



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research



**Zahlen zum H1 2010
Anleihe über 50 Mio. Euro emittiert**

21. September 2010

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die Haftungserklärung am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

Biogas weiter Wachstumstreiber**Zahlen zum H1 2010 und Anleiheemission**

- ⇒ Das H1 2010 war von der Entkonsolidierung der KTG Getreidelager geprägt. Daher sank der Umsatz um 7,6% auf 10,23 (11,27) Mio. Euro. Das EBIT stieg auf 4,56 (3,76) Mio. Euro. Uns erfreute, dass die sonstigen Aufwendungen zum ersten Mal nicht überproportional zur Gesamtleistung zunahmen.
- ⇒ Der operative Cash Flow war mit -7,61 (-6,09) Mio. Euro saisonal bedingt negativ. Hierbei dürften sich die fehlenden Cash Flows aus dem Abverkauf der Ernte des Jahres 2009 negativ niedergeschlagen haben.
- ⇒ KTG Agrar hat nochmals einen beschleunigten Ausbau des Biogasbereichs bis Mitte 2012 auf 26,96 (bisher: 22,86; zum 30.06.10: 11,26) MW angekündigt. Mit Blick auf die Verstärkung des Cash Flows - wenngleich das bisher noch nicht zu erkennen ist - werten wir dies positiv. Hierdurch ist jedoch auch mit einer weiteren Erhöhung des Leverage zu rechnen.
- ⇒ Mit der Platzierung einer 50 (ursprünglich geplantes Niveau 25) Mio. Euro-Anleihe kann KTG Agrar nun einen Großteil der Investitionen in den Biogasbereich finanzieren.
- ⇒ Wegen der späteren Inbetriebnahme zweier Biogasanlagen haben wir unsere Eps-Prognosen für 2010 und 2011 auf 0,91 (alt: 1,05) Euro bzw. 1,23 (alt: 1,24) Euro gesenkt. Unsere Eps-Prognose für 2012 erhöhen wir jedoch auf 1,72 (alt: 1,49) Euro. Zusätzliches Ertragspotenzial könnte sich für 2010 und 2011 durch die stark gestiegenen Agrarproduktpreise ergeben, die die Ernteausfälle für 2010 überkompensieren.
- ⇒ Die Aktie hat die seit unserer letzten Kommentierung (31.05.10) zwischenzeitliche Kursschwäche überwunden. Wir sehen für die Aktie weiteres Aufwärtspotenzial, zumal das Thema Landwirtschaft wieder in den Fokus der Investoren rückt. Unseres Erachtens muss KTG Agrar aber 2010 auch beweisen, dass sich der Ergebnisanstieg in der GuV endlich im operativen Cash Flow niederschlägt. Bei einem auf 20,50 (alt: 20,00) Euro erhöhten Kursziel bestätigen wir unser Kaufen-Votum.

RL	GJ	Ges. Leist.	EBIT	EBT	JÜ	Eps
HGB	2008	48,2	7,5	5,3	3,9	0,89
HGB	2009	59,7	9,2	6,9	5,4	1,08
HGB	2010e	63,8	10,3	8,1	5,0	0,91
HGB	2011e	74,0	12,9	8,9	7,0	1,23
HGB	2012e	88,5	18,2	12,9	9,7	1,72
CAGR 2008 - 2012e		16,4%	24,6%	24,9%	25,4%	17,9%

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

KTG Agrar 6)**Votum:**alt:
vom**Kaufen**-
-

Kursziel (in Euro) (6 Monate)	20,50
Kurs (Xetra) (in Euro)	15,32
20.09.10 17:29 Uhr	
Kurspotenzial	33,81%

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)	5,676
Freefloat	54,10%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	87,0
∅ Tagesumsatz	9.432
52W Hoch 17.03.2010	17,82 Euro
52W Tief 27.11.2009	11,87 Euro
Beta	1,29
Volatilität (60 Tage)	23,00

Bewertungsmultiplikatoren

	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2008	3,9	13,7	15,7	0,0%
2009	3,7	13,0	11,8	0,8%
2010e	3,4	13,9	16,9	0,7%
2011e	2,8	11,2	12,5	0,8%
2012e	2,2	7,9	8,9	1,1%

Performance (in %)

	1M	3M	6M	12M
absolut	7,2	3,5	-11,4	11,0
relativ ggü.:				
DAX	2,4	3,5	-16,7	0,0

Index-Gewichtung

keine Indexmitgliedschaft



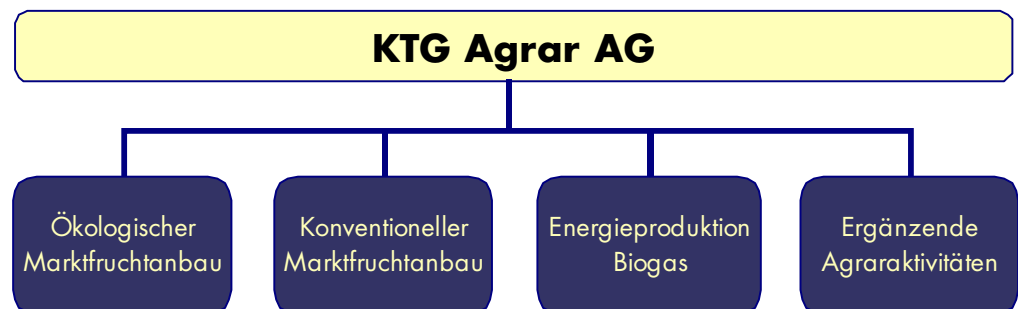
Ersteller: Stefan Röhle (Analyst)

1)2)3)4)6) **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 31.500 Hektar in Ostdeutschland und Litauen europaweit einer der führenden Produzenten von Agrarprodukten. Rund 82% der Fläche sind gepachtet. Mit einer Anbaufläche von 15.000 Hektar ist die Gesellschaft deutschlandweit führend im Anbau von Ökogetreide und Ökomais. Auf rund 16.500 Hektar werden Marktfrüchte auf konventionelle Weise angebaut. Mit der Strom- und Wärmeproduktion aus Biogasanlagen (Gesamtleistung zum 30.06.10: 11,26 MW) hat sich KTG Agrar zu einem Unternehmen mit einer integrierten Wertschöpfungskette gewandelt. Da KTG Agrar auf rund 3.500 Hektar der konventionellen Fläche die Inputstoffe für die Biogasanlagen selbst anbaut, ist sie nicht von externen Lieferanten abhängig. Durch den vermehrten Zweiffruchtanbau kann die für die Produktion von Inputstoffen benötigte Fläche trotz des Ausbaus der Biogaskapazitäten stabil gehalten werden. Anfallende Restsubstrate werden als Dünger eingesetzt. Wachstumstreiber ist der nochmals beschleunigte Ausbau des Bereichs Biogas auf über 25 MW bis zur Mitte des Jahres 2012. Wir rechnen damit, dass sich der bisher in der Cash Flow-Rechnung kaum ersichtliche positive Effekt der regelmäßigen und planbaren Cash Flows mit der steigenden Bedeutung des Biogassegments (ca. 50% Umsatzanteil im Jahr 2012e) materialisieren wird. Im Geschäftsbereich Ergänzende Agraraktivitäten erbringt KTG Agrar Beratungsdienstleistungen und bündelt die Akquisition, Restrukturierung und den Weiterverkauf von Landwirtschaftsbetrieben.



