



Researchstudie (Anno)

KTG Energie AG



**Deutschlands führender Biogasproduzent wächst weiter -
Deutliche Skaleneffekte zu erwarten -
Rentabilität steigt**

Kursziel: 17,00 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18

KTG Energie AG*5

Rating: KAUFEN
Kursziel: 17,00

Aktueller Kurs: 11,60
28.4.2014 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HNG53
WKN: A0HNG5
Börsenkürzel: KB7
Aktienanzahl³: 6,00
Marketcap³: 69,60
Enterprise Value³: 231,02³ in
Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 37,90 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.10.2014

Designated Sponsor:
Donner & Reuschel AG

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Energie

Fokus: Biogas

Mitarbeiter: 63

Gründung: 2006

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Dr. Thomas Berger (CEO),
Christian Heck (COO), Olaf Schwarz (CFO)



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.10.2013	31.10.2014e	31.10.2015e
Umsatz	31,60	50,93	63,72	74,76
EBITDA	9,02	13,20	16,09	20,25
EBIT	5,95	7,97	9,07	12,24
Jahresüberschuss	-1,76*	1,33	1,53	3,43

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,29*	0,22	0,26	0,57
Dividende je Aktie	0,00	0,40	0,40	0,50

* 2012 inkl. 4,0 Mio. € Kosten für den Börsengang und die Anleiheemission

Kennzahlen

EV/Umsatz	5,55	4,54	3,63	3,09
EV/EBITDA	19,46	17,50	14,36	11,41
EV/EBIT	29,49	28,98	25,47	18,88
KGV	-39,48	52,45	45,49	20,32
KBV		3,50		

Finanztermine

06.05.2014: 5. SCF_Small Cap Forum
19.06.2014: Hauptversammlung
22.07.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht
10.09.2014: 4. Züricher Kapitalmarkt Konf.
28.09.2014: Jährliche Anleihezinszahlung
9.-10.12.2014: 18. Münchner Kapitalmarkt Konf.

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
28.01.2014: RS / 17,00 / KAUFEN
07.10.2013: RS / 17,00 / KAUFEN
09.09.2013: RS / 17,00 / KAUFEN
17.07.2013: RG / 17,00 / KAUFEN
12.06.2013: RS / 17,00 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Auf Grund eines weiteren Ausbaus des Anlagenbestandes auf nunmehr 41 MW erreichte die KTG Energie AG im Rumpfgeschäftsjahr 2013, das zum 31.10.2013 endete, eine weitere Steigerung der Umsatzerlöse um 61,2 % auf nunmehr 50,93 Mio. €. Dabei wurden 42,3 Mio. € im Kernbereich Biogas erwirtschaftet, 38,9 % mehr als im Vorjahreszeitraum. 7,9 Mio. € wurden mit Handelsgeschäften generiert.
- Dabei ist zu beachten, dass das GJ 2013 ein Rumpfgeschäftsjahr war. Diese Veränderung des Geschäftsjahres wurde zuvor durch die Hauptversammlung beschlossen und ist mit dem Rechtsformwechsel der Muttergesellschaft KTG Agrar in eine SE und einer damit verbundenen früheren Berichtserstattungspflicht begründet. Insofern ist den Wachstumswerten eine nochmals gesteigerte Bedeutung beizupflichten.
- Das EBIT lag mit 7,97 Mio. € um 34,0 % über dem Vorjahreswert, konnte also nahezu proportional zu den Umsatzerlösen im Biogasbereich steigen. Auf Basis der gesamten Umsatzerlöse, sank die EBIT-Marge gegenüber dem Vorjahr um 3,1 Prozentpunkte auf 15,7 %. Bereinigt um das margenschwache Handelsgeschäft lag die EBIT-Marge mit 18,5 % jedoch nahezu auf Vorjahresniveau.
- Bilanziell ist das Bild vom weiteren Anlagenausbau geprägt gewesen, was sich in einem weiterhin deutlich steigenden Anlagevermögen auf 158,05 Mio. € und Finanzverbindlichkeiten auf 170,37 Mio. € niederschlug. Die Eigenkapitalquote wurde mit 9,6 % nahezu konstant gehalten.
- Für das GJ 2013/2014 plant die KTG Energie AG den Anlagenbestand bis Juli 2014 auf rund 50 MW auszubauen, um von den bisher gültigen Einspeisetarifen zu profitieren, bevor am 01.08.2014 das novellierte EEG in Kraft tritt. Weitere Ausweitungen des Anlagenbestandes über diesen Zeitpunkt hinaus, haben wir auf Grund der derzeit unsicheren zukünftigen gesetzlichen Förderlage in unseren Prognosen nicht berücksichtigt.
- Auf Grund der weiteren Ausweitung der Anlagenkapazitäten, aber auch auf Grund des zunehmenden Hochfahrens der Anlagen auf Volllastbetrieb, erwarten wir für das GJ 2013/14 sowie das GJ 2014/15 weitere Umsatzsteigerungen um 25,1 %, respektive 17,3 %. Damit sollte im GJ 2014/15 ein Umsatzvolumen von 74,76 Mio. € und damit das Maximalvolumen auf Basis der dann bestehenden Anlagekapazitäten erreicht werden.
- Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass die Kosten im Zuge der sinkenden Investitionen und dem zunehmenden Volllastbetrieb unterproportional steigen, so dass Skaleneffekte zum Tragen kommen sollten. Insofern gehen wir davon aus, dass auch deutliche Steigerungen auf allen Ergebnisebenen erreicht werden können.
- **Insgesamt schätzen wir die KTG Energie AG als gut positioniert ein, auch vor dem Hintergrund der sich ändernden gesetzlichen Rahmenbedingungen. In den kommenden beiden Jahren gehen wir von steigenden Ergebnismargen, Kapitalrenditen und auch Dividendenzahlungen aus. Unser Kursziel von 17,00 € bestätigen wir vor diesem Hintergrund, genauso wie das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

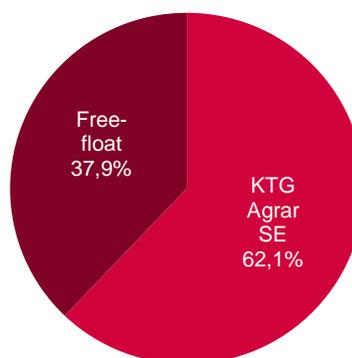
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur	4
Markt und Marktumfeld	5
Biogasmarkt in Deutschland	5
EEG-Reform 2014	6
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2013	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	12
Prognose und Modellannahmen	13
Umsatzprognosen	13
Ergebnisprognosen	14
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell.....	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

