



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research



**Zahlen zum H1 2009**

**22. September 2009**

**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.**

## Weiter auf Wachstumskurs

### Zahlen zum H1 2009

- ⇒ KTG Agrar hat in H1 2009 dank eines stärker als von uns erwarteten Rückgangs der Materialaufwendungen unsere Erwartungen übertroffen. Auf Grund der deutlichen Flächenausweitung stieg die Gesamtleistung trotz niedrigerer Preise für Agrarprodukte um 28,0% auf 26,27 (20,52) Mio. Euro. Das EBIT verbesserte sich um 57,6% auf 3,76 (2,38) Mio. Euro.
- ⇒ Ermutigend ist für uns die Verbesserung des saisonal üblich negativen operativen Cash Flows auf -6,09 (-6,83) Mio. Euro. Hierin spiegelt sich der stabile Cash Flow der Biogasanlagen und das gesteigerte Ertragsniveau wider. Allerdings wird KTG Agrar 2009 keinen positiven operativen Cash Flow erreichen.
- ⇒ Dank der im Juni platzierten Kapitalerhöhung blieb die Eigenkapitalquote mit 38,1% (31.12.08: 36,5%) stabil. Im Zuge des Ausbaus der Biogasanlagen erwarten wir 2009 einen Anstieg der Investitionen auf 35,5 (2008: 12,9) Mio. Euro. Der Biogasbereich bietet ein hohes Synergiepotenzial zum Marktfruchtanbau und eine Verstetigung des Cash Flows. Wir erwarten aber einen Anstieg der Nettofinanzverschuldung auf 70,9 (31.12.08: 39,8) Mio. Euro und damit des Leverage.
- ⇒ Als Wachstumstreiber sehen wir zudem die Flächenexpansion. Wir belassen unsere EpS-Prognose für 2009 bei 1,06 Euro, heben sie aber für 2010 wegen des stärker als erwarteten Ausbaus der Biogaskapazitäten auf 1,22 (alt: 1,18) Euro an.
- ⇒ Die KTG Agrar-Aktie hat auf das Zahlenwerk positiv reagiert und ist seit unserer letzten Kommentierung (05.08.09) um 16,5% gestiegen. Ein Impulsgeber für den Aktienkurs könnte eine Erholung der Weizenpreise (seit 01.01.09: -11,7%) sein. Allerdings erwartet das USDA, dass das Angebot in der Erntesaison 2009/10 die Nachfrage übersteigen wird. Wir sind der Ansicht, dass die Aktie mit einem KGV 2010e von 11,6 unverändert attraktiv bewertet ist. Bei einem unveränderten Kursziel von 18,00 Euro bestätigen wir unser Kaufen-Votum.

## KTG Agrar 4) 5)

**Votum:** **Kaufen**

**alt:** -  
**vom** -

<b>Kursziel</b> (in Euro) (6 Monate)	<b>18,00</b>
Kurs (Xetra) (in Euro)	14,21
21.09.2009 15:40 Uhr	
Kurspotenzial	26,67%

### 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)	5,160
Freefloat	49,50%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	70,9
∅ Tagesumsatz	7,513
52W Hoch 12.06.2009	15,00 Euro
52W Tief 24.11.2008	8,00 Euro
Beta	1,29
Volatilität (60 Tage)	28,05

### Bewertungsmultiplikatoren

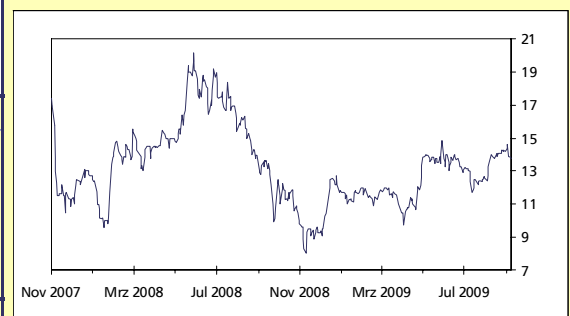
	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGv	Div. Rendite
2006	-	-	-	-
2007	5,1	19,3	neg.	0,0%
2008	3,9	13,7	15,7	0,0%
2009e	4,1	12,4	13,5	0,7%
2010e	2,8	9,6	11,6	0,7%

### Performance (in %)

	1M	3M	6M	12M
absolut	1,3	1,8	14,4	1,4
relativ ggü.:				
DAX	-3,4	-20,1	-26,1	7,8

### Index-Gewichtung

keine Indexmitgliedschaft



**Ersteller: Stefan Röhle (Analyst)**

RL	GJ	Ges. Leist.	EBIT	EBT	JÜ	EpS
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	2008	48,2	7,5	5,3	3,9	0,89
HGB	2009e	54,3	9,8	7,2	5,2	1,06
HGB	2010e	63,3	12,6	8,7	6,3	1,22

CAGR 2006 - 2010e: 37,1% (Ges. Leist.), 49,9% (EBIT), 52,9% (EBT), 58,8% (JÜ)

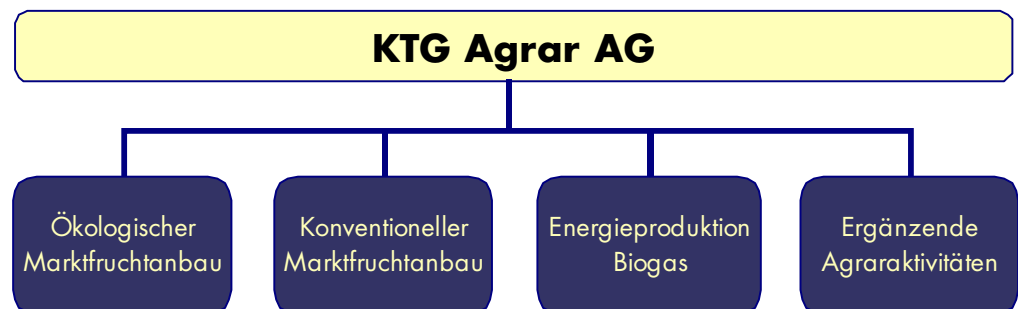
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGv's auf Jahresdurchschnittskursen