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 - in Vergangenheit durch Expansion stark negativer operativer Cash Flow
- Hohe Finanzverschuldung bzw. hoher Leverage
- Verwässerungseffekt durch zahlreiche Kapitalerhöhungen - EK-Maßnahmen u.E. auch künftig zu erwarten
- Optimierung der Gruppenstruktur noch nicht abgeschlossen

Quelle: Independent Research

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Entkonsolidierung der KTG Getreidelager prägt H1-Zahlen

Weitere Flächenexpansion - Neue Biogasanlagen

Fläche steigt um 4,3% und Biogaskapazität um 39,7%

Zum 30.06.10 verfügte KTG Agrar über eine Fläche von 30.500 Hektar, was gegenüber dem 30.06.09 bzw. 31.12.09 (jeweils 29.236 Hektar) einem Anstieg von 4,3% entspricht. Hinzu kommt ein Ende Juli akquirierter Landwirtschaftsbetrieb in Thüringen mit einer Fläche von 1.000 (Eigentum unter 100) Hektar. Inclusive der Ende 2009 in Betrieb genommenen Anlage in Flechtingen (Leistung: 3,2 MW) vergrößerte KTG Agrar zum 30.06.10 die Biogaskapazitäten auf 11,26 (zum 30.06.09 und 31.12.09 ohne Flechtingen: 8,06) MW.

Zahlenwerk nur eingeschränkt vergleichbar

Entkonsolidierungseffekte durch KTG Getreidelager

Die in H2 2009 erfolgte Entkonsolidierung der Handelsgesellschaft KTG Getreidelager AG führt bei KTG Agrar auf allen Ebenen (GuV, Bilanz, Cash Flow) zu Verschiebungen bei den einzelnen Kenngrößen. Aus diesem Grund können die Zahlen des H1 2010 und H1 2009 nur eingeschränkt miteinander verglichen werden.

Entkonsolidierungsbedingter Umsatzrückgang

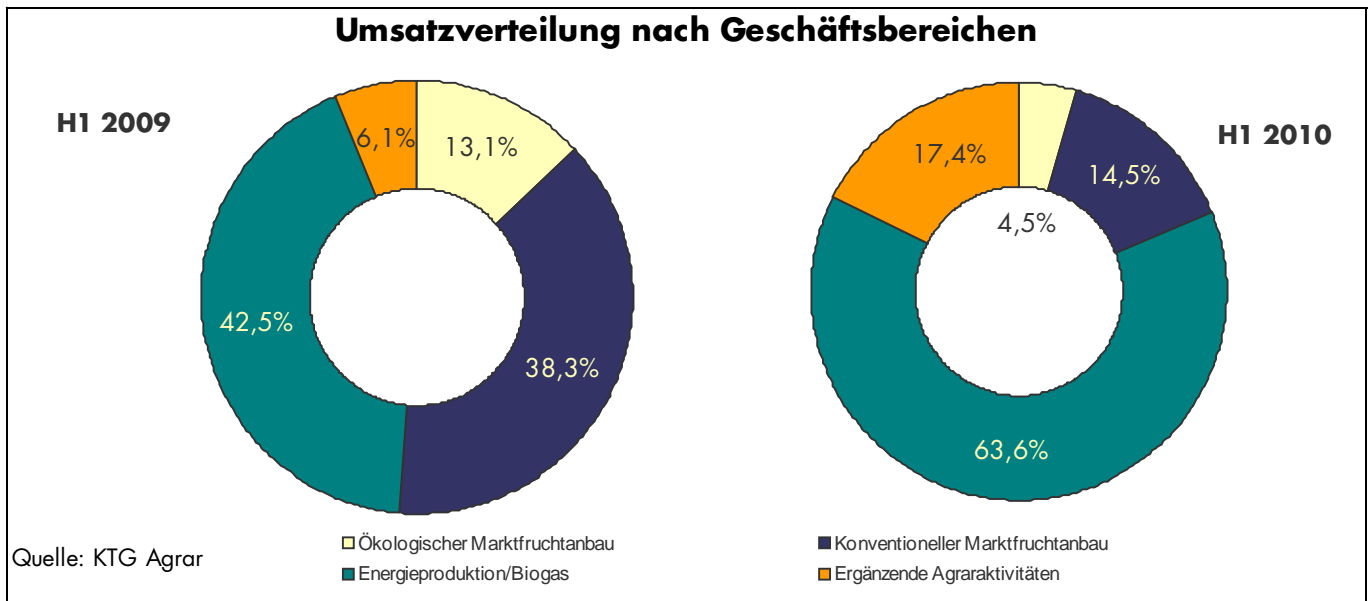
Planmäßiger Umsatzrückgang im Marktfruchtanbau

Der Umsatz sank in H1 2010 um 7,6% auf 10,23 (11,27) Mio. Euro. Dies ist den Segmenten Ökologischer und Konventioneller Marktfruchtanbau geschuldet (kumulierter Umsatz: -65,8% auf 1,94 (5,69) Mio. Euro). Im Geschäftsjahr 2009 erfolgte bereits der Verkauf der Ernte des Jahres 2009 an KTG Getreidelager. Daher wurden in H1 2010 nur noch geringe Umsätze durch den Absatz kleinerer Restbestände und Nachzahlungen aus einem Besserungsschein erzielt.

Biogasanlage in Flechtingen seit Mai 2010 im Volllastbetrieb

Der Umsatz im Biogas-Bereich lag mit 6,51 (4,70) Mio. Euro unter unseren Erwartungen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der Umsatz in H1 2009 auf Grund einer umstrittenen Interpretation des EEG um 1,0 bis 1,5 Mio. Euro zu niedrig ausfiel. Wird der Umsatz des H2 2009 (7,99 Mio. Euro) um diesen in H2 2009 nachgezählten Betrag bereinigt, ist zu erkennen, dass die Erlöse in H1 2010 trotz der Inbetriebnahme der Biogasanlage in Flechtingen nicht zunahmen. Hierin drückt sich die Anlaufphase mit einem erst im Mail 2010 erreichten Volllastbetrieb aus.

Umsatzverteilung nach Geschäftsbereichen



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

**Verschiebungen bei Umsatz
und Bestandsveränderungen**

Leichter Anstieg der Gesamtleistung

Die Gesamtleistung kletterte um 3,8% auf 27,27 (26,27) Mio. Euro. Dies ist primär der höheren Bestandsveränderung von 11,94 (6,85) Mio. Euro geschuldet, die den Gegenpol zum Umsatzrückgang bildet. Die sonstigen betrieblichen Erträge gingen auf 5,10 (7,91) Mio. Euro zurück, weil keine Sale-and-lease-back Transaktion stattfanden (Ertrag aus Handel mit Maschinen: 0,00 (3,55) Mio. Euro).

**Sonstige Aufwendungen
bleiben stabil**

Vergleichsweise gute Kostenkontrolle

Auffällig war auf der Kostenseite der Anstieg des Materialaufwands auf 9,75 (7,49) Mio. Euro. Laut CEO Hofreiter reflektiert dies den verstärkten Einsatz von Phosphor- und Kalidünger, nachdem dieser in den Jahren 2008 und 2009 wegen der hohen Preise nur in geringen Mengen ausgebracht wurde. Erfreut hat uns der erstmals stabile sonstige Aufwand (ohne Sale-and-lease-back-Transaktionen) von 7,47 (7,22) Mio. Euro. Bisher war dieser GuV-Posten stets schneller als die Gesamtleistung gestiegen.