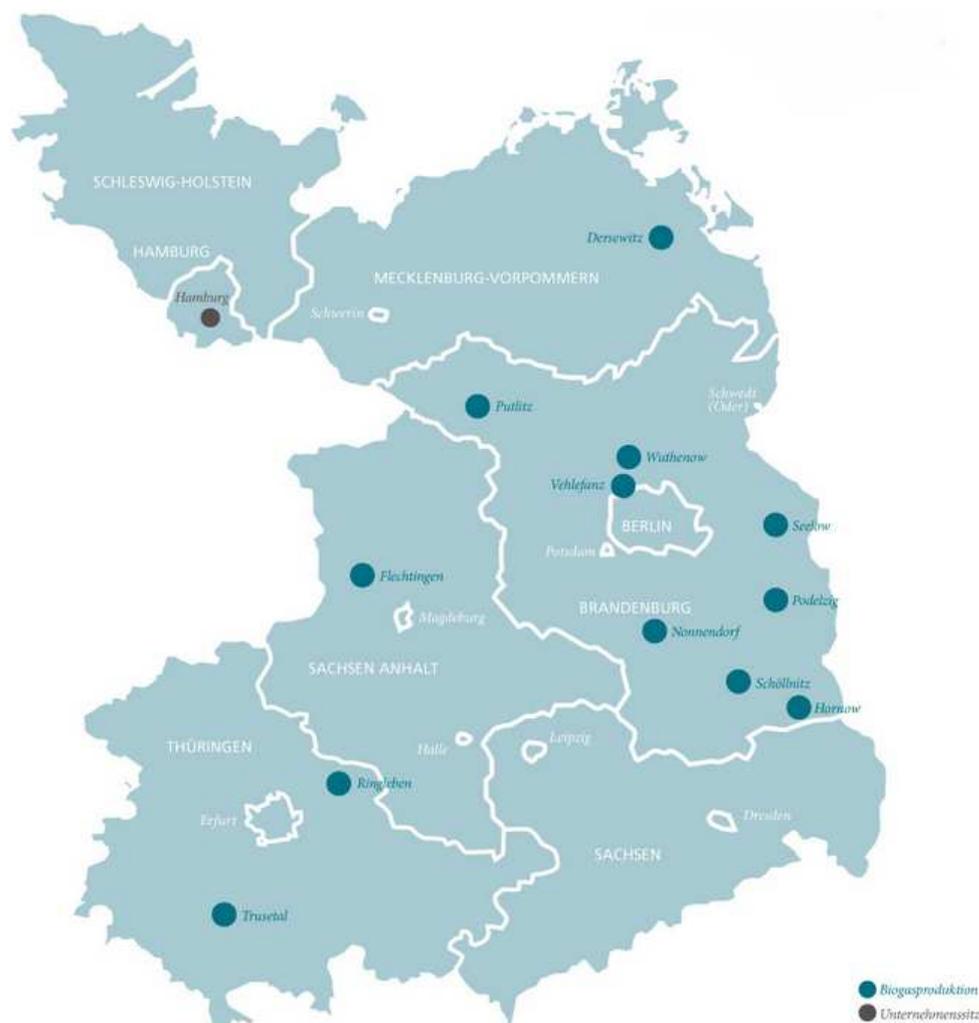
Aktionär	Anteil
KTG Agrar SE	62,1 %
Freefloat	37,9 %
Gesamt	100,0 %

Quelle: KTG Energie, GBC



Unternehmensstruktur

Die KTG Energie AG ist eine 62,1 %ige Tochtergesellschaft der KTG Agrar SE. Die KTG Energie-Gruppe besteht aus der KTG Energie AG als Muttergesellschaft sowie 27 100%igen und einer 50%igen Tochtergesellschaft, die im Rahmen der Vollkonsolidierung in den Konzernabschluss einbezogen werden. Des Weiteren hält sie an einer weiteren Gesellschaft eine Beteiligung von 49%. Derzeit betreibt das Unternehmen Biogasanlagen an 18 Standorten.



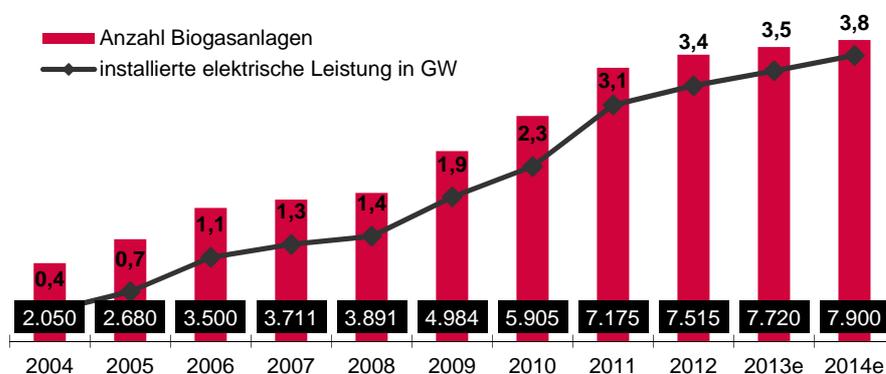
Quelle: KTG Energie, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Biogasmarkt in Deutschland

Im Jahr 2013 schwächte sich der Zuwachs bei Biogasanlagen weiter ab. Nachdem im Vorjahr immerhin noch ein Zuwachs um 4,7 % registriert wurde, geht der Fachverband Biogas e.V. davon aus, dass im Jahr 2013 nur noch ein Zuwachs um 2,7 % auf 7.720 Anlagen stattgefunden hat. Gleichzeitig hat die installierte elektrische Leistung leicht überproportional um 5,8 % auf 3,5 GW zugelegt. Auch für das Jahr 2014 ist nicht davon auszugehen, dass eine wesentliche Belebung herbeigeführt wird. Vielmehr geht der Fachverband Biogas e.V. von einer weiteren Abschwächung der Zuwachsrate bei bestehenden Anlagen auf 2,3 % und damit 7.900 Anlagen aus.

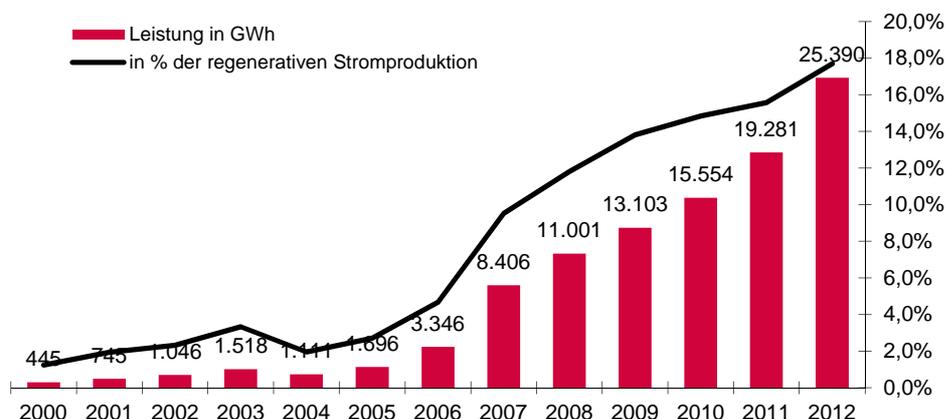
Anzahl der Biogasanlagen und installierte elektrische Leistung in Deutschland



Quelle: Fachverband Biogas e.V.

