1%	44,0%	49,2%
Anlagendeckungsgrad	183,1%	153,0%	156,0%	159,0%	161,6%	164,0%
Liquidität (Quick Ratio)	186,1%	115,9%	116,3%	104,5%	98,2%	96,9%
Forderungen / Gesamtl.	12,5%	15,2%	15,2%	15,5%	15,6%	15,6%
Investitionen / Abschreibungen	632,7%	951,7%	235,0%	118,0%	116,5%	115,7%
Working Capital-Quote	43,3%	40,6%	40,6%	39,2%	38,6%	39,0%
<b>Kapitalflussrechnung (Tsd. EUR)</b>						
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4.321,8	5.580,5	6.069,0	7.804,7	9.778,5	11.356,6
Abschreibungen im Anlagevermögen	2.506,5	2.962,9	3.744,4	3.747,3	3.750,9	3.755,1
Veränderung Working Capital	-8.215,5	-2.796,8	-2.439,8	-2.141,4	-1.884,7	-1.730,0
Sonstiges	-8.188,1	111,6	109,6	275,4	377,4	408,7
CF aus laufender Geschäftstätigkeit	-9.575,3	5.858,1	7.483,2	9.686,0	12.022,0	13.790,4
CF aus der Investitionstätigkeit	-11.751,2	-25.105,0	-8.105,0	-4.105,0	-4.085,0	-4.085,0
Freier Cashflow	-21.326,4	-19.246,9	-621,8	5.581,0	7.937,0	9.705,4
CF aus der Finanzierungstätigkeit	9.705,2	14.461,0	2.968,0	-5.186,8	-7.805,5	-9.436,0
Veränd. liqu. Mittel / Wp. Umlaufverm.	-5.732,8	-4.785,9	2.346,2	394,2	131,5	269,4
<b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	11,6%	11,5%	11,0%	12,6%	13,9%	14,1%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	9,0%	8,7%	9,2%	10,8%	12,5%	13,7%
<b>Kennziffern je Aktie (EUR)</b>						
Ergebnis je Aktie nach Goodwill-Abschr.	0,88	1,04	1,10	1,44	1,82	2,12
Ergebnis je Aktie vor Goodwill-Abschr.	0,96	1,10	1,16	1,49	1,87	2,17
Cash Earnings je Aktie, verwässert	1,31	1,57	1,82	2,16	2,54	2,85
Net Debt je Aktie, verwässert	8,69	10,63	10,95	10,10	8,82	7,21
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Enterprise Value / Umsatz	2,6	2,7	2,5	2,1	1,8	1,6
Enterprise Value / EBITDA	10,2	10,6	9,3	7,9	6,6	5,7
Enterprise Value / EBIT	13,7	13,9	12,7	10,2	8,3	7,0
PEG-Ratio StA	0,29	0,66	0,67			

Quelle: KTG Agrar und DZ BANK Schätzung

**Research-Team Chemie/Agro**

Dr. Heinz Müller	Agro-/Konsum-/Chemie	+49 – (0)69 – 74 47 – 79 47	heinz.mueller@dzbank.de
Peter Spengler, CIIA	Chemie	+49 – (0)69 – 74 47 – 3694	peter.spengler@dzbank.de

**Sales Institutionelle**

UK, USA, Italien, Schweiz, Österreich, Skandinavien, Iberia	Axel Schiele	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 96 92	axel.schiele@dzbank.de
Frankreich, Benelux, Sales Trading	Bert Vleeschouwer	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 97 07	bert.vleeschouwer@dzbank.de
Deutschland, Derivatives Sales	Alexander von Gilsa	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 90	alexander.von.gilsa@dzbank.de