**Bereinigte EBIT-Marge auf
Vorjahresniveau**

Stabiles Margenniveau

Eine steigende Gesamtleistung und unterdurchschnittliche Kostenzuwächse führten zu einem EBITDA-Anstieg auf 6,66 (4,96) Mio. Euro. Auf Grund der erhöhten Biogaskapazitäten und 2009 aktivierter Ingangsetzungskosten ließen höhere Abschreibungen das EBIT mit

KTG Agrar			
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung H1 2010			
	Einheit : Mio. Euro	H1 2009	H1 2010
	Geschäftsjahresende : 31. Dez	Ist	Ist
	Rechnungslegungsstandard : HGB		
Umsatzerlöse		11,07	10,23
Veränderung ggü. Vorjahr		26,7%	-7,6%
Ökologischer Marktfruchtanbau		1,45	0,46
Konventioneller Marktfruchtanbau		4,24	1,49
Energieproduktion/Biogas		4,70	6,51
Ergänzende Agraraktivitäten		0,68	1,78
Bestandsveränderung		6,85	11,94
Sonstige betriebliche Erträge		7,91	5,10
Gesamtleistung		26,27	27,27
Veränderung ggü. Vorjahr		28,0%	3,8%
EBITDA		4,96	6,66
EBITDA-Marge		18,9%	24,4%
bereinigte EBITDA-Marge		21,8%	24,4%
EBIT		3,76	4,56
EBIT-Marge		14,3%	16,7%
bereinigte EBIT-Marge		16,5%	16,7%
Konzernergebnis		1,06	2,09
Nettomarge		4,0%	7,7%

Quelle: KTG Agrar AG

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

4,56 (3,76) Mio. Euro nicht ganz so stark ansteigen. Die bereinigte EBIT-Marge blieb mit 16,7% (16,5%) stabil. Das Nettoergebnis von 2,09 (1,06) Mio. Euro ist wegen diverser Sondereffekte in beiden Berichtsperioden nur eingeschränkt vergleichbar.

Operativer Cash Flow saisonal bedingt negativ

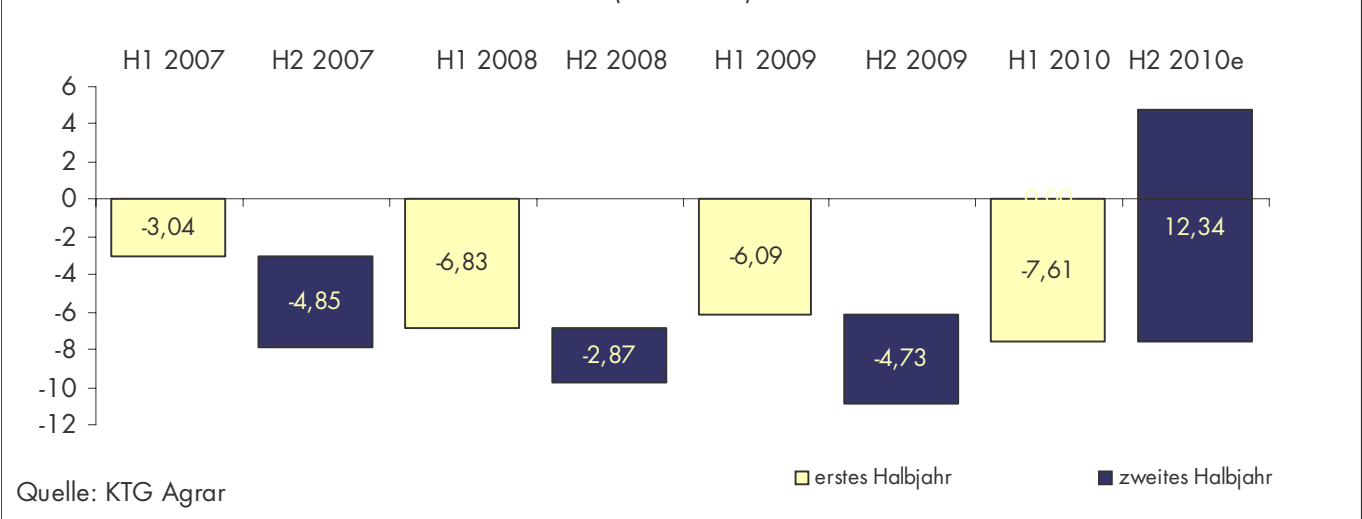
Cash Flow aus Abverkauf der Ernte fehlt in H1 2010

Der operative Cash Flow war mit -7,61 (-6,09) Mio. Euro saisonal üblich negativ. Dass der Wert schlechter als im Vorjahr ausfiel, dürfte ebenfalls Folge der Entkonsolidierung der KTG Getreidelager sein, denn im Vergleich zur Vorjahresperiode fehlen die Cash Flows aus dem Abverkauf der Ernte. Dies zeigt sich auch am absoluten Anstieg des Working Capitals um 13,11 (H1 2009: +9,99) Mio. Euro auf geschätzt 42,92 (31.12.09: 29,81) Mio. Euro. Das Verhältnis von Working Capital/Umsatz (12 Monate) von 136,6% (30.06.09: 135,8%) belegt jedoch, dass der Working Capital-Anstieg dem saisonalen Muster folgt. Kritisch sehen wir neben dem aus unserer Sicht zu hohen absoluten Wert, dass der Aufbau des Biogasportfolios bislang den operativen Cash Flow nur unzureichend glättet.

Der Cash Flow aus der Investitionstätigkeit lag bei -2,44 (-9,09) Mio. Euro. Die Investitionen für den derzeitigen Bau der Biogasanlagen in Seelow nahe Berlin (3,2 MW; Capex: 15 Mio. Euro) spiegelt sich hierin noch nicht wider.

Entwicklung des operativen Cash Flows von KTG Agrar

(in Mio. Euro)



Kapitalerhöhung dämpft Anstieg der Nettofinanzverschuldung

Bruttoemissionserlös von 8,26 Mio. Euro

Auf Grund der Ende März 2010 platzierten Kapitalerhöhung (516.000 Aktien zu je 16,00 Euro; Bruttoemissionserlös: 8,26 Mio. Euro) stieg das Eigenkapital zum 30.06.10 auf 62,05 (31.12.09: 51,67) Mio. Euro. Daher fiel auch der Anstieg der Nettofinanzverschuldung auf 53,21 (31.12.09: 50,59) Mio. Euro moderat aus. Mit einem Verhältnis von Nettofinanzverschuldung/Rolling EBITDA von 3,7 (31.12.09: 4,0) und einem Gearing (Nettofinanzverschuldung/Eigenkapital) von 85,8% (31.12.09: 97,9%) bleibt der Leverage hoch.

Nochmals beschleunigter Ausbau des Biogassegments - Anleihe zur Finanzierung

Kapazität von über 25 MW angestrebt

Kapazität von 14,5 MW
Ende 2010

KTG Agrar kündigte mit den H1-Zahlen den nochmals beschleunigten Ausbau der Biogaskapazitäten bis Ende 2012 auf 26,96 (bisher: 22,86) MW an. Mit der Inbetriebnahme der noch im Bau befindlichen 3,2 MW-Anlage in Seelow nahe Berlin ab Oktober (ursprüngliche Planung: Mitte) 2010 wird die Gesellschaft zum Jahresende 14,46 MW installiert haben.