Ungeachtet dieser gebremsten Entwicklung und der damit verbundenen gebremsten Ausbauaktivitäten, die vor allem vor dem Hintergrund der unsicheren gesetzlichen Rahmenbedingungen zu sehen ist, hat die Bedeutung von Biogas innerhalb des erneuerbare Energien-Mix weiter zugenommen. Im Jahr 2012 wurden aus Biogas 25.390 GWh Strom erzeugt. Dies entspricht einem Zuwachs um 31,7 %. Damit hat sich auch der Anteil des Biogases an der Strombereitstellung aus regenerativen Quellen erhöht und lag bei 17,7 %, nach 15,6 % im Vorjahr. Dementsprechend lag Biogas nur knapp hinter der Fotovoltaik, die einen Beitrag von 18,4 % beisteuerte. Wenngleich Zahlen zum Jahr 2013 noch nicht vorliegen, ist wohl davon auszugehen, dass es zu keinen wesentlichen Verschiebungen gekommen ist, da die Zubauaktivitäten in allen Bereichen der erneuerbaren Energien stockten.

Stromerzeugung aus Biogas



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

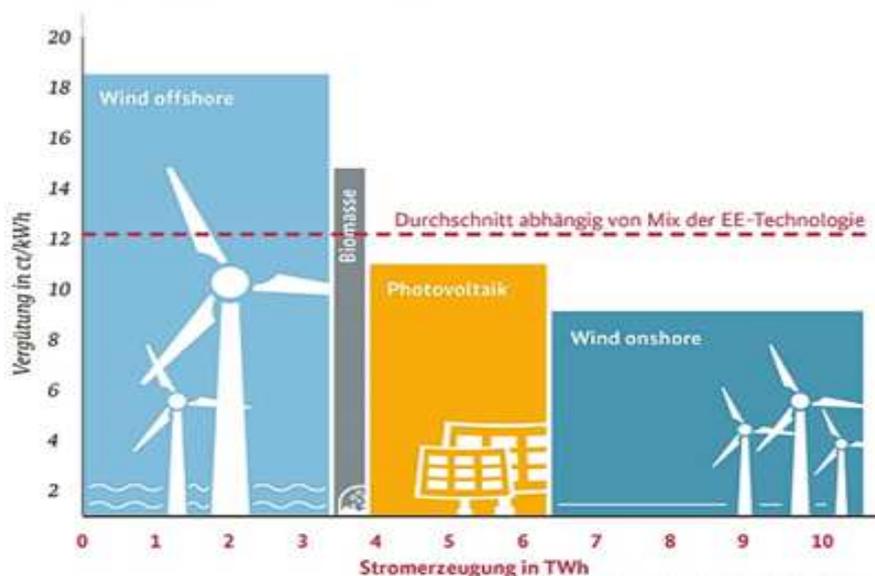
EEG-Reform 2014

Im Januar stellte Bundeswirtschaftsminister Sigmar Gabriel seine Eckpunkte für die Reform des Erneuerbare Energien-Gesetz (EEG) vor. Das neue EEG soll am 01. August 2014 in Kraft treten und sieht vor allem eine verstärkte Förderung von Offshore-Windanlagen vor.

Die Biomasse betreffend, soll der Zubau auf 100 MW pro Jahr begrenzt werden. Selbst in 2013 lag der Zubau mit 205 MW deutlich höher. Gleichzeitig soll die Förderung zukünftig auf Anlagen beschränkt werden, die überwiegend Abfall- und Reststoffe verarbeiten. Der Zubau soll dadurch beschränkt werden, indem über die Grenze von 100 MW hinausgehende Anlagenvergütungen einer scharfen Degression unterlegen sind. Die Vergütung innerhalb der Zubaugrenze soll immerhin bei 0,15 € pro kWh liegen und damit rund 20 % unterhalb der bisher geltenden Sätze.

Auf dem jüngsten Spitzentreffen der Ministerpräsidenten der Bundesländer wurde sich des Weiteren darauf verständigt, dass die Zubaubegrenzung von 100 MW pro Jahr nur für Neuanlagen gelten soll und nicht für bestehende Anlagen. Bestehende Anlagen können damit weiterhin erweitert werden, was der KTG Energie AG zu Gute kommt.

EEG-Vergütungsstruktur für Neuanlagen im Jahr 2015



Quelle: Eckpunktpapier zur Reform des EEG der Bundesregierung

Sollte die EEG-Reform in der vorgeschlagenen Form zum Tragen kommen, dürfte dies die Wachstumsraten der Biogasbranche zweifelsohne weiter eintrüben. Jedoch ist auch positiv zu betonen, dass es für bestehende Anlagen einen Bestandsschutz gibt, so dass die bisherigen Vergütungssätze beibehalten werden. Noch nicht abschließend geklärt ist, ob die geplanten Förderkürzungen für neue Anlagen gelten, die nach dem 23.01.2014 genehmigt wurden oder ob die alten Fördersätze für bis Ende 2014 errichtete Anlagen gelten werden.

Vor diesem Hintergrund plant die KTG Energie AG ihren Anlagenbestand schneller auszubauen als bislang geplant. Bis zum 01. August 2014 soll der Anlagenbestand von 41 MW installierter Leistung zum Ende des RGJ 2013 auf dann 50,0 MW ausgebaut werden, um die Chance zu wahren noch die bisher geltenden Vergütungssätze zu erhalten. Das ausgegebene Ziel, bis 2015 über eine installierte Leistung von 50 MW zu verfügen, wird damit wohl schneller realisiert werden als bislang geplant.