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

## Unternehmensprofil

*Einer der führenden Produzenten von Marktfrüchten in Europa*

KTG Agrar ist mit einer Ackerfläche von rund 29.000 Hektar in Ostdeutschland und Litauen europaweit einer der führenden Produzenten von Agrarprodukten. Rund 85% der Fläche sind gepachtet. Mit einer Anbaufläche von 11.000 Hektar ist die Gesellschaft deutschlandweit führend im Anbau von Ökogetreide und Ökomais. Weitere 4.000 Hektar befinden sich in der Umstellung auf den ökologischen Anbau. Auf rund 14.000 Hektar werden Marktfrüchte auf konventionelle Weise angebaut. Mit der Strom- und Wärmeproduktion aus derzeit zwölf Biogasanlagen (Gesamtleistung: 8 MW) hat sich KTG Agrar zu einem Unternehmen mit einer integrierten Wertschöpfungskette gewandelt. Da KTG Agrar auf rund 2.000 Hektar der konventionellen Fläche die Inputstoffe für die Biogasanlagen selbst anbaut, ist sie nicht von externen Lieferanten abhängig. Durch den vermehrten Zweitfruchtanbau kann die benötigte Fläche reduziert werden. Anfallende Restsubstrate werden als Dünger eingesetzt. Der geplante Ausbau des Bereichs Biogas auf 15,5 (bisher: 8,0) MW in H1 2010 dürfte den operativen Cash Flow verstetigen. Im Geschäftsbereich Ergänzende Agraraktivitäten erbringt KTG Agrar Beratungsdienstleistungen und bündelt die Akquisition, Restrukturierung und den Weiterverkauf von Landwirtschaftsbetrieben. Mit dem Agrarhandel will KTG Agrar einen fünften, wachstumsstarken Geschäftsbereich aufbauen.



Quelle: KTG Agrar

## SWOT-Analyse

### Stärken und Chancen

- Einer der größten Produzenten von Marktfrüchten in Europa - vor allem ökologisch
- Integriertes Geschäftsmodell
- Wachstum durch kontinuierliche Flächenexpansion und den Ausbau des Biogasbereichs
- Stetig steigender Lebensmittelverbrauch u.a. durch Bevölkerungswachstum

### Schwächen und Risiken

- Kapitalintensives Geschäft sorgt bei Expansion für stark negativen operativen Cash Flow
- Volatile Preisentwicklung bei Agrarrohstoffen
- Revitalisierung von Flächen, bspw. in Osteuropa
- Optimierung der Gruppenstruktur noch nicht abgeschlossen

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**

## KTG Agrar in H1 2009 weiter auf Wachstumskurs

*Fläche auf Zwölfmonats-  
sicht um 64% ausgeweitet*

### Fortsetzung der Flächenexpansion...

Wie in den letzten Jahren profitierte KTG Agrar in H1 2009 von einem deutlichen Flächenwachstum. Auf Jahressicht stieg die Fläche um 36,0% auf 29.236 (30.06.08: 21.500) Hektar und seit Jahresanfang um 15,6% (+3.950 Hektar). 2009 übernahm KTG Agrar bisher zwei Landwirtschaftsbetriebe in Brandenburg mit einer Gesamtfläche von 3.700 Hektar (Investition: 4,13 Mio. Euro). Hiervon sind 750 Hektar Eigentumsflächen. 2.950 Hektar sind gepachtet. Zudem kamen kleinere Flächen in Litauen hinzu.

*Geringere Preise für Agrar-  
produkte dämpfen Umsatz-  
anstieg*

### ...trägt zu deutlicher Umsatzausweitung bei

Der Umsatz nahm in H1 2009 um 26,7% auf 11,07 (8,74) Mio. Euro zu. Der Zuwachs wurde von geringeren Absatzpreisen für Agrarprodukte (Rückgang des durchschnittlichen Weizenpreises (Euronext Mill Wheat Future) in H1 2009: -39% auf 143 (236) Euro je Tonne; Quelle: Bloomberg) gebremst. Die Flächenexpansion trug jedoch zur Steigerung des Umsatzes mit ökologischen Marktfrüchten um 15,4% auf 1,45 (1,26) Mio. Euro und mit konventionellen Marktfrüchten um 30,4% auf 4,24 (3,25) Mio. Euro bei. Der überdurchschnittliche Umsatzzuwachs bei konventionellen Marktfrüchten ist auf den hohen Lagerbestand Ende 2008 zurückzuführen, der im abgelaufenen Halbjahr abverkauft wurde. Hingegen war der Lagerbestand bei ökologischen Marktfrüchten zum 31.12.08 deutlich niedriger.

<b>KTG Agrar</b>		
<b>Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung H1 2009</b>		
<b>Einheit : Mio. Euro</b>	<b>H1 2008</b>	<b>H1 2009</b>
<b>Geschäftsjahresende : 31. Dez</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>
<b>Rechnungslegungsstandard : HGB</b>		
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>8,74</b>	<b>11,07</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	65,9%	26,7%
Ökologischer Marktfruchtanbau	1,26	1,45
Konventioneller Marktfruchtanbau	3,25	4,24
Energieproduktion/Biogas	4,15	4,70
Ergänzende Agraraktivitäten	0,08	0,68
Bestandsveränderung	5,63	6,85
Sonstige betriebliche Erträge	6,15	7,91
<b>Gesamtleistung</b>	<b>20,52</b>	<b>26,27</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	63,1%	28,0%
<b>EBITDA</b>	<b>3,69</b>	<b>4,96</b>
EBITDA-Marge	18,0%	18,9%
bereinigte EBITDA-Marge	20,9%	21,8%
<b>EBIT</b>	<b>2,38</b>	<b>3,76</b>
EBIT-Marge	11,6%	14,3%
bereinigte EBIT-Marge	13,5%	16,5%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>0,76</b>	<b>1,06</b>
Nettomarge	3,7%	4,0%

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**

---

*Gesetzliche Neuinterpretation der Vergütungssätze mindert Erlös*

---

Im Bereich Biogas/Energieproduktion entsprach der Umsatzzuwachs von 13,3% auf 4,70 (4,15) Mio. Euro nicht ganz unseren Erwartungen. Im Vergleich zu 2008 profitierte KTG Agrar erwartungsgemäß kaum noch von Basiseffekten, weil im vergangenen Jahr zehn Biogasanlagen ganzjährig unter Vollast liefen. Der Umsatzanstieg reflektiert die im Dezember 2008 in Betrieb genommene elfte Anlage sowie anteilig eine im April bei einer Betriebsübernahme erworbene kleinere zwölfte Anlage. Allerdings nahm die Vergütung pro Kilowattstunde laut CFO Wolfgang Bläsi ab. Laut Interpretation des novellierten EEG 2009, die auch auf bereits bestehende Anlagen angewandt wird, gelten mehrere auf einem Grundstück stehende Biogasanlagen als eine einzige Anlage. Dies führt zu einem niedrigeren Vergütungssatz für die bereits 2007 und 2008 errichteten Anlagen. KTG Agrar hat sowohl juristische Schritte als auch technologische Umrüstarbeiten eingeleitet, um künftig wieder den alten Vergütungssatz von ca. 18,5 Eurocent je Kilowattstunde vereinnahmen zu können.