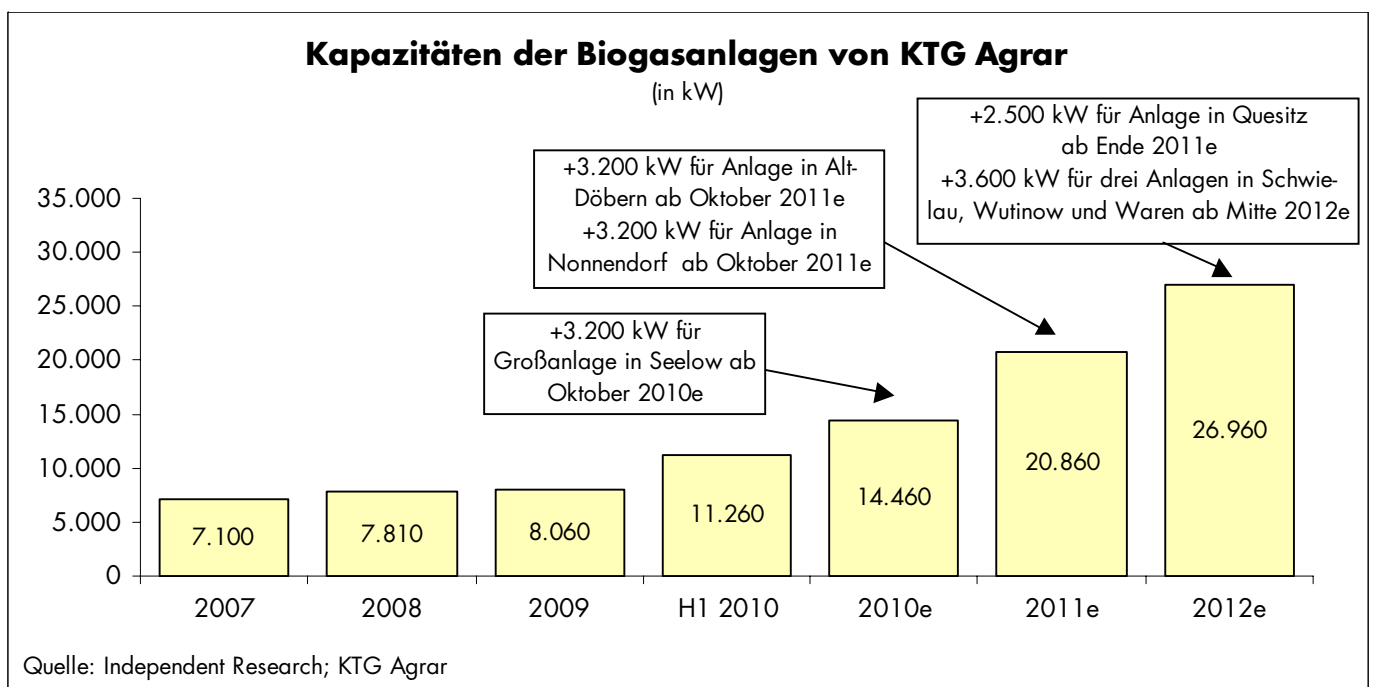
Behördliche Genehmigungen für drei Projekte stehen kurz bevor

Für die drei Anlagen in Alt-Döbern (3,2 MW), Nonnendorf (3,2 MW; KTG Agrar-Anteil: 50%) und Quesitz (2,5 MW), die im Oktober 2011 bzw. Ende 2011 in Betrieb gehen sollen, sind die Projektplanungen bereits abgeschlossen. Die Erteilung der endgültigen behördlichen Genehmigungen stehen laut CEO Hofreiter kurz bevor, so dass mit dem Bau der Anlagen in Alt-Döbern und Nonnendorf noch 2010 und in Quesitz Anfang 2011 begonnen werden kann. Weitere Biogasanlagen (Betriebsbeginn für Mitte 2012 avisiert) sind in Schwielau (1,6 MW), Wutinow (1,0 MW) und Waren (1,0 MW) geplant.

Capex von insgesamt 73,6 Mio. Euro von 2010 bis 2012

Eigenanteil an Investitionen sollte durch operativen Cash Flow finanziert werden

Das Investitionsbudget für die Biogasanlage in Seelow veranschlagen wir auf ca. 15 Mio. Euro, wobei die Finanzierung Unternehmensangaben zufolge gesichert ist. Den Cash-Abfluss erwarten wir im Laufe des H2 2010. Den Capex für die weiteren Biogasanlagen schätzen wir auf ca. 58,6 Mio. Euro. Der Eigenanteil an der Finanzierung beträgt 30% (20% Eigenkapital und 10% aktivierte Eigenleistung) bzw. ca. 17,6 Mio. Euro. KTG Agrar kann diesen Anteil nicht vollständig durch die Ende März platzierte Kapitalerhöhung decken. Die Finanzierung sollte aber durch die erwarteten positiven operativen Cash Flows (2010 bis 2012 kumuliert +25,62 Mio. Euro) darzustellen sein. Weitere Eigenkapitalmaßnahmen sind aber nicht auszuschließen (u.E. erst 2011, weil Kapital 2010 bereits um 10% erhöht wurde).



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

KTG Agrar**Entwicklung des Bereichs Biogas von 2008 bis 2012e**

	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Installierte Kapazität zum Jahresende (Kilowatt)*	7.810	8.060	14.460	20.860	26.960
Durchschnittlich installierte Kapazität (Kilowatt)*	6.400	7.892	10.577	14.427	22.384
Laufleistung pro Jahr (Stunden)	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Vergütung für Strom/Gas (Eurocent je kWh)	18,64	18,52	18,49	18,44	18,29
Vergütung für Wärme (Eurocent je kWh)	2,00	2,00	2,00	1,98	1,96
Anteil des externen Wärmeverkaufs	25%	25%	25%	25%	25%
Umsatz Strom/Gas (Mio. Euro)	9,54	11,69	15,65	21,28	32,76
Umsatz Wärme (Mio. Euro)	0,26	0,32	0,42	0,57	0,88
Bestandsveränderungen (Mio. Euro)	-0,66	0,69	-1,00	-0,75	-0,50
Segmentumsatz (Mio. Euro)	9,14	12,69	15,07	21,10	33,14

Quelle: Independent Research; KTG Agrar * auf Basis einer Laufleistung aller Anlagen von 8.000 Stunden pro Jahr

Starke Nachfrage nach Anleihe

Anleiheemission im Volumen von 50 Mio. Euro

KTG Agrar gab am 07.09.10 die erfolgreiche Platzierung einer fünfjährigen Anleihe (ISIN: DE000A1ELQU9; Handel an der Bondm der Börse Stuttgart) mit einem Volumen von 25 Mio. Euro und einem Kupon von 6,75% bekannt. Auf Grund der starken Nachfrage wurde das Volumen bis zum 21.09.10 auf 50 Mio. Euro aufgestockt. Die 25 Mio. Euro-Tranche ist in einem schwierigen Marktumfeld innerhalb von nur drei Tagen bei institutionellen und privaten Investoren platziert worden. Der Emissionserlös soll zur Refinanzierung kurzfristiger Verbindlichkeiten (25 Mio. Euro) und zur Wachstumsfinanzierung (25 Mio. Euro; d.h. Biogasanlagenbau und Landkauf) verwendet werden.