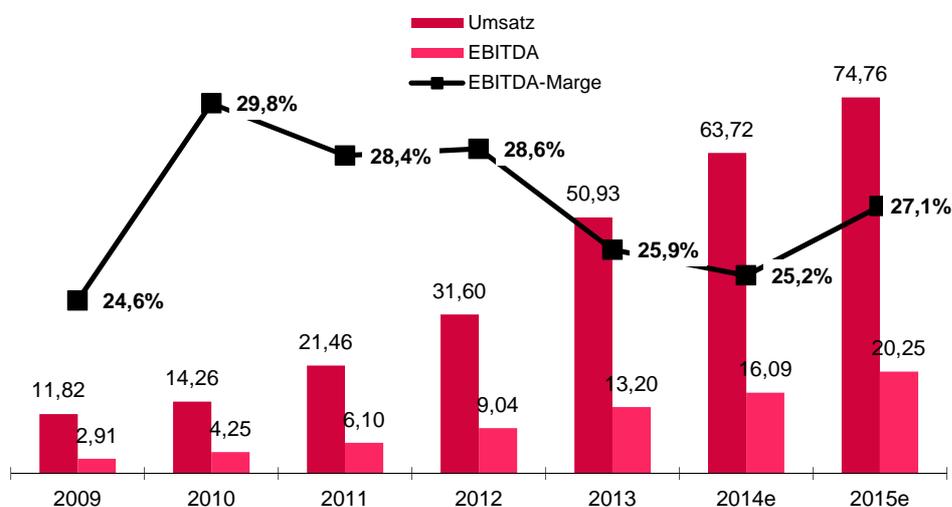
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012		RGJ 2013		GJ 2013/14e		GJ 2014/15e	
Umsatzerlöse	31,601	100,00%	50,925	100,00%	63,720	100,00%	74,760	100,00%
Bestandsveränderungen	-0,037	-0,12%	0,575	1,13%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
aktivierte Eigenleistungen	0,396	1,25%	0,253	0,50%	0,100	0,16%	0,100	0,13%
sonstige betriebliche Erträge	5,766	18,25%	2,554	5,02%	2,500	3,92%	2,500	3,34%
Gesamtleistung	37,726	119,38%	54,308	106,64%	66,320	104,08%	77,360	103,48%
Materialaufwand	-14,056	-44,48%	-27,430	-53,86%	-31,541	-49,50%	-36,632	-49,00%
Personalaufwand	-2,188	-6,92%	-2,748	-5,40%	-2,930	-4,60%	-3,000	-4,01%
Abschreibungen	-3,068	-9,71%	-5,233	-10,28%	-7,020	-11,02%	-8,010	-10,71%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-12,444	-39,38%	-10,909	-21,42%	-15,740	-24,70%	-17,460	-23,35%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	5,971	18,89%	7,988	15,69%	9,089	14,26%	12,258	16,40%
Zinserträge	0,453	1,43%	0,517	1,02%	0,400	0,63%	0,400	0,54%
Zinsaufwendungen	-3,818	-12,08%	-5,837	-11,46%	-7,280	-11,42%	-7,750	-10,37%
EBT	2,607	8,25%	2,668	5,24%	2,209	3,47%	4,908	6,56%
Außerordentliches Ergebnis	-4,080*	-12,91%	-0,264	-0,52%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,269	-0,85%	-1,060	-2,08%	-0,658	-1,03%	-1,462	-1,96%
Sonstige Steuern	-0,021	-0,07%	-0,017	-0,03%	-0,020	-0,03%	-0,020	-0,03%
Jahresüberschuss	-1,763	-5,58%	1,327	2,61%	1,530	2,40%	3,425	4,58%
EBITDA	9,02		13,20		16,09		20,25	
in % der Umsatzerlöse	28,5		25,9		25,3		27,1	
EBIT	5,95		7,97		9,07		12,24	
in % der Umsatzerlöse	18,8		15,7		14,2		16,4	
Ergebnis je Aktie in €* Dividende je Aktie in €	-0,29		0,22		0,26		0,57	
Aktienzahl in Mio. Stück	6,00		6,00		6,00		6,00	

* 2012 inkl. 4,0 Mio. € Kosten für den Börsengang und die Anleiheemission

Entwicklung Umsatz, EBITDA und EBITDA-Marge



Quelle: KTG Energie, GBC

Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	RGJ 2013	GJ 2013e GBC
Umsatzerlöse	31,60	+61,2 %	50,93	51,00
EBITDA	9,02	46,4 %	13,20	15,76
EBITDA-Marge	28,5 %	-3,4 Pp.	25,9 %	30,9 %
EBIT	5,95	+34,0 %	7,97	10,28
EBIT-Marge	18,8 %	-3,1 Pp.	15,7 %	20,5 %
Jahresüberschuss	-1,76*	k.A.	1,33	1,96
EPS in €	-0,29*	k.A.	0,22	0,33

Quelle: KTG Energie, GBC; * 2012 inkl. 4,0 Mio. € Kosten für den Börsengang und die Anleiheemission

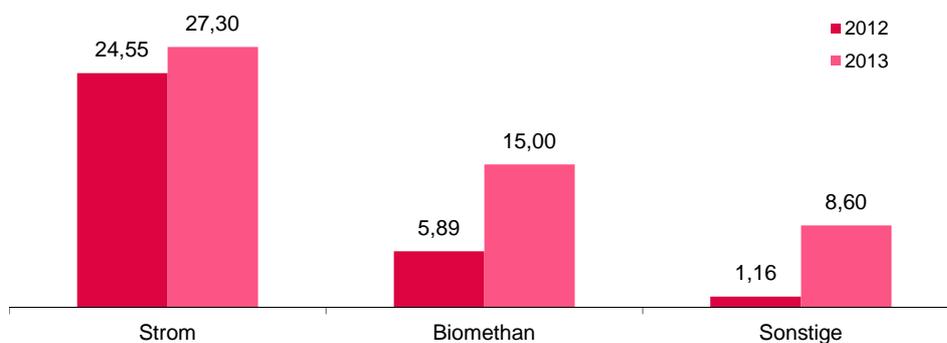
Umsatzentwicklung

Das GJ 2013, das zum 31.10.2013 endete, war für die KTG Energie AG ein 10-monatiges Rumpfgeschäftsjahr. Diese Verschiebung des Geschäftsjahres wurde zuvor durch die Hauptversammlung beschlossen und ist mit dem Rechtsformwechsel der Muttergesellschaft KTG Agrar in eine SE und einer damit verbundenen früheren Berichtserstattungspflicht begründet.

Auf Grund des Rumpfgeschäftsjahres sind unsere Schätzungen für 2013 nicht vergleichbar, da sich diese auf das gesamte Jahr 2013 bezogen haben. Dennoch machen die vorläufigen Zahlen sehr deutlich, dass die KTG Energie AG ihren eingeschlagenen Wachstumskurs unverändert fortgesetzt hat. So konnte die KTG Energie AG im Rumpfgeschäftsjahr 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 50,93 Mio. € und damit mehr als das Doppelte des gleichen Zeitraumes des Vorjahres (23,0 Mio. €) generieren. In unseren Schätzungen für das Gesamtjahr 2013 waren wir davon ausgegangen, dass Umsatzerlöse in Höhe von 51,0 Mio. € für den gesamten 12-Monatszeitraum erreicht werden. Damit konnten unsere Umsatzprognosen für das Jahr 2013 auch in 10 Monaten erfüllt werden.