---

*Gesamtleistung durch Leasing-Transaktionen verzerrt*

---

### **Erneut erhebliche Sale & Lease-Back Transaktionen**

Die Gesamtleistung stieg überproportional um 28,0% auf 26,27 (20,52) Mio. Euro. Kritisch sehen wir die erneut in den sonstigen betrieblichen Erträgen erfassten Erträge aus Sale & Lease-Back Transaktionen im Maschinenpark von 3,55 (2,84) Mio. Euro. Die Erträge werden im sonstigen betrieblichen Aufwand ergebnisneutral eliminiert, verzerren aber die Top-Line und das Margenniveau.

---

*Stark sinkende Preise für Diesel und Düngemittel*

---

### **Inputkosten sinken stärker als erwartet**

Positiv überrascht hat uns der mit 7,49 (7,31) Mio. Euro fast konstante Materialaufwand. Die Materialaufwandsquote (Materialaufwand im Verhältnis zur Gesamtleistung exklusive Sale & Lease-Back Transaktionen) sank deutlich auf 42,4% (51,1%). Wir waren bisher für das Gesamtjahr von einer mit 56,6% (57,5%) nur leicht sinkenden Materialaufwandsquote ausgegangen. KTG Agrar profitierte in H1 2009 bei Düngemittel und Diesel von durchschnittlichen Kostensenkungen in Höhe von ca. 38%.

---

*Sonstige Aufwendungen steigen erneut überproportional*

---

Allerdings fiel in H1 2009 der erneut signifikant überdurchschnittliche Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen exklusive Sale & Lease-Back Transaktionen um 59,6% auf 7,22 (4,52) Mio. Euro negativ auf. Insbesondere die Leasing- und Kfz-Kosten (1,61 (0,56) Mio. Euro) stiegen im Zuge der Leasingtransaktionen der letzten Quartale deutlich an, was jedoch teilweise durch geringere Abschreibungen kompensiert wurde. Wir begrüßen hingegen die Reduzierung der Verwaltungs- und Beratungskosten auf 0,96 (1,36) Mio. Euro.

---

*Bereinigte EBIT-Marge deutlich verbessert*

---

### **Ergebnis überproportional verbessert**

KTG Agrar konnte dennoch das EBIT um 57,6% auf 3,76 (2,38) Mio. Euro verbessern. Die bereinigte EBIT-Marge (ohne Berücksichtigung der Sale & Lease-Back Transaktionen) kletterte um 300 Basispunkte auf 16,5% (13,5%). Das Konzernergebnis stieg aber unterdurchschnittlich um 38,7% auf 1,06 (0,76) Mio. Euro. Ursächlich hierfür sind die Kosten für die Mitte Juni platzierte Kapitalerhöhung von 0,19 Mio. Euro (430.000 Aktien à 12,70 Euro) sowie eine mit 17,6% (15,9%) leicht höhere Steuerquote. Zudem wies KTG Agrar signifikant höhere Minderheitenanteile von 0,78 (0,31) Mio. Euro aus. Dies ist jedoch laut Finanzvorstand Bläsi auf einen Sondereffekt bei einem Tochterunternehmen in Leipzig zurückzuführen, der sich im Gesamtjahr egalisieren wird.

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

*Abfluss an liquiden Mitteln kann stabilisiert werden*

### Entwicklung des Cash Flows bleibt Knackpunkt

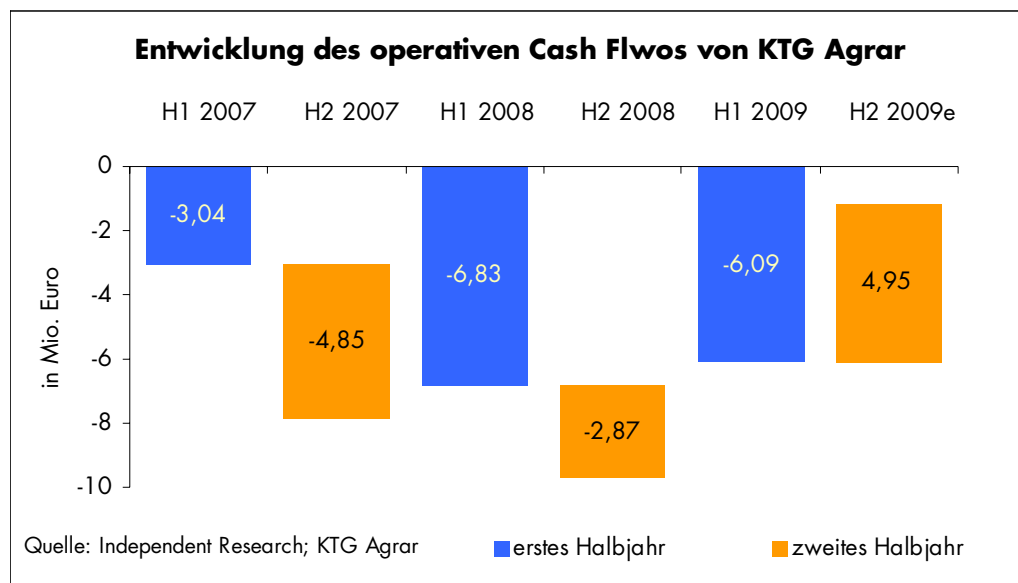
Wie in der Landwirtschaft saisonal üblich war der operative Cash Flow in H1 2009 mit -6,09 (-6,83) Mio. Euro deutlich negativ. Ermutigend ist die Verringerung des Mittelabflusses, obwohl KTG Agrar in H1 2009 die Bestellung einer ausgeweiteten Fläche von rund 29.000 (2009: 22.000) Hektar vorfinanzieren musste. Der Aufbau der Vorräte um 67,7% auf 31,13 (30.06.08: 18,56) Mio. Euro war erneut stärker als das Flächenwachstum (+36,0%). KTG Agrar profitierte vom Abverkauf des zum Ende 2008 hohen Lagerbestandes an Fertigerzeugnissen auf 1,68 (31.12.08: 10,33) Mio. Euro. Der Bestand an unfertigen Erzeugnissen wuchs im Vergleich zu H1 2008 jedoch überproportional auf 22,17 (31.12.08: 6,02; 30.06.08: 10,88) Mio. Euro. Aus unserer Sicht wäre eine unterproportionale Ausweitung der unfertigen Erzeugnisse zu erwarten gewesen. Laut KTG Agrar ist der höhere Anstieg auf die Besonderheiten der Akquisitionen in H1 2008 und H1 2009 zurückzuführen. Im Vorjahr wurden vor allem Betriebe hinzugekauft, die zum 30.06.08 geringe Feldbestände aufwiesen, während die zwei in H1 2009 akquirierten Unternehmen einen Großteil ihrer Flächen bestellt haben.