Höhere Bankenunabhängigkeit, aber auch höherer Anleihezinssatz

Die Fristentransformation von kurzfristige in mittelfristige Verbindlichkeiten begrüßen wir außerordentlich, weil zum 31.12.09 rund 50% der Finanzverbindlichkeiten von 61,01 Mio. Euro kurzfristig finanziert waren. Die größere Bankenunabhängigkeit werten wir positiv. Die Finanzierungsbedingungen der Banken für die Biogasanlagen sind laut CEO Hofreiter mit Zinssätzen unter 5,00% aber günstiger als bei der Anleihe (Kupon: 6,75%). Wegen der stark verringerten kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten (Zinssätze: 7,00% bis 8,00%) dürfte sich der durchschnittliche Zinssatz aber verringern. Angesichts eines Capex für die Biogasanlagen von kumuliert 73,6 Mio. Euro in den Jahren 2010 bis 2012 und eines FK-Anteils von 51,5 Mio. Euro wird KTG Agrar aber weiterhin stark auf eine Bankenfinanzierung angewiesen sein.

2012 Biogassegment dürfte rund 50% zum Umsatz beisteuern

Wir gehen davon aus, dass sich der Umsatz des Bereichs Energieproduktion/Biogas von 2009 (12,69 Mio. Euro) bis 2012 (33,14 (alt: 29,61) Mio. Euro) mehr als verdoppeln wird und ca. 50% (2009: 39%) zum Umsatz beisteuert. Wir erwarten, dass die bisher kaum ersichtlichen positiven Effekte der planbaren, regelmäßigen Cash Flows beim Aufbau dieser kritischen Kapazitätsmasse künftig stärker zum Tragen kommen.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Prognosen

90% der konventionellen Ernte für 2010 kontrahiert

Preissteigerungen bei Agrarprodukten kompensieren Ernteauffälle

Auf Grund der schlechten Witterung rechnet KTG Agrar 2010 mit Ernteauffällen zwischen 10% und 15%. Allerdings sind im Zuge der stetigen Reduzierung der für 2010 erwarteten Erntemengen durch die USDA und FAO (bspw. Dürre und Brände in Russland) u.a. die Preise für Weizen seit Anfang Juni um 77% gestiegen. Hiervon dürfte KTG Agrar profitieren. Laut CEO Hofreiter hatte die Gruppe bis Juni erst ca. 20% der konventionellen Ernte 2010 zu niedrigen Festpreisen verkauft und den Preisanstieg zur Kontrahierung von weiteren 70% zu deutlich höheren Preisen genutzt.

Umsetzung einiger Biogasprojekte verschieben sich auf Herbst 2011

Sonderkosten belasten EpS für 2010

Wir erwarten für 2010 bei einer Gesamtleistung von 63,78 (alt: 64,74) Mio. Euro ein EBIT von 10,35 (alt: 10,567) Mio. Euro. Das Nettoergebnis sehen wir bei 5,05 (alt: 5,81) Mio. Euro bzw. das EpS bei 0,91 (alt: 1,05) Euro. Grund für die EpS-Senkung sind die nach HGB in die GuV einfließenden Kosten für die Kapitalerhöhung im März bzw. die Begebung der Wandelanleihe sowie der in H1 2010 verbuchte Buchverlust aus dem Verkauf einer Immobilie (au-

KTG Agrar							
Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung							
Einheit : in Mio. Euro	2010e		2011e		2012e		
Geschäftsjahresende : 31. Dez	alt	neu	alt	neu	alt	neu	
Rechnungslegungsstandard : HGB							
Umsatzerlöse	42,55	42,30	52,43	50,61	61,30	65,09	
Veränderung ggü. Vorjahr	31,9%	31,2%	23,2%	19,6%	16,9%	28,6%	
Bestandsveränderung	2,00	2,00	1,50	1,50	1,00	1,00	
Sonstige betriebliche Erträge	17,99	17,97	18,88	18,91	19,55	19,59	
Gesamtleistung	64,74	63,78	75,81	74,02	81,85	88,53	
Veränderung ggü. Vorjahr	8,4%	6,8%	17,1%	16,1%	8,0%	19,6%	
EBITDA	14,54	14,60	18,77	18,17	23,14	25,98	
EBITDA-Marge	22,5%	22,9%	24,8%	24,6%	28,3%	29,3%	
bereinigte EBITDA-Marge	24,6%	25,1%	26,5%	26,3%	29,9%	30,9%	
EBIT	10,67	10,35	13,37	12,87	16,35	18,16	
EBIT-Marge	16,5%	16,2%	17,6%	17,4%	20,0%	20,5%	
bereinigte EBIT-Marge	18,0%	17,8%	18,9%	18,6%	21,1%	21,6%	
Konzernergebnis	5,81	5,05	7,05	6,96	8,44	9,74	
Nettomarge	9,0%	7,9%	9,3%	9,4%	10,3%	11,0%	
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)	5,557	5,557	5,676	5,676	5,676	5,676	
EpS (in Euro)	1,05	0,91	1,24	1,23	1,49	1,72	
DpS (in Euro)	0,10	0,10	0,12	0,12	0,15	0,17	

Quelle: Independent Research

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

ßerordentliches Ergebnis 2010: -1,83 Mio. Euro). Zudem gab es - trotz der Anhebung der Ziele für den Kapazitätsausbau im Allgemeinen - Verzögerungen und Projektplanungsanpassungen im Biogasbereich. So hatten wir mit dem Anlaufen der Anlage in Seelow für Mitte (neu: Oktober) 2010 gerechnet. Die Biogasanlage in Alt-Döbern wird nun eine Kapazität von 3,2 (alt: 2,0) MW haben, dafür aber erst im Oktober 2011 (bisher: Ende 2010) in Betrieb gehen.

Wachstumsschub ab 2012

Bereits 25% der konventionellen Ernte für 2011 zu hohen Preisen kontrahiert

Die Verzögerungen im Biogasbereich spiegeln sich auch in unserer reduzierten EpS-Prognose für 2011 von 1,23 (alt: 1,24) Euro wider. Wir haben aber in den Marktfruchtsegmenten ein konservatives Ergebnisszenario zugrunde gelegt. KTG Agrar hat bereits 25% der konventionellen Ernte für 2011 zu den aktuell hohen Preisen kontrahiert. Die Inputstoffe (Düngemittel, Diesel) für die Frühjahrsaussaat 2011 wurden zu noch günstigen Konditionen gesichert. Damit ist ein positiver Spread zwischen Verkaufspreis und Produktionskosten zu erwarten.