Insbesondere der Ausbau der Anlagenkapazitäten hat zu der dynamischen Umsatzentwicklung beigetragen. Mit über 41 MW lag die Erzeugungskapazität um rund 30 % über dem Wert des Vorjahreszeitpunktes. Der Anlagenausbau wurde insbesondere im Bereich der Biomethan-Produktion vorangetrieben, was zur Folge hatte, dass der Umsatz mit eingespeistem Bioerdgas um 155 % auf 15,0 Mio. € erhöht wurde und inzwischen fast 30 % der Umsatzerlöse ausmacht. Aber auch der Stromumsatz wurde mit einem Plus von 11,2 % auf nunmehr 27,3 Mio. € weiter verbessert, was zum einen auf den Ausbau bestehender Anlagen zurückzuführen ist und zum anderen auch auf die Tatsache, dass zuvor errichtete Anlagen inzwischen im Volllastbetrieb laufen.

Entwicklung der Umsatzanteile (in Mio. €)



Quelle: KTG Energie, GBC

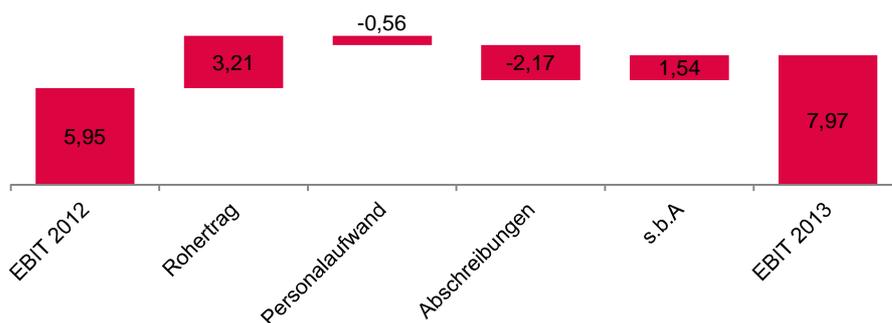
Insgesamt belief sich der Umsatz aus Biogasanlagen auf 42,30 Mio. €, nach 30,45 Mio. € im Vorjahr, was einem Zuwachs um 38,9 % entspricht. Hinzu kamen im GJ 2013 Handelsumsätze in Höhe von 7,9 Mio. €. Hintergrund dieser sind Substratverkäufe an die Muttergesellschaft KTG Agrar SE. Wir gehen davon aus, dass die Umsatzerlöse durch das Handelsgeschäft einmaliger Natur sind und in den kommenden Jahren nicht wiederkehren. Von daher ist der „Kernumsatz“ aus dem Biogasgeschäft in Höhe von 42,30 Mio. € als Ausgangsbasis für die zukünftige Entwicklung heranzuziehen.

Ergebnisentwicklung

Die erwähnten Handelserlöse sollten recht margenschwach sein, so dass davon auszugehen ist, dass die korrespondierenden Materialaufwendungen in einer ähnlichen Größenordnung angefallen sind, was sich auch im deutlichen Anstieg dieser zeigt. Dennoch lag der Rohertrag um 3,21 Mio. € über dem Vorjahresniveau.

Auf das EBIT reduzierend haben sich die Personalaufwendungen und Abschreibungen ausgewirkt, die jeweils im Zuge der Ausweitung des Anlagenbestandes Zuwächse erfuhren. Eine Senkung konnte bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen herbeigeführt werden. Hier waren im Vorjahr einmalige Aufwendungen aus einem Sale & Leaseback-Geschäft in Höhe von 3,0 Mio. € enthalten, die in 2013 nicht erneut anfielen und zu einer entsprechenden Entlastung geführt haben.

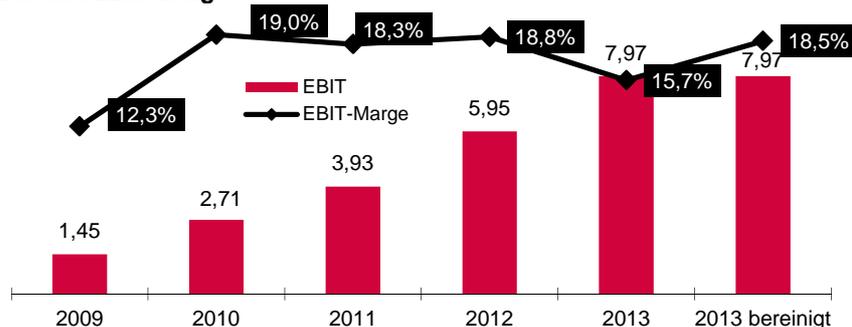
EBIT-Brücke (in Mio. €)



Quelle: KTG Energie, GBC

Insgesamt konnte damit eine Steigerung des EBIT um 34,0 % auf 7,97 Mio. € erreicht werden. Die EBIT-Marge ging zwar gegenüber den Vorjahren leicht auf 15,7 % zurück, markiert aber nach wie vor eine gute Größenordnung. Einer der Hauptgründe für den Margenrückgang war der margenschwache Handelsumsatz, der im Vorjahr nicht enthalten war. Bereinigt um diesen wäre die EBIT-Marge erneut bei einem Wert von 18,5 % gelegen. Strukturell hat sich an der Rentabilität der KTG Energie AG demnach keine Veränderung ergeben.

EBIT und EBIT-Marge



Quelle: KTG Energie, GBC; 2013 bereinigt betrifft EBIT-Marge aus Biogasgeschäft, ohne Handelsumsatz

Im Zuge der Ausweitung des Anlagenbestandes hat sich auch das Finanzierungsvolumen weiter erhöht (siehe *Bilanzielle und finanzielle Entwicklung*). Dies bedingte einen weiteren Anstieg der Zinsaufwendungen im RGJ 2013, so dass das Finanzergebnis von -3,36 Mio. € auf nunmehr -5,32 Mio. € anwuchs. Entsprechend belastet war der Jahresüberschuss, der bei 1,33 Mio. € lag. Im Vorjahr lag der Jahresüberschuss bei -1,76 Mio. €, war jedoch durch die Aufwendungen zur Emission der Anleihe in Höhe von 4,08 Mio. € belastet.

Im Einzelabschluss der KTG Energie AG wurde sogar ein Jahresüberschuss in Höhe von 3,0 Mio. € erzielt. Davon sollen rund 80 % bzw. 2,4 Mio. € als Dividende ausgeschüttet werden. Pro Aktie entspricht dies 0,40 €. Damit erfolgt erstmalig eine Dividendenausschüttung und zeigt klar den Weg auf, den die KTG Energie AG in den kommenden Jahren beschreiten will, um sich zu einem stabilen Dividentitel zu entwickeln. Mit einer Dividendenrendite von 3,5 % fällt die Erstdividende bereits in einer respektablen Größenordnung aus.