*KTG Agrar profitiert vom stetigen Cash Flow der Biogasanlagen*

Wir führen den verbesserten operativen Cash Flow auf das höhere Ertragsniveau und den stabilen Cash Flow der nun 12 (10) Biogasanlagen zurück. Allerdings profitierte KTG Agrar auch von einem Liquiditätszufluss aus dem Abbau der Forderungen gegen nicht konsolidierte und assoziierte Unternehmen von 0,46 Mio. Euro, dem in H1 2008 ein Mittelabfluss von 0,90 Mio. Euro gegenüberstand. Die verstärkte Kreditvergabe an nicht konsolidierte und assoziierte Unternehmen (30.06.09: 8,22; 31.12.08: 8,68; 31.12.07: 3,74 Mio. Euro) sehen wir kritisch.

*Finanzierungsbasis durch Kapitalerhöhung gestärkt*

Auf Grund der Mitte Juni durchgeführten Kapitalerhöhung (430.000 Aktien zu je 12,70 Euro; Nettoemissionserlös: 5,27 Mio. Euro) stieg das Eigenkapital zum 30.06.09 auf 47,46 (31.12.08: 39,21) Mio. Euro. Angesichts der geplanten Investitionen in den Ausbau des Bereichs Biogas und des von den Banken geforderten höheren Eigenkapitalbeitrags bei Investitionen, hat Gesellschaft an Flexibilität gewonnen. Bei einer Bilanzsumme zum 30.06.09 von 124,95 (31.12.08: 107,99) Mio. Euro betrug die Eigenkapitalquote inklusive Investitionszulage 38,1% (31.12.08: 36,5%). Die Finanzverschuldung nahm auf 59,64 (31.12.08: 51,29) Mio. Euro zu. Dies reflektiert den negativen operativen Cash Flow sowie die Investitionstätigkeit.



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

## Prognosen

---

*Geringere Kostenbasis führt zu Anhebung unserer EpS-Schätzungen*

---

### Umsatz und Ertrag 2009 von Flächenwachstum getrieben

Der Wachstumstreiber dürfte 2009 das Flächenwachstum sein. KTG Agrar bestätigte sein Ziel, 2009 die Gesamtleistung und das EBIT weiter steigern zu wollen und die bereinigte EBIT-Marge (2008: 18,2%) mindestens auf dem Vorjahresniveau zu halten. Auf Grund der niedrigen Getreidepreise wird KTG Agrar jedoch laut CFO Bläsi 2009 weniger Produkte verkaufen. Ein Großteil der Ernte 2009 soll stattdessen für einen späteren Verkauf einlagert werden. Daher sehen wir den Umsatz nun bei 29,34 (alt: 32,41) Mio. Euro, die Gesamtleistung wegen eines höheren Bestandsaufbaus jedoch bei nahezu unveränderten 54,28 (alt: 54,85) Mio. Euro. Auf Grund der geringeren Materialaufwendungen erwarten wir das EBIT bei 9,78 (alt: 9,86) Mio. Euro. Das Konzernergebnis sehen wir nun bei 5,24 (alt: 5,28) Mio. Euro bzw. das EpS unverändert bei 1,06 Euro. Auf Grund der vermehrten Einlagerung von Getreide gehen wir 2009 nicht mehr vom Erreichen eines positiven operativen Cash Flows aus (unsere Prognose: -1,14 (alt: +2,65) Mio. Euro).

---

*Kapazitäten steigen auf 15,5 (bisher: 8,0) MW*

---

### Stärkerer Ausbau der Kapazitäten im Biogasbereich als bisher geplant

Für 2010 erwarten wir unverändert eine deutliche Ausweitung der Gesamtleistung infolge der Verdoppelung der Kapazitäten im Bereich Biogas/Energieproduktion. Wir heben unsere EpS-Prognose leicht auf 1,22 (alt: 1,18) Euro an, da KTG Agrar die Kapazität der Biogasanlagen nun um 7,5 (alt: 6,0) MW auf 15,5 (alt: 14,0) MW erhöhen wird. Das Investitionsvolumen bleibt laut CFO Bläsi bei ca. 25 Mio. Euro zuzüglich 5 Mio. Euro für die Infrastruktur.

---

*Erstmals Dividende für 2009 eher symbolisch*

---

KTG Agrar kündigte für 2009 erstmals eine Dividendenzahlung an. Wir rechnen mit einer symbolischen Zahlung, da die Liquidität eigentlich für die Expansion benötigt wird. Wir erwarten für 2009 und 2010 ein DpS von jeweils 0,10 (alt: jeweils 0,00) Euro.

<b>KTG Agrar</b>				
<b>Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung</b>				
<b>Einheit :</b>	in Mio. Euro			
<b>Geschäftsjahresende :</b>	31. Dez			
<b>Rechnungslegungsstandard :</b>	HGB			
	<b>2009e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2010e</b>
	alt	neu	alt	neu
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>32,41</b>	<b>29,34</b>	<b>43,73</b>	<b>43,69</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	22,7%	11,1%	34,9%	48,9%
Bestandsveränderung	4,00	6,00	3,00	3,00
Sonstige betriebliche Erträge	15,94	16,44	16,59	16,58
<b>Gesamtleistung</b>	<b>54,85</b>	<b>54,28</b>	<b>63,32</b>	<b>63,27</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	13,7%	12,6%	15,4%	16,6%
<b>EBITDA</b>	<b>12,72</b>	<b>12,17</b>	<b>17,42</b>	<b>17,37</b>
EBITDA-Marge	23,2%	22,4%	27,5%	27,5%
bereinigte EBITDA-Marge	25,5%	25,0%	29,4%	29,3%
<b>EBIT</b>	<b>9,86</b>	<b>9,78</b>	<b>12,25</b>	<b>12,59</b>
EBIT-Marge	18,0%	18,0%	19,3%	19,9%
bereinigte EBIT-Marge	19,8%	20,0%	20,7%	21,2%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>5,28</b>	<b>5,24</b>	<b>6,09</b>	<b>6,30</b>
Nettomarge	9,6%	9,6%	9,6%	9,9%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)	4,963	4,963	5,160	5,160
<b>EpS (in Euro)</b>	<b>1,06</b>	<b>1,06</b>	<b>1,18</b>	<b>1,22</b>
DpS (in Euro)	0,00	0,10	0,00	0,10

Quelle: Independent Research

## Bewertung

### Dreistufiges DCF-Modell

Wir bewerten die Aktie von KTG Agrar mit Hilfe eines dreistufigen DCF-Modells. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der Gewinn- und Verlustrechnung bis 2010. Für die Phase II gehen wir von abnehmenden Steigerungsraten bei Umsatz und Gesamtleistung sowie ab 2013 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: Den risikofreien Zinssatz senken wir wegen des niedrigeren Zinsumfelds auf 4,0% (alt: 4,5%). Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%. Die Prämie auf das Fremdkapital setzen wir mit 2,7% (alt: 2,2%) an. 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 8,63% (alt: 8,86%).