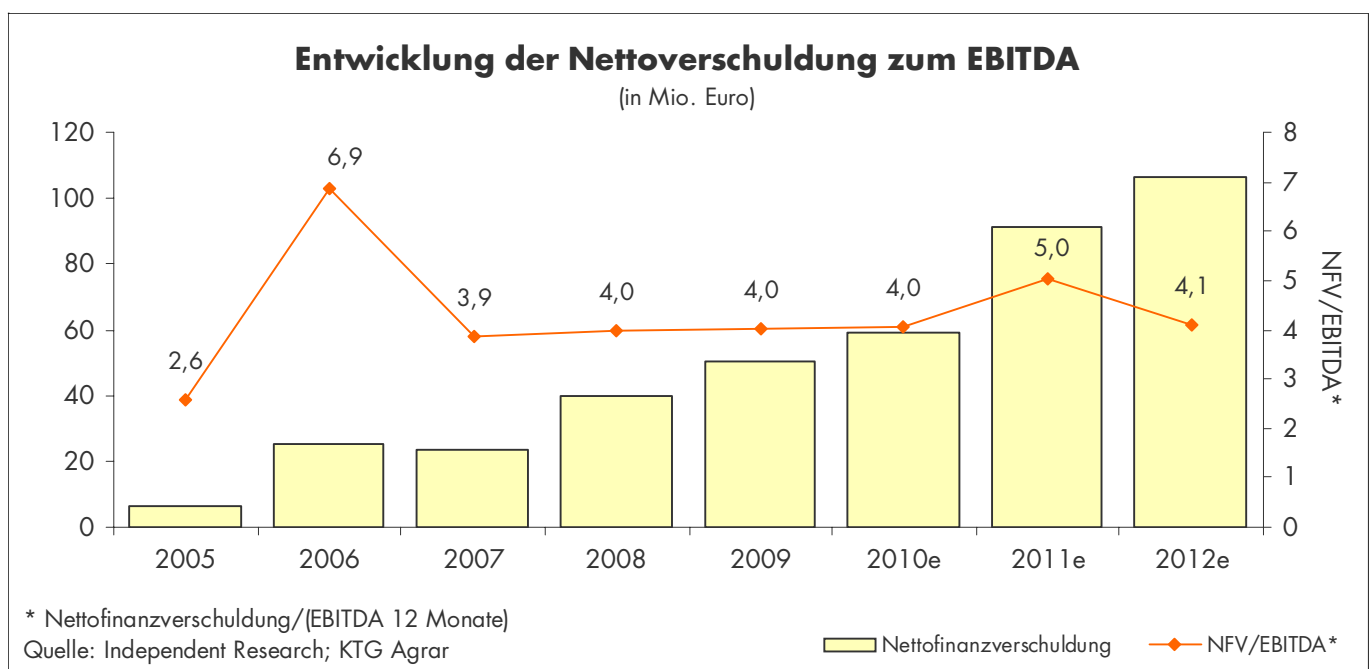
Gesamtleistungsziel von 100 Mio. Euro ist 2013 zu erreichen

Auf Grund des beschleunigten Ausbaus des Biogassegments haben wir unsere EpS-Prognose für 2012 auf 1,72 (alt: 1,49) Euro erhöht. Die von CEO Hofreiter in einem Interview mit dem Platow-Brief (08.09.10) avisierte Gesamtleistung von 100 Mio. Euro halten wir ab 2013 für realistisch. Das EBIT-Margenziel von "nicht unter 18%" ist gut zu erreichen.

Verschuldung bleibt hoch

Hoher Verschuldungsgrad

Auf Grund der von uns für 2010 bis 2012 angehobenen Capex-Planung (Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit 2010 bis 2012: -88,07 (alt: -70,25) Mio. Euro) rechnen wir bis 2012 mit einem Anstieg der Nettofinanzverschuldung auf 106,52 (alt: 88,87) Mio. Euro. Das Verhältnis von Nettofinanzverschuldung/EBITDA halten wir unverändert für hoch. Da für den Ausbau des Biogasgeschäfts hohe Vorinvestitionen nötig sind, doch der Ergebnisbeitrag erst zeitverzögert einsetzt, dürfte dieses Verhältnis erst 2012 wieder sinken. Umso wichtiger erscheint es uns, dass KTG Agrar ab 2011 nachhaltig positive operative Cash Flows vorweisen kann.



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Bewertung

Wir bewerten die Aktie mit einem dreistufigen DCF-Modell. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der GuV bis 2012. 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 von 1,5% an. Der risikofreie Zinssatz beträgt 4,0%. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital setzen wir mit 8,0% und auf das Fremdkapital mit 2,0% an. Das Beta liegt bei 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 WACC von unverändert 8,3%.

Fairer Wert je Aktie: 20,57
(alt: 20,04) Euro

Wir ermitteln einen fairen Wert des Eigenkapitals von 116,78 (alt: 113,76) Mio. Euro bzw. 20,57 (alt: 20,04) Euro je Aktie. Hierin spiegelt sich der beschleunigte Ausbau des Biogasgeschäfts wider. Dem steht ein höherer Capex in den Jahren 2010 bis 2012 gegenüber.

DCF-Modell KTG Agrar										
in Mio. Euro	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Umsatz	42,30	50,61	65,09	74,80	80,41	86,44	92,93	99,90	107,39	115,44
Wachstum Umsatz	31,2%	19,6%	28,6%	14,9%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Gesamtleistung	63,78	74,02	88,53	100,57	106,85	113,50	120,55	128,01	135,93	144,30
Wachstum Gesamtleistung	23,8%	6,8%	19,6%	13,6%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
EBIT-Marge (in % der Gesamtleistung)	16,2%	17,4%	20,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBIT	10,35	12,87	18,16	25,14	26,71	28,37	30,14	32,00	33,98	36,08
- Ertragssteuern	-2,90	-3,60	-5,09	-7,04	-7,48	-7,94	-8,44	-8,96	-9,51	-10,10
+ Abschreibungen	4,26	5,31	7,81	8,61	8,87	9,13	9,38	9,63	9,87	10,10
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,53	0,41	0,69	0,78	0,83	0,88	0,93	0,99	1,05	1,12
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cash Flow	12,24	14,98	21,58	27,49	28,93	30,44	32,01	33,66	35,39	37,19
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-6,61	-4,68	-6,27	-7,62	-4,72	-5,12	-4,86	-5,23	-5,62	-6,04
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-20,92	-40,06	-27,09	-5,24	-7,48	-7,94	-8,44	-8,96	-9,51	-10,10
Free Cash Flow	-15,30	-29,75	-11,79	14,64	16,74	17,38	18,71	19,47	20,25	21,05
Barwerte	-14,95	-26,77	-9,76	11,16	11,75	11,23	11,14	10,67	10,22	9,77
Summe Barwerte	24,45									
Terminalwert	146,54									
Wert des operativen Geschäfts	170,99									
+ liquide Mittel	59,22									
- Finanzverschuldung und Minderheiten	-113,43									
Marktwert Eigenkapital	116,78									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	5,676									
Kurs in Euro	20,57									

in % vom Gesamtwert : 86%

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell :					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital :	40%	Fremdkapital :	60%	
risikofreie Rendite :	4,00%	Beta :	1,3	Risikoprämie FK :	1,9%
		Risikoprämie :	8,0%	Tax-Shield :	28,0%
		Zins EK :	14,3%	Zins FK :	4,2%
Wachstumsr. FCF :	1,5%	WACC :	8,27%	Datum :	21.09.10

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
Wachstum	0,5%	20,06	17,03	14,38	12,05
	1,0%	22,03	18,68	15,77	13,23
	1,5%	24,84	20,57	17,36	14,57
	2,0%	27,01	22,77	19,17	16,08