Bilanzielle und finanzielle Situation

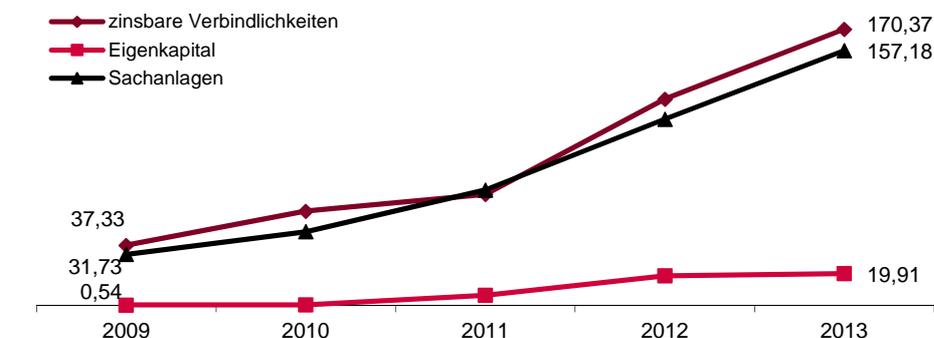
in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	31.10.2013
Eigenkapital	6,59	18,57	19,91
EK-Quote (in %)	6,9 %	10,9 %	9,6 %
Finanzverbindlichkeiten	68,62	127,28	170,37
Liquide Mittel	2,52	21,50	8,97
Nettoverschuldung	66,10	105,78	161,40
Operatives Anlagevermögen	71,50	115,76	158,05
Working Capital	1,19	8,61	23,26

Quelle: KTG Energie, GBC

Das bilanzielle Bild der KTG Energie AG ist auch zum Ende des RGJ 2013 vom fortgesetzten Ausbau der Anlagenkapazitäten geprägt gewesen. So wurde der Anlagenbestand innerhalb von nur 10 Monaten von einer Leistung von 35 MW auf nunmehr 41 MW ausgeweitet.

Entsprechend gab es beim operativen Anlagevermögen eine Ausweitung auf nunmehr 158,05 Mio. €. Der ganz überwiegende Teil des Zuwachses um 36,5 % gegenüber dem 31.12.2012 ist auf Biogasanlagen zurückzuführen. Weitere Anlagen mit einer Gesamtleistung von rund 10 MW befinden sich zudem im Bau und sollen noch bis Juli 2014 fertiggestellt werden. Diese sind mit ca. 42 Mio. € im Anlagevermögen erfasst. Der überproportionale Anstieg des Anlagevermögens zur installierten Leistung ist auch auf die Aufdeckung von stillen Reserven im Anlagenbestand in Höhe von 6,69 Mio. € begründet, die in der Folge der Erstkonsolidierung von Tochtergesellschaften stattgefunden haben.

Entwicklung der Bilanzpositionen

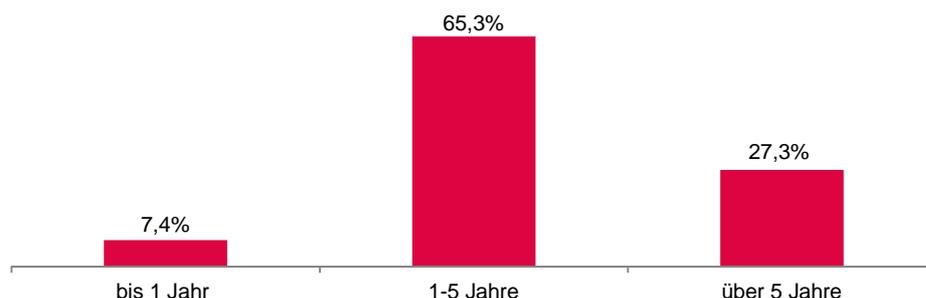


Quelle: KTG Energie, GBC

Kongruent zur Entwicklung des Anlagevermögens stiegen auch die Finanzverbindlichkeiten, da die Anlagen überwiegend durch Fremdmittel finanziert werden. Zum Ende des RGJ 2013 lagen die Finanzverbindlichkeiten bei 170,37 Mio. €. Die Finanzverbindlichkeiten beinhalten Bankkredite, eine begebene Anleihe sowie Verbindlichkeiten aus weitergereichten Anleihemitteln gegenüber der Muttergesellschaft KTG Agrar. Entsprechend der hohen Fremdfinanzierung der Biogasanlagen, beläuft sich die Eigenkapitalquote auf nur 9,6 %.

Der Großteil der Biogasanlagen ist mittel- und langfristig finanziert. Insofern besteht derzeit kein wesentlicher Refinanzierungsdruck. Im laufenden GJ 2013/14 werden lediglich 12,60 Mio. € bzw. 7,4 % des Gesamtbestandes an zinsbaren Verbindlichkeiten zur Refinanzierung fällig. 10,08 Mio. € davon betreffen Bankkredite zur Anlagenfinanzierung, die voraussichtlich revolvieret werden, da diese mit entsprechenden Anlagen besichert sind. Um die mittel- und langfristige Finanzierung auch in Zukunft zu sichern, plant die KTG Energie AG noch mehr Anlagen über KfW-Kredite langfristig über den zugesicherten EEG-Zahlungszeitraum zu refinanzieren und somit das Finanzierungsmodell nachhaltig zu sichern. Auch die aus der begebenen Anleihe finanzierten Anlagen sollen nach diesem Modell refinanziert und so die Rückzahlung der Anleihe im Jahr 2018 sichergestellt werden. Im Zuge dieses Refinanzierungsmodells soll sich die Laufzeit der Finanzverbindlichkeiten verdoppeln, bei gleichzeitig deutlich reduzierten Zinskonditionen.

Prozentuale Verteilung der Fälligkeiten der zinsbaren Verbindlichkeiten



Quelle: KTG Energie, GBC

Der Anstieg des Working Capitals auf 23,26 Mio. € sollte nur ein vorübergehender Effekt sein. Durch ein mit der Muttergesellschaft KTG Agrar betriebenes Handelsgeschäft über Substrate entstanden Forderungen, welche zum Bilanzstichtag noch nicht bezahlt waren. Inzwischen sind diese Forderungen nach Unternehmensangaben beglichen, so dass sich das Working Capital wieder merklich reduziert haben sollte.

Ein weiterer Grund für den Anstieg des Working Capitals ist die starke Zunahme der Sonstigen Vermögensgegenstände von 5,48 Mio. € auf 11,43 Mio. €. Hierbei handelt es sich um Anzahlungsdarlehen an Anlagenbauer für im Bau befindliche Biogasanlagen. Da der Anlagenausbau bis zur Jahresmitte abgeschlossen sein soll, ist davon auszugehen, dass diese Position ebenfalls kurzfristig deutlich reduziert werden kann, mit einem entsprechend senkenden Effekt auf das Working Capital und einen positiven Effekt auf den operativen Cashflow.