WACC von 8,63% (alt: 8,86%)

Fairer Wert je Aktie: 18,10 (alt: 18,30) Euro

Wir errechnen für KTG Agrar einen fairen Marktwert des Eigenkapitals von 93,41 (alt: 94,43) Mio. Euro. Dies entspricht einem fairen Wert je Aktie von 18,10 (alt: 18,30) Euro. Der leicht geringere Wert ist trotz der leicht angehobenen Prognose für 2010 und dem niedrigeren WACC den erwarteten höheren Investitionen in das Working Capital geschuldet.

DCF-Modell KTG Agrar										
in Mio. Euro	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	29,34	43,69	54,97	64,09	68,90	74,07	79,62	85,59	92,01	98,91
Wachstum Umsatz	11,1%	48,9%	25,8%	16,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Gesamtleistung	54,28	63,27	78,43	90,10	95,40	100,99	106,88	113,08	119,62	128,59
Wachstum Gesamtleistung	12,6%	16,6%	24,0%	14,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	7,5%
EBIT-Marge (in % der Gesamtleistung)	18,0%	19,9%	21,6%	23,3%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>EBIT</b>	<b>9,78</b>	<b>12,59</b>	<b>16,94</b>	<b>20,99</b>	<b>23,85</b>	<b>25,25</b>	<b>26,72</b>	<b>28,27</b>	<b>29,90</b>	<b>32,15</b>
- Ertragssteuern	-2,74	-3,53	-4,74	-5,88	-6,68	-7,07	-7,48	-7,92	-8,37	-9,00
+ Abschreibungen	2,40	4,78	6,30	7,67	8,59	9,09	9,62	10,18	10,77	11,57
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,13	0,52	0,65	0,75	0,79	0,84	0,89	0,94	0,99	1,06
+/- 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>9,57</b>	<b>14,37</b>	<b>19,15</b>	<b>23,53</b>	<b>26,55</b>	<b>28,10</b>	<b>29,74</b>	<b>31,47</b>	<b>33,29</b>	<b>35,78</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-9,34	-6,40	-8,97	-5,91	-1,23	-1,08	-0,90	-4,72	-5,07	-5,45
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-35,46	-7,88	-8,44	-8,12	-9,54	-10,10	-10,69	-11,31	-11,96	-12,86
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-35,23</b>	<b>0,09</b>	<b>1,74</b>	<b>9,50</b>	<b>15,77</b>	<b>16,92</b>	<b>18,15</b>	<b>15,44</b>	<b>16,25</b>	<b>17,47</b>
<b>Barwerte</b>	<b>-34,41</b>	<b>0,08</b>	<b>1,43</b>	<b>7,16</b>	<b>10,91</b>	<b>10,73</b>	<b>10,56</b>	<b>8,24</b>	<b>7,96</b>	<b>7,85</b>
Summe Barwerte	30,53									
Terminalwert	111,74									
Wert des operativen Geschäfts	142,26									
+ liquide Mittel	10,78									
- Finanzverschuldung und Minderheiten	-59,64									
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>93,41</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	5,160									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>18,10</b>									

in % vom Gesamtwert : 79%

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell :					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital :	40%	Fremdkapital :	60%	
risikofreie Rendite :	4,00%	Beta :	1,3	Risikoprämie FK :	2,7%
		Risikoprämie :	8,0%	Tax-Shield :	28,0%
		Zins EK :	14,3%	Zins FK :	4,9%
<b>Wachstumsr. FCF :</b>	<b>1,5%</b>	<b>WACC :</b>	<b>8,63%</b>	<b>Datum :</b>	<b>22.09.2009</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**

Auf Basis des fairen Wertes resultiert ein EV/EBITDA 2009e von 11,7 (2010e: 8,2), ein EV/EBIT 2009e von 14,6 (2010e: 11,3) und ein KGV 2009e von 17,8 (2010e: 14,8). Wir halten die Bewertungsrelationen für gerechtfertigt, da KTG Agrar für 2009 ein Wachstum des Nettoergebnisses von 32,9% (2010: 20,2%) und ein PEG von 0,54 (2010e: 0,73) aufweist.

---

**Sensitivitätsanalyse**


---

		<b>Sensitivitätsanalyse (in Euro)</b>			
		<b>Diskontierungszinssatz</b>			
<b>Wachstum</b>		8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
	0,5%	17,81	15,25	12,99	10,99
	1,0%	19,40	16,58	14,12	11,95
	1,5%	21,72	<b>18,10</b>	15,40	13,03
	2,0%	23,34	19,85	16,86	14,26

Quelle: Independent Research

---

**H1-Zahlenwerk über unseren Erwartungen**


---

Die H1-Zahlen fielen besser als erwartet aus. KTG Agrar profitierte von der deutlichen Flächenausweitung (+36,0%), was zur Steigerung der Gesamtleistung um 28,0% auf 26,27 (20,52) Mio. Euro beitrug. Auf Grund der günstigeren Preise für Inputstoffe war der Materialaufwand für uns überraschend nahezu konstant. Damit kompensierte KTG Agrar die im Vergleich zum Vorjahr gesunkenen Agrarproduktpreise (Weizen: -39,0%). Das EBIT verbesserte sich um 57,6% auf 3,76 (2,38) Mio. Euro, womit die bereinigte EBIT-Marge auf 16,5% (13,5%) stieg.