Quelle: Independent Research

1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

KTG Agrar							
Ausgewählte Kennzahlen							
Geschäftsjahresende :	31. Dez	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Rechnungslegungsstandard :	HGB						
GuV-Kennzahlen							
Umsatz (in Mio. Euro)		15,31	26,42	32,25	42,30	50,61	65,09
Gesamtleistung (in Mio. Euro)		31,62	48,22	59,70	63,78	74,02	88,53
EBITDA-Marge		19,3%	20,8%	21,0%	22,9%	24,6%	29,3%
EBIT-Marge		12,7%	15,6%	15,4%	16,2%	17,4%	20,5%
Nettomarge		neg.	8,2%	9,0%	7,9%	9,4%	11,0%
Abschreibungsquote		6,6%	5,2%	5,6%	6,7%	7,2%	8,8%
Operative Kosten/Gesamtleistung		80,7%	79,2%	79,0%	77,1%	75,4%	70,7%
Zinsdeckungsgrad		2,12	3,40	3,97	4,69	3,23	3,48
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen							
Eigenkapitalrendite inkl. Investitionszulage (ROE) vor Steuern		7,2%	13,5%	13,2%	12,5%	12,4%	15,9%
Eigenkapitalrendite inkl. Investitionszulage (ROE) nach Steuern		neg.	10,0%	10,4%	7,8%	9,7%	11,9%
ROIC		9,7%	9,0%	8,4%	7,5%	6,9%	8,1%
Gesamtkapitalrentabilität		neg.	6,5%	5,8%	5,0%	6,5%	6,9%
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote inkl. Investitionszulage		34,9%	36,5%	33,9%	36,2%	37,1%	36,0%
Anlagenintensität inkl. Tiervermögen		47,0%	45,4%	45,6%	48,4%	63,1%	62,5%
Anlagendeckung A inkl. Investitionszulage		74,2%	80,4%	74,4%	74,8%	58,8%	57,6%
Anlagendeckung B inkl. Investitionszulage		126,0%	128,9%	118,4%	183,3%	137,5%	135,6%
Liquidität 1. Grades		50,1%	25,6%	14,8%	199,2%	39,3%	29,2%
Liquidität 2. Grades		59,9%	36,3%	45,2%	244,5%	91,5%	80,9%
Liquidität 3. Grades		130,1%	131,5%	115,7%	448,2%	273,9%	244,0%
Umschlagsdauer der Vorräte (Tage)		389	576	273	356	382	424
Umschlagsdauer der Forderungen LuL (Tage)		80	66	241	80	97	100
Umschlagsdauer der Verbindlichkeiten LuL (Tage)		243	291	295	59	106	159
Cash Conversion Cycle (Tage)		226	351	219	377	373	365
Working Capital (in Mio. Euro)		14,56	29,06	29,81	36,43	41,10	47,38
Working Capital-Quote		95,1%	110,0%	92,4%	86,1%	81,2%	72,8%
Innenfinanzierungsgrad		-	-	-	0,23	0,21	0,46
CAPEX/Abschreibungen		649,9%	566,9%	471,1%	508,9%	769,1%	356,3%
CAPEX/Umsatz		88,4%	53,8%	49,1%	51,2%	80,6%	42,8%
Kennziffern je Aktie (in Euro)							
Ergebnis je Aktie		-0,55	0,89	1,08	0,91	1,23	1,72
Operativer Cash Flow je Aktie		-1,84	-2,18	-2,18	0,85	1,48	2,21
Free Cash Flow je Aktie		-4,56	-5,09	-5,75	-2,91	-5,58	-2,57
Dividende je Aktie		0,00	0,00	0,10	0,10	0,12	0,17
Cash je Aktie		4,01	2,59	2,10	7,30	1,78	1,77
Buchwert je Aktie inkl. Investitionszulage		6,86	8,86	10,45	11,68	12,63	14,35
Bewertungskennzahlen							
EV/Umsatz		5,1	3,9	3,7	3,4	2,8	2,2
EV/EBITDA		12,7	10,3	9,5	9,8	7,9	5,5
EV/EBIT		19,3	13,7	13,0	13,9	11,2	7,9
KGV		neg.	15,7	11,8	16,9	12,5	8,9
KBV inkl. Investitionszulage		1,8	1,6	1,2	1,3	1,2	1,1
KCV		neg.	neg.	neg.	18,0	10,4	6,9
KUV		3,4	2,3	2,1	2,1	1,7	1,3
Dividendenrendite		0,0%	0,0%	0,8%	0,7%	0,8%	1,1%

Quelle: Independent Research; KTG Agrar

1|2|3|4|6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

KTG Agrar						
Gewinn- und Verlustrechnung						
Einheit : in Mio. Euro	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Geschäftsjahresende : 31. Dez						
Rechnungslegungsstandard : HGB						
Umsatzerlöse	15,31	26,42	32,25	42,30	50,61	65,09
Veränderung ggü. Vorjahr	82,7%	72,6%	22,1%	31,2%	19,6%	28,6%
Bestandsveränderung	5,91	5,71	3,21	2,00	1,50	1,00
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,75	0,47	4,72	1,50	3,00	2,86
Sonstige betriebliche Erträge	9,65	15,62	19,52	17,97	18,91	19,59
in % der Umsatzerlöse	63,0%	59,1%	60,5%	42,5%	37,4%	30,1%
Gesamtleistung	31,62	48,22	59,70	63,78	74,02	88,53
Materialaufwand	-12,46	-15,07	-18,71	-19,32	-22,80	-26,74
in % der Gesamtleistung	-39,4%	-31,2%	-31,3%	-30,3%	-30,8%	-30,2%
Personalaufwand	-3,48	-5,00	-6,92	-7,42	-8,71	-9,43
in % der Gesamtleistung	-11,0%	-10,4%	-11,6%	-11,6%	-11,8%	-10,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,58	-18,12	-21,53	-22,44	-24,33	-26,39
in % der Gesamtleistung	-30,3%	-37,6%	-36,1%	-35,2%	-32,9%	-29,8%
EBITDA	6,09	10,03	12,54	14,60	18,17	25,98
EBITDA-Marge	19,3%	20,8%	21,0%	22,9%	24,6%	29,3%
Abschreibungen	-2,08	-2,51	-3,36	-4,26	-5,31	-7,81
in % der Gesamtleistung	-6,6%	-5,2%	-5,6%	-6,7%	-7,2%	-8,8%
EBIT	4,01	7,53	9,18	10,35	12,87	18,16
EBIT-Marge	12,7%	15,6%	15,4%	16,2%	17,4%	20,5%
Finanzergebnis	-1,89	-2,21	-2,31	-2,21	-3,99	-5,22
in % der Gesamtleistung	-6,0%	-4,6%	-3,9%	-3,5%	-5,4%	-5,9%
EBT	2,12	5,31	6,86	8,14	8,88	12,94
EBT-Marge	6,7%	11,0%	11,5%	12,8%	12,0%	14,6%
Außerordentliches Ergebnis	-3,63	-0,23	-0,23	-1,83	0,00	0,00
in % der Gesamtleistung	-11,5%	-0,5%	-0,4%	-2,9%	0,0%	0,0%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,32	-0,59	-0,82	-0,82	-1,33	-2,20
Steuerquote	21,2%	-11,6%	-12,4%	-13,0%	-15,0%	-17,0%
Sonstige Steuern	-0,14	-0,17	-0,19	-0,20	-0,22	-0,32
Konzernergebnis vor Minderheiten	-1,97	4,32	5,63	5,29	7,33	10,42
in % der Gesamtleistung	-6,2%	9,0%	9,4%	8,3%	9,9%	11,8%
Minderheitenanteile	-0,40	-0,38	-0,25	-0,24	-0,37	-0,68
Konzernergebnis	-2,36	3,94	5,37	5,05	6,96	9,74
Nettomarge	-7,5%	8,2%	9,0%	7,9%	9,4%	11,0%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück) *	4,300	4,443	4,963	5,557	5,676	5,676
EpS (in Euro) *	-0,55	0,89	1,08	0,91	1,23	1,72
DpS (in Euro)	0,00	0,00	0,10	0,10	0,12	0,17