Bereinigt um die beiden zwischenzeitlich Working Capital erhöhenden Effekte, wäre der operative Cashflow demnach im RGJ 2013 deutlich positiv ausgefallen. Dies sollte sich nun im laufenden GJ 2013/14 entsprechend umkehren und eine merkliche Verbesserung der Innenfinanzierungskraft aufzeigen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Sicherung der Belieferung mit Substraten durch die KTG Agrar SE • 60% der Einsatzstoffe bestehen aus Zweitfrüchten - diese können zu einem günstigeren und stabilen Preis erworben werden als konventionelle Früchte • Niedrige Kostenbasis der Gesellschaft erlaubt das Erzielen hoher Ergebnismargen und Nettoergebnisse, was die Ausschüttung einer stabilen Dividende ermöglicht • Die durch das EEG festgelegte Einspeisevergütung sorgt für einen stabilen Cash-flow über die nächsten 20 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit bezüglich der Einsatzstoffe von der KTG Agrar SE, aber 30 % des Bedarfs als Vorräte im Eigenbestand • Die Errichtung von Biogasanlagen erfordert einen hohen Fremdfinanzierungsbedarf, was hohe Zinsaufwendungen hervorruft und die Eigenkapitalquote belastet • Abhängigkeit von regulatorischen Rahmenbedingungen und staatlichen Subventionen für Biogasanlagen • Die erzielbaren Kapitalrenditen sind in der Wachstumsphase auf Grund der noch nicht unter Volllast betriebenen Anlagen noch unterdurchschnittlich
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Der Markt ist extrem fragmentiert und durch bäuerlich geprägte Einzelanlagen mit geringem Produktionsvolumen dominiert. Die Vormachtstellung der KTG Energie AG als Betreiber von Großanlagen kann weiter ausgebaut werden • Biogas ermöglicht durch seine Speicherbarkeit im Gegensatz zu anderen alternativen Energien eine variable Deckung des Energiebedarfs, weshalb von weiterem Wachstumspotenzial des Marktes ausgegangen werden kann • Der Markt für mobile Wärme, der mit der Übernahme von LaTherm erschlossen wurde, könnte ein Zukunftskonzept mit hohem Wachstumspotenzial sein • politischer Wille zum ausschließlichen Einsatz von Reststoffen in Biogasanlagen könnte bei KTG Energie AG zu deutlichen Senkungen der Inputkosten führen 	<ul style="list-style-type: none"> • Der starke Ausbau der Biogaskapazitäten kann zu einem Engpass bei Einsatzstoffen führen, die dann am Markt beschafft werden müssen, was u.U. höhere Preise fordert • Beschränkte Verfügbarkeit geeigneter Standorte für neue Biogasanlagen • Abhängigkeit von der Akzeptanz von Biogas. Dies ist besonders problematisch, da zum Teil potenzielle Nahrungsmittel zur Energieherstellung genutzt werden • Die Förderungsbedingungen für Biogas könnten sich mit der Novellierung des EEG ab dem Jahr 2015 deutlich verschlechtern

Prognose und Modellannahmen

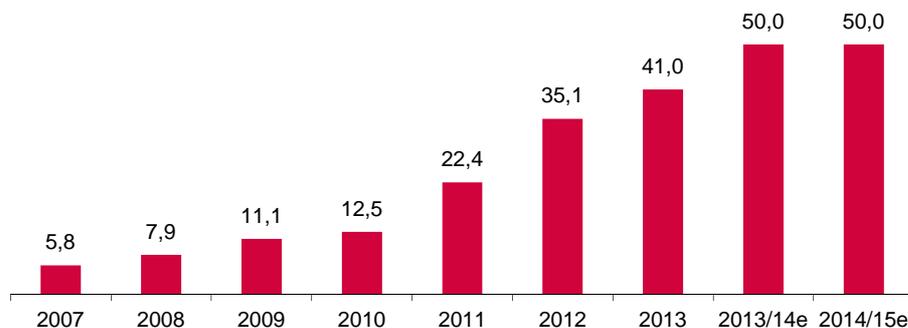
GuV (in Mio. €)	RGJ 2013	GJ 2013/14e	GJ 2014/15e
Umsatzerlöse	50,93	63,72	74,76
EBITDA	13,20	16,09	20,25
EBITDA-Marge	25,9 %	25,3 %	27,1 %
EBIT	7,97	9,07	12,24
EBIT-Marge	15,7 %	14,2 %	16,4 %
Konzernjahresüberschuss	1,33	1,53	3,43
EPS in €	0,22	0,26	0,57

Quelle: Berechnungen GBC

Umsatzprognosen

Bis Juli 2014 plant die KTG Energie AG den Anlagenbestand auf 50,0 MW auszubauen, um noch von den bisher gültigen Einspeisevergütungssätzen zu profitieren. Wir gehen in unseren Schätzungen davon aus, dass ein weiterer Zubau nach dem 01.08.2014 nicht mehr stattfindet, sondern planen für die Folgeperioden mit einer energetischen Leistung von 50 MW.

Entwicklung der Betriebsleistung der Biogasanlagen (in MWe)



Quelle: KTG Energie, GBC

Vor dem Hintergrund des weiteren Anlagenausbaus um 9 MW erwarten wir auch für das GJ 2013/14 einen weiteren Umsatzsprung. Zudem umfasst das GJ 2013/14 einen 12-monatigen Zeitraum, wohingegen das RGJ 2013 nur 10 Monate umfasste. Die erwartete weitere Umsatzsteigerung im GJ 2014/15 resultiert insbesondere aus dem Hochfahren der bestehenden Anlagenkapazitäten auf Volllastbetrieb. Angesichts einer Vergütung von rund 1,5 Mio. € pro MW sollte ein maximaler Umsatz von 75 Mio. € aus dem 50 MW Anlagenbestand resultieren. Diesen Wert haben wir als Zielgröße für das Jahr 2016 angesetzt. Gemäß den aktuellen politischen Diskussionen sollen nur Neuanlagen von der Förderungskürzung betroffen sein. Dementsprechend könnte die KTG Energie AG bestehende Anlagen erweitern und dabei weiter die alten Vergütungssätze beanspruchen. Diese Möglichkeit lassen wir jedoch für den Moment unberücksichtigt, da ein entsprechender politischer Gesetzesbeschluss noch nicht wirksam ist.

Insofern beinhalten unsere Prognosen lediglich die Auswertung des aktuellen Anlagenbestandes. Über diesen Zeitpunkt hinausgehende Expansionen belassen wir aus Gründen der politischen Unsicherheit bezüglich des künftigen Fördermechanismus und damit verbundenen Finanzierungsmöglichkeiten von neuen Anlagen derzeit unberücksichtigt. Zudem haben wir in unseren Umsatzprognosen auch keine Umsatzerlöse aus der Akquisition des mobilen Wärmetransportsystems von LaTherm berücksichtigt, wenngleich dieses in den kommenden Jahren deutliche zusätzliche Umsatzbeiträge entfalten könnte.