---

**Operativer Cash Flow bleibt Unsicherheitsfaktor**


---

Ermutigend ist die Verbesserung des saisonal üblich negativen operativen Cash Flows auf -6,09 (-6,83) Mio. Euro. Hierin spiegelt sich der stabile Cash Flow der Biogasanlagen und das gesteigerte Ertragsniveau wider. Aus unserer Sicht bleibt der Cash Flow ein Unsicherheitsfaktor. Im Zuge der Kapazitätsausweitung des Bereichs Biogas um 7,5 (alt: 6,0) MW wächst der Bedarf an Silage. Hiermit geht ein Lageraufbau einher. Hinzu kommt die Flächenexpansion. Negativ werten wir, dass KTG Agrar einen Großteil der Ernte 2009 auf Grund der geringen Getreidepreise nicht abverkaufen, sondern einlagern und erst 2010 veräußern wird. Damit geht ein Vorratsaufbau einher, so dass 2009 der operative Cash Flow negativ sein wird.

Als Wachstumstreiber sehen wir in den nächsten Jahren den Flächenausbau sowie ab 2010 die Kapazitätsausweitung der Biogasanlagen. Das H1 2009 hat aus unserer Sicht gezeigt, dass die Agrarproduktpreise für die Profitabilität von KTG Agrar eine geringere als bisher erwartete Bedeutung haben. Auf der Umsatzseite hat KTG Agrar einen Großteil der Ernte 2009 zu festen Preisen kontrahiert (65% bis 70% bei konventionellen und ökologischen Marktfrüchten). Auf der Kostenseite wurde ein Großteil der Preise für Diesel und Düngemittel für 2009 und 2010 abgesichert. Wir belassen unsere EpS-Prognose für 2009 bei 1,06 Euro, heben sie aber für 2010 wegen der höheren Biogaskapazitäten auf 1,22 (alt: 1,18) Euro an.

Die Aktie hat auf das Zahlenwerk sehr positiv reagiert und ist seit unserer letzten Kommentierung (05.08.09) um 16,5% gestiegen. Ein Impulsgeber könnte eine Erholung der Weizenpreise (seit 01.01.09: -11,7%) sein. Allerdings erwartet das USDA, dass im Gegensatz zu Reis und Grobkörnern das Angebot in der Erntesaison 2009/10 die Nachfrage übersteigen wird. Wir sind der Ansicht, dass die Aktie mit einem KGV 2010e von 11,6 unverändert attraktiv bewertet ist. Bei einem unveränderten Kursziel von 18,00 Euro bestätigen wir unser Kaufen-Votum.

---

Kursziel: 18,00 Euro;  
Votum: Kaufen

---

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

<b>KTG Agrar</b>						
<b>Ausgewählte Kennzahlen</b>						
<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez <b>Rechnungslegungsstandard :</b> HGB	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
<b>GuV-Kennzahlen</b>						
Umsatz (in Mio. Euro)	6,01	8,38	15,31	26,42	29,34	43,69
Gesamtleistung (in Mio. Euro)	13,16	17,92	31,62	48,22	54,28	63,27
EBITDA-Marge	19,1%	20,4%	19,3%	20,8%	22,4%	27,5%
EBIT-Marge	11,8%	13,9%	12,7%	15,6%	18,0%	19,9%
Nettomarge	4,9%	5,5%	neg.	8,2%	9,6%	9,9%
Abschreibungsquote	7,3%	6,4%	6,6%	5,2%	4,4%	7,5%
Operative Kosten / Gesamtleistung	80,9%	79,6%	80,7%	79,2%	77,6%	72,5%
Zinsdeckungsgrad	2,39	2,75	2,12	3,40	3,82	3,23
<b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite inkl. Investitionszulage (ROE) vor Steuern	9,5%	14,5%	7,2%	13,5%	14,3%	15,2%
Eigenkapitalrendite inkl. Investitionszulage (ROE) nach Steuern	6,9%	9,0%	neg.	10,0%	10,3%	11,0%
ROIC	11,2%	6,7%	9,7%	9,0%	7,1%	8,2%
Gesamtkapitalrentabilität	5,6%	4,5%	neg.	6,5%	5,7%	6,7%
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote inkl. Investitionszulage	36,9%	22,6%	34,9%	36,5%	34,5%	36,0%
Anlagenintensität inkl. Tiervermögen	47,3%	60,8%	47,0%	45,4%	56,0%	53,6%
Anlagendeckung A inkl. Investitionszulage	77,9%	37,2%	74,2%	80,4%	61,7%	67,1%
Anlagendeckung B inkl. Investitionszulage	117,1%	101,2%	126,0%	128,9%	105,2%	110,6%
Liquidität 1. Grades	33,7%	20,2%	50,1%	25,6%	10,5%	9,8%
Liquidität 2. Grades	45,0%	32,2%	59,9%	36,3%	20,3%	22,3%
Liquidität 3. Grades	118,1%	101,8%	130,1%	131,5%	107,0%	113,9%
Umschlagsdauer der Vorräte (Tage)	289	340	389	576	725	824
Umschlagsdauer der Forderungen LuL (Tage)	79	98	80	66	74	68
Umschlagsdauer der Verbindlichkeiten LuL (Tage)	281	322	243	291	251	289
Cash Conversion Cycle (Tage)	86	116	226	351	548	603
Working Capital (in Mio. Euro)	3,48	6,40	14,56	29,06	38,41	44,80
Working Capital-Quote	58,0%	76,3%	95,1%	110,0%	130,9%	102,5%
Innenfinanzierungsgrad	-	-	-	-	-	0,72
Capex / Abschreibungen	425,0%	1233,4%	649,9%	566,9%	1511,2%	180,6%
Capex / Umsatz	68,1%	169,9%	88,4%	53,8%	123,4%	19,7%
<b>Kennziffern je Aktie (in Euro)</b>						
Ergebnis je Aktie	0,15	0,23	-0,55	0,89	1,06	1,22
Operativer Cash Flow je Aktie	-0,10	-0,70	-1,84	-2,18	-0,23	1,10
Free Cash Flow je Aktie	-0,74	-3,96	-4,56	-5,09	-7,37	-0,42
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10
Cash je Aktie	0,90	0,88	4,01	2,59	1,28	1,23
Buchwert je Aktie inkl. Investitionszulage	2,20	2,55	6,86	8,86	10,20	11,08
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV / Umsatz	-	-	5,1	3,9	4,1	2,8
EV / EBITDA	-	-	12,7	10,3	10,0	7,0
EV / EBIT	-	-	19,3	13,7	12,4	9,6
KGV	-	-	neg.	15,7	13,5	11,6
KBV inkl. Investitionszulage	-	-	1,8	1,6	1,4	1,3
KCV	-	-	neg.	neg.	neg.	12,9
KUV	-	-	3,4	2,3	2,4	1,6
Dividendenrendite	-	-	0,0%	0,0%	0,7%	0,7%