**Equity Sales**

Deutschland	Sven Rißmüller	+49 – (0)69 – 74 47 – 67 10	svet.rissmueller@dzbank.de
Luxemburg	Heiko Klebing	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 95	heiko.klebing@dzbank.de
Frankreich, Belgien, Niederlande	Bert Vleeschouwer	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 97 07	bert.vleeschouwer@dzbank.de
Schweiz	Petra Bukan	+49 – (0)69 – 74 47 – 4992	petra.bukan@dzbank.de
Österreich	Thomas Reichelt	+49 – (0)69 – 74 47 – 6709	thomas.reichelt@dzbank.de
Italien	Alessandro Santacroce	+39 – 02 - 0062 - 1762	alessandro.santacroce@dzbank.de
Iberia	Axel Schiele	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 96 92	axel.schiele@dzbank.de
Skandinavien	Guido Rohlfing	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 97 10	guido.rohlfing@dzbank.de
Irland	Richard Hawken	+44 – 20 – 7776 - 6078	richard.hawken@dzbank.de
USA	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	lars.wohlers@dzbank.de
UK	Matthew Bryce-Smith	+44 - 20 - 7776 - 6075	matthew.bryce-smith@dzbank.de

**Sales Trading**

Sales Trading	Sacha Kaiser	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 28 28	sacha.kaiser@dzbank.de
---------------	--------------	-------------------------------	------------------------

**Derivatives Sales**

Derivatives Sales	Michael Menrad	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	michael.menrad@dzbank.de
-------------------	----------------	-------------------------------	--------------------------

**Zugang zu DZ Research (Kontakt anja.beck@dzbank.de)**

Bloomberg	DZAG <GO>
Reuters	"DZ Bank" & RCH <NEWS>

**Ansprechpartner Genossenschaftsbanken**

Aktien	+49 – (0)69 – 74 47 – 47 28	aktiensales@dzbank.de
--------	-----------------------------	-----------------------

**Ansprechpartner Depot A**

Depot A Sales Aktien/Rohstoffe	+49 – (0)69 – 74 47 – 78 71	joern.schneider@dzbank.de
--------------------------------	-----------------------------	---------------------------

**Ansprechpartner Sales Retail**

Sales Produktlösungen (Derivate/Bonds)	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 23 67	markus.reitmeier@dzbank.de
--	-------------------------------	----------------------------

**Impressum**

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main  
 Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Frank Westhoff  
 Verantwortlich: Klaus Holschuh, Leiter Research und Volkswirtschaft  
 Verantwortlich: Dr. Lothar Weniger, Leiter Aktienresearch  
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2009  
 Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

**Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen (Aktien) und zeitliche Angaben zu Kursen/Preisen**

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Zu allen Unternehmen auf der Masterliste werden kursrelevante Ereignisse kommentiert. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Werte auf der Masterliste umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführte Unternehmen die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird. Die Aktienkurse sind Datastream entnommen auf Basis der angegeb. Datastream-Kürzel; es sind Schlusskurse gemäß Datastream-Systematik.

**Zuständige Aufsichtsbehörde**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

**Verantwortliches Unternehmen**

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany

**Vergütung der Analysten**

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovet werden.

**Die nachfolgenden Erläuterungen (1-6) beziehen sich auf die angegebenen Hochziffern in der Finanzanalyse.**

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**Rating-Historie**



**Rating-Historie**

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	2.6.2009	13,80 EUR

Disclaimer

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank AG, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt.
  - b) Unsere Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.
  - c) Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.
  - d) Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.  
Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.
  - e) Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfoliowalter tätig.
  - f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.
  - g) Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten geocvert werden.
- 2. Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada:** Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Es wird ausschließlich an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6 verteilt und ist ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei der in den Vereinigten Staaten als Händler und Makler registrierten Tochtergesellschaft der DZ BANK platziert werden. Sie erreichen die DZ Financial Markets LLC in der 609 Fifth Avenue, New York, NY 10017, 121-745-1600. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten gelten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von *Regulation S* und gemäß *Securities Act of 1933* (das „Wertpapiergesetz“)), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen.
- In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektspflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.
- 3.a) Spezifische Angaben für Großbritannien:** Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechnete Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (*Financial Services Authority*) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.
- b) Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor.
- 4. Spezifische Angaben für Italien:** Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.
- 5.a) Hinweis:** Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.
- b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.
  - c) Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.
  - d) Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.
  - e) Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.