Quelle: Independent Research; KTG Agrar

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

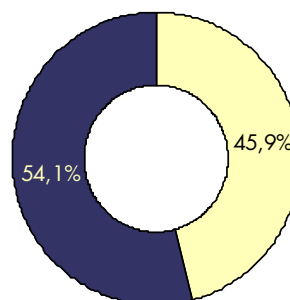
1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

KTG Agrar						
Bilanz						
Einheit : in Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : HGB	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA						
Aufwendungen für die Inangasetzung	0,00	0,00	1,85	1,39	1,08	0,84
Anlagevermögen						
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,89	5,15	5,75	5,70	5,67	5,65
Sachanlagen	33,85	42,78	62,23	79,40	114,49	134,03
Finanzanlagen	0,93	1,00	1,12	1,12	1,12	1,12
Summe Anlagevermögen	39,67	48,93	69,10	86,22	121,28	140,80
Tiervermögen	0,07	0,06	0,60	0,60	0,60	0,60
Umlaufvermögen						
Vorräte	13,29	23,77	14,00	18,85	23,87	31,07
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,36	4,78	21,28	9,23	13,41	17,82
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände	10,49	17,76	34,27	21,30	21,53	23,36
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	17,23	11,50	10,42	40,58	10,10	10,05
Summe Umlaufvermögen	44,37	57,82	79,97	89,96	68,90	82,30
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,37	1,18	1,23	1,35	1,45	1,70
Bilanzsumme	84,48	107,99	152,75	179,52	193,31	226,24
PASSIVA						
Eigenkapital						
Gezeichnetes Kapital	4,30	4,73	5,16	5,68	5,68	5,68
Kapitalrücklage	21,45	27,47	32,50	40,24	40,24	40,24
Gewinnrücklagen	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung	4,32	3,73	4,58	4,58	4,58	4,58
Bilanzgewinn	-2,29	1,65	7,02	11,57	17,98	27,03
Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter	1,27	1,63	2,40	2,64	3,01	3,69
Summe Eigenkapital	29,06	39,21	51,67	64,71	71,49	81,22
Sonderposten für Investitionszuschüsse und -zulagen	0,44	0,16	0,17	0,20	0,22	0,25
Rückstellungen						
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0,30	0,32	0,13	0,16	0,19	0,23
Steuerrückstellungen	0,48	0,87	1,32	1,63	1,87	2,27
Sonstige Rückstellungen	1,10	0,82	0,80	0,99	1,14	1,38
Summe Rückstellungen	1,88	2,01	2,26	2,78	3,19	3,88
Verbindlichkeiten						
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	40,89	51,29	61,01	99,61	101,36	116,56
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,00	0,00	6,17	0,00	0,00	0,00
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,31	12,00	15,11	3,11	6,63	11,67
Sonstige Verbindlichkeiten	3,80	3,26	16,29	8,92	10,24	12,43
Summe Verbindlichkeiten	53,00	66,55	98,58	111,64	118,22	140,66
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,11	0,07	0,06	0,18	0,19	0,23
Bilanzsumme	84,48	107,99	152,75	179,52	193,31	226,24

Quelle: Independent Research; KTG Agrar

KTG Agrar						
Kapitalflussrechnung						
Einheit : in Mio. Euro	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Geschäftsjahresende : 31. Dez						
Rechnungslegungsstandard : HGB						
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit						
Konzernjahresüberschuss	1,67	4,55	5,85	5,05	6,96	9,74
Abschreibungen	2,08	2,51	3,22	4,26	5,31	7,81
Zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,88	-0,28	-4,71	0,24	0,37	0,68
Gewinne/Verluste aus Abgang von Gegenständen des AV	-0,26	0,34	-2,65	0,00	0,00	0,00
Veränderung der Rückstellungen	0,80	0,13	0,17	0,53	0,41	0,69
Veränderung der übrigen Aktiva	-15,20	-19,98	-45,75	20,05	-9,52	-13,70
Veränderung der übrigen Passiva	3,90	3,04	33,04	-25,39	4,86	7,30
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	-7,89	-9,70	-10,82	4,73	8,38	12,52
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit						
Einzahlung aus Abgängen von Gegenständen des AV	4,42	1,57	1,37	0,75	0,75	0,75
Einzahlung aus dem Verkauf von konsolidierten UN	0,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Auszahlung für Investitionen in das immaterielle AV	-0,05	-0,52	-0,76	-0,25	-0,25	-0,25
Auszahlung für Investitionen in das SAV und Tiervermögen	-13,40	-13,70	-14,94	-21,42	-40,56	-27,59
Einzahlung für Abgänge des Finanzanlagevermögens	0,00	0,10	0,01	0,00	0,00	0,00
Auszahlung für Investitionen in das Finanzanlagevermögen	-0,09	0,00	-0,13	0,00	0,00	0,00
Auszahlung für den Erwerb von konsolidierten Unternehmen	-3,33	-0,36	-3,27	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit	-11,70	-12,91	-17,72	-20,92	-40,06	-27,09
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit						
Einzahlung aus Kapitalerhöhung	23,90	6,45	5,46	8,26	0,00	0,00
Auszahlungen aus außerordentlichen Posten	-3,63	-0,23	-0,23	0,00	0,00	0,00
Aufnahme/Tilgung von Krediten	12,99	10,40	16,45	38,59	1,75	15,21
Auszahlung an Gesellschafter für Altschulden	-0,31	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenzahlung	0,00	0,00	0,00	-0,50	-0,56	-0,68
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	32,95	16,62	21,68	46,35	1,19	14,52
Zahlungswirksame Veränderung	13,36	-5,99	-6,86	30,16	-30,48	-0,05
Konsolidierungsbedingte Änderung des Finanzmittelfonds	0,11	0,20	2,20	0,00	0,00	0,00
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	3,77	17,23	11,50	10,42	40,58	10,10
Veränderung der Wertpapiere	0,00	0,06	3,58	0,00	0,00	0,00
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	17,23	11,50	10,42	40,58	10,10	10,05

Quelle: Independent Research; KTG Agrar

Aktionärsstruktur der KTG Agrar AG

□ Beatrice Ams

■ Streubesitz

Quelle: KTG Agrar AG

1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien – Einzelemittenten- (Gültig ab dem 18.12.2009)

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

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten – (Gültig bis zum 17.12.2009)

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.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

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 abgezinsten 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.

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 primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50SM und Stoxx Europe 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, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. 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 der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 21.09.2010 -

Mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die Independent Research GmbH 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.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Stand: 21.09.2010

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
D-60325 Frankfurt am Main**

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

Haftungserklärung

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Die Independent Research GmbH ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research Analysten der Independent Research GmbH liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die Independent Research GmbH und deren jeweilige verbundene Unternehmen 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. Die Independent Research GmbH und/oder deren jeweilige verbundene Unternehmen sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

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 Independent Research GmbH basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der Independent Research GmbH und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten ge covert werden.

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 Betreuer für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, sie auf eigene Rechnung an Kunden verkaufen oder von ihnen kaufen, Investmentbank-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.

Mit Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

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