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>Geschäftsjahresende :</b> <b>Rechnungslegungsstandard :</b>	<b>Einheit :</b> in Mio. Euro 31. Dez HGB	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>		<b>6,01</b>	<b>8,38</b>	<b>15,31</b>	<b>26,42</b>	<b>29,34</b>	<b>43,69</b>
Veränderung ggü. Vorjahr		-	39,5%	82,7%	72,6%	11,1%	48,9%
Ökologischer Marktfruchtanbau		1,19	1,41	1,20	3,30	5,82	8,98
Konventioneller Marktfruchtanbau		3,79	5,09	4,75	7,60	7,11	10,49
Energieproduktion/Biogas		0,00	0,02	3,32	9,14	10,16	17,97
Ergänzende Agraraktivitäten		1,03	1,87	6,05	6,38	6,25	6,25
Bestandsveränderung		-0,30	1,47	5,91	5,71	6,00	3,00
Andere aktivierte Eigenleistungen		0,25	0,66	0,75	0,47	2,50	0,00
Sonstige betriebliche Erträge		7,21	7,40	9,65	15,62	16,44	16,58
in % der Umsatzerlöse		120,1%	88,3%	63,0%	59,1%	56,0%	37,9%
<b>Gesamtleistung</b>		<b>13,16</b>	<b>17,92</b>	<b>31,62</b>	<b>48,22</b>	<b>54,28</b>	<b>63,27</b>
Materialaufwand		-4,58	-6,46	-12,46	-15,07	-16,47	-16,88
in % der Gesamtleistung		-34,8%	-36,1%	-39,4%	-31,2%	-30,3%	-26,7%
Personalaufwand		-2,04	-2,61	-3,48	-5,00	-6,08	-7,40
in % der Gesamtleistung		-15,5%	-14,6%	-11,0%	-10,4%	-11,2%	-11,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-4,03	-5,20	-9,58	-18,12	-19,56	-21,62
in % der Gesamtleistung		-30,6%	-29,0%	-30,3%	-37,6%	-36,0%	-34,2%
<b>EBITDA</b>		<b>2,51</b>	<b>3,65</b>	<b>6,09</b>	<b>10,03</b>	<b>12,17</b>	<b>17,37</b>
EBITDA-Marge		19,1%	20,4%	19,3%	20,8%	22,4%	27,5%
Abschreibungen		-0,96	-1,15	-2,08	-2,51	-2,40	-4,78
in % der Gesamtleistung		-7,3%	-6,4%	-6,6%	-5,2%	-4,4%	-7,5%
<b>EBIT</b>		<b>1,55</b>	<b>2,49</b>	<b>4,01</b>	<b>7,53</b>	<b>9,78</b>	<b>12,59</b>
EBIT-Marge		11,8%	13,9%	12,7%	15,6%	18,0%	19,9%
Finanzergebnis		-0,65	-0,91	-1,89	-2,21	-2,56	-3,90
in % der Gesamtleistung		-4,9%	-5,1%	-6,0%	-4,6%	-4,7%	-6,2%
<b>EBT</b>		<b>0,90</b>	<b>1,59</b>	<b>2,12</b>	<b>5,31</b>	<b>7,22</b>	<b>8,69</b>
EBT-Marge		6,8%	8,9%	6,7%	11,0%	13,3%	13,7%
Außerordentliches Ergebnis		0,00	0,00	-3,63	-0,23	-0,19	0,00
in % der Gesamtleistung		0,0%	0,0%	-11,5%	-0,5%	-0,4%	0,0%
Steuern vom Einkommen und Ertrag		-0,04	-0,17	-0,32	-0,59	-1,09	-1,52
Steuerquote		-4,3%	-10,9%	21,2%	-11,6%	-15,5%	-17,5%
Sonstige Steuern		-0,11	-0,14	-0,14	-0,17	-0,14	-0,17
Konzernergebnis vor Minderheiten		0,75	1,27	-1,97	4,32	5,79	6,99
in % der Gesamtleistung		5,7%	7,1%	-6,2%	9,0%	10,7%	11,1%
Minderheitenanteile		-0,10	-0,28	-0,40	-0,38	-0,56	-0,70
<b>Konzernergebnis</b>		<b>0,65</b>	<b>0,99</b>	<b>-2,36</b>	<b>3,94</b>	<b>5,24</b>	<b>6,30</b>
Nettomarge		4,9%	5,5%	-7,5%	8,2%	9,6%	9,9%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück) *		4,300	4,300	4,300	4,443	4,963	5,160
<b>EpS (in Euro) *</b>		<b>0,15</b>	<b>0,23</b>	<b>-0,55</b>	<b>0,89</b>	<b>1,06</b>	<b>1,22</b>
DpS (in Euro)		0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10