Zusammensetzung der Umsatzplanung

Umsatzentwicklung	RGJ 2013	2013/14e	2014/15e
Installierte Leistung gesamt zum Jahresende in MW	41,1	50,0	50,0
Differenz zum Vorjahr in MW	6,0	8,9	0,0
durchschnittlich installierte Leistung in MW	29,5	42,7	50,0
Laufleistung p.a. in Stunden	8.060	8.060	8.060
durchschnittlicher Vergütungssatz in Cent/kWh	18,98	18,76	18,76
Einspeisevergütung in Mio. €	42,20	62,22	73,26
zzgl. Sonstige Umsatzerlöse	8,70	1,50	1,50
Umsatzerlöse gesamt in Mio. €	50,90	63,72	74,76

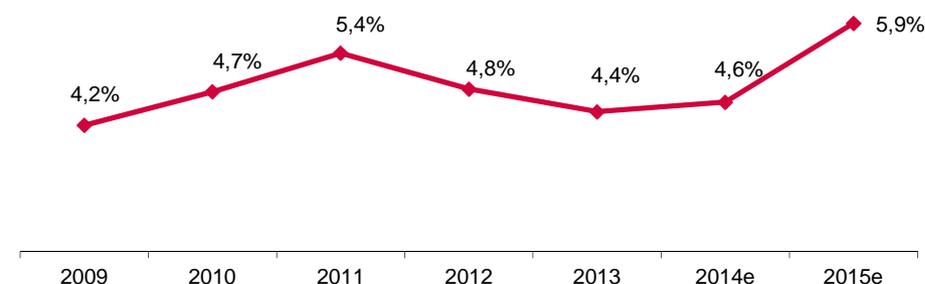
Quelle: Berechnungen GBC

Ergebnisprognosen

Entsprechend den steigenden Umsatzerlösen gehen wir auch von weiteren Verbesserungen bei den Ergebniskennzahlen aus. Insbesondere ab dem GJ 2014/15 sollten dann deutliche Skaleneffekte eintreten. Wenn die Biogasanlagen gänzlich unter Volllast laufen, sollten keine weiteren Steigerungen im Bereich der Fixkosten, etwa beim Personal, Instandhaltung, Abschreibungen etc., anfallen, so dass das volle Ertragspotenzial ausgeschöpft wird.

Insofern gehen wir davon aus, dass die KTG Energie AG im GJ 2013/14 zwar absolut steigende Ergebnisse vorweisen wird, jedoch zunächst das Margenniveau noch einmal leicht abnehmen wird. Für das GJ 2014/15 rechnen wir dann mit einer überproportionalen EBIT-Steigerung auf dann 12,24 Mio. € und einer entsprechenden Steigerung der EBIT-Marge auf 16,4 %.

Entwicklung der Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)

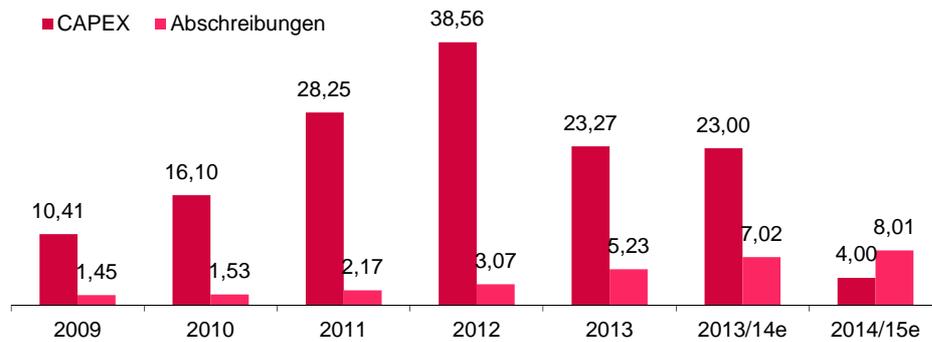


Quelle: Berechnungen GBC

Diese Rentabilitätssteigerung sollte sich auch positiv bei den Kapitalrenditen bemerkbar machen. Im Zuge der starken Anlagenausweitung im RGJ 2013, der unterproportional zum Umsatz verlaufenden EBIT-Steigerung und der damit verbundenen Margenerosion, hat sich die Rendite auf das eingesetzte Kapital zuletzt leicht rückläufig entwickelt. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend bereits im laufenden GJ 2013/14 umkehren wird, da im Zuge des Anlaufens der noch im Bau befindlichen Anlagen auch die absolute Ertragskraft steigt, gegenüber einem dann unterproportional zulegendem Anlagevermögen. Zudem sollten wieder merkliche Reduktionen des Working Capitals eintreten. Für 2014/15 erwarten wir diesen Effekt noch einmal verstärkt, so dass im Zuge der Entfaltung des vollen Ertragspotenzials der Biogasanlagen eine Rendite auf das eingesetzte Kapital in Höhe von 5,9 % erreicht werden kann.

Durch den Stopp des Ausbaus des Anlagenbestandes nach dem 01.08.2014 ist in den kommenden Perioden von einer erheblichen Steigerung der Innenfinanzierungskraft auszugehen. Ab dem GJ 2014/15 sollten die Abschreibungen die Investitionen in Anlagevermögen deutlich übersteigen, mit dem Effekt steigender Free-Cashflows. Diese sollten zudem in einer ausreichenden Höhe anfallen, um den Zinsdienst bedienen zu können und um weiterhin eine attraktive Dividendenpolitik zu verfolgen.

Investitionen und Abschreibungen



Quelle: Berechnungen GBC

Im Zuge der deutlich geringeren Investitionen sollten sich auch die Steigerungsraten bei den Abschreibungen und Zinsaufwendungen relativieren, mit dem Effekt verbesserter Jahresüberschüsse. Bereits für das GJ 2014/15 gehen wir von einem Jahresüberschuss in Höhe von 3,43 Mio. € bzw. einem EPS von 0,57 € proAktie aus.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die KTG Energie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013/14 und 2014/15 in Phase 1, erfolgt von 2015/16 bis 2020/21 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 27,1 % angesetzt. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 30 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir konservativ eine Wachstumsrate von 0,0 % und gehen von keinen weiteren Anlageninvestitionen aus.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,54 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir gemäß dem Finanzierungsmix der Gesellschaft für neue Biogasanlagen eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich bei Fremdkapitalkosten in Höhe von 4,0 % gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 4,5 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Unter Verwendung der entsprechenden Kapitalkosten (WACC) von 4,5 % resultiert für die KTG Energie AG zum Ende des