Quelle: Independent Research; KTG Agrar

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

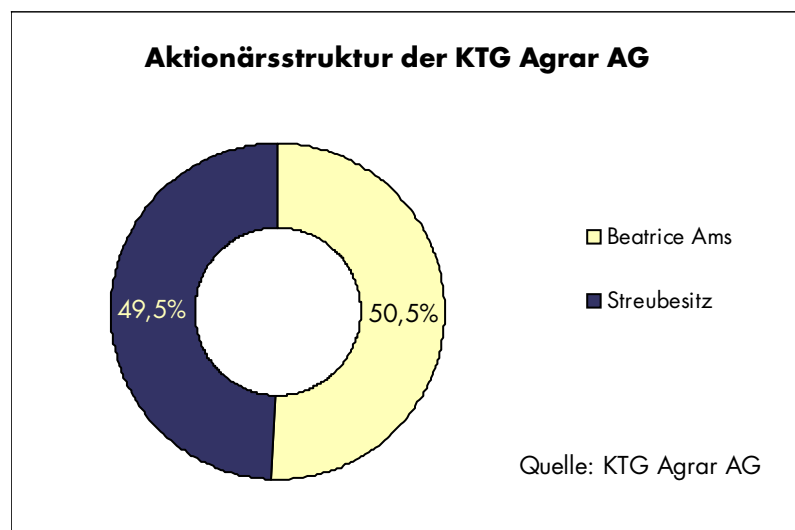
<b>KTG Agrar</b>							
<b>Bilanz</b>							
	<b>Einheit :</b> in Mio. Euro	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
	<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez						
	<b>Rechnungslegungsstandard :</b> HGB						
<b>AKTIVA</b>							
<b>Anlagevermögen</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände		2,25	2,88	4,89	5,15	5,09	5,06
Sachanlagen		8,58	25,06	33,85	42,78	75,89	79,03
Finanzanlagen		1,15	1,38	0,93	1,00	1,00	1,00
<b>Summe Anlagevermögen</b>		<b>11,98</b>	<b>29,32</b>	<b>39,67</b>	<b>48,93</b>	<b>81,99</b>	<b>85,09</b>
<b>Tiervermögen</b>		<b>0,17</b>	<b>0,12</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>
<b>Umlaufvermögen</b>							
Vorräte		3,62	6,02	13,29	23,77	32,72	38,12
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		1,30	2,25	3,36	4,78	5,92	8,09
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände		4,57	6,70	10,49	17,76	18,52	19,95
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten		3,86	3,77	17,23	11,50	6,33	6,36
<b>Summe Umlaufvermögen</b>		<b>13,35</b>	<b>18,74</b>	<b>44,37</b>	<b>57,82</b>	<b>63,48</b>	<b>72,53</b>
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten		0,16	0,27	0,37	1,18	1,10	1,19
<b>Bilanzsumme</b>		<b>25,66</b>	<b>48,44</b>	<b>84,482</b>	<b>107,99</b>	<b>146,63</b>	<b>158,87</b>
<b>PASSIVA</b>							
<b>Eigenkapital</b>							
Gezeichnetes Kapital		0,05	0,05	4,30	4,73	5,16	5,16
Kapitalrücklage		0,00	0,00	21,45	27,47	32,50	32,50
Gewinnrücklagen		0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung		7,77	7,69	4,32	3,73	3,73	3,73
Bilanzgewinn		0,88	1,87	-2,29	1,65	6,89	12,68
Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter		0,72	0,99	1,27	1,63	2,18	2,88
<b>Summe Eigenkapital</b>		<b>9,42</b>	<b>10,60</b>	<b>29,06</b>	<b>39,21</b>	<b>50,47</b>	<b>56,97</b>
<b>Sonderposten für Investitionszuschüsse und -zulagen</b>		<b>0,03</b>	<b>0,35</b>	<b>0,44</b>	<b>0,16</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>
<b>Rückstellungen</b>							
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen		0,25	0,28	0,30	0,32	0,34	0,42
Steuerrückstellungen		0,14	0,25	0,48	0,87	0,94	1,17
Sonstige Rückstellungen		0,33	0,55	1,10	0,82	0,87	1,08
<b>Summe Rückstellungen</b>		<b>0,72</b>	<b>1,07</b>	<b>1,88</b>	<b>2,01</b>	<b>2,14</b>	<b>2,67</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>							
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten		10,33	28,76	40,89	51,29	77,25	79,97
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen		0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		3,53	5,70	8,31	12,00	11,32	13,35
Sonstige Verbindlichkeiten		1,08	1,74	3,80	3,26	5,13	5,56
<b>Summe Verbindlichkeiten</b>		<b>15,34</b>	<b>36,21</b>	<b>53,00</b>	<b>66,55</b>	<b>93,71</b>	<b>98,87</b>
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten		0,15	0,21	0,11	0,07	0,15	0,16
<b>Bilanzsumme</b>		<b>25,66</b>	<b>48,44</b>	<b>84,482</b>	<b>107,99</b>	<b>146,63</b>	<b>158,87</b>

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>Kapitalflussrechnung</b>						
<b>Einheit :</b> in Mio. Euro <b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez <b>Rechnungslegungsstandard :</b> HGB	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>						
Konzernjahresüberschuss	0,75	1,27	1,67	4,55	5,24	6,30
Abschreibungen	0,98	1,15	2,08	2,51	2,40	4,78
Zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,34	-0,02	-0,88	-0,28	0,56	0,70
Gewinne/Verluste aus Abgang von Gegenständen des AV	-0,27	-0,39	-0,26	0,34	0,00	0,00
Veränderung der Rückstellungen	-0,04	0,33	0,80	0,13	0,13	0,52
Veränderung der übrigen Aktiva	-1,70	-4,68	-15,20	-19,98	-10,75	-9,11
Veränderung der übrigen Passiva	0,17	-0,68	3,90	3,04	1,28	2,50
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,45</b>	<b>-3,01</b>	<b>-7,89</b>	<b>-9,70</b>	<b>-1,14</b>	<b>5,68</b>
<b>Cash Flow aus der Investitionstätigkeit</b>						
Einzahlung aus Abgängen von Gegenständen des AV	1,45	0,69	4,42	1,57	0,75	0,75
Einzahlung aus dem Verkauf von konsolidierten UN	0,02	0,00	0,75	0,00	0,00	0,00
Auszahlung für Investitionen in das immaterielle AV	0,00	-0,10	-0,05	-0,52	-0,25	-0,25
Auszahlung für Investitionen in das SAV und Tiervermögen	-4,03	-13,80	-13,40	-13,70	-35,96	-8,38
Einzahlung für Abgänge des Finanzanlagevermögens	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,00
Auszahlung für Investitionen in das Finanzanlagevermögen	-0,06	-0,34	-0,09	0,00	0,00	0,00
Auszahlung für den Erwerb von konsolidierten Unternehmen	-0,12	-0,47	-3,33	-0,36	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,74</b>	<b>-14,02</b>	<b>-11,70</b>	<b>-12,91</b>	<b>-35,46</b>	<b>-7,88</b>
<b>Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit</b>						
Einzahlung aus Kapitalerhöhung	0,00	0,00	23,90	6,45	5,46	0,00
Auszahlungen aus außerordentlichen Posten	0,00	0,00	-3,63	-0,23	0,00	0,00
Aufnahme/Tilgung von Krediten	4,30	16,85	12,99	10,40	25,97	2,71
Auszahlung an Gesellschafter für Altschulden	0,00	0,00	-0,31	0,00	0,00	0,00
Dividendenzahlung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,50
<b>Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>4,30</b>	<b>16,85</b>	<b>32,95</b>	<b>16,62</b>	<b>31,43</b>	<b>2,22</b>
<b>Zahlungswirksame Veränderung</b>	<b>1,11</b>	<b>-0,18</b>	<b>13,36</b>	<b>-5,99</b>	<b>-5,17</b>	<b>0,03</b>
Konsolidierungsbedingte Änderung des Finanzmittelfonds	0,00	0,10	0,11	0,20	0,00	0,00
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	2,75	3,86	3,77	17,23	11,50	6,33
<b>Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>	<b>3,86</b>	<b>3,77</b>	<b>17,23</b>	<b>11,45</b>	<b>6,33</b>	<b>6,36</b>

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**

## 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: 22.09.2009**

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: 22.09.2009**

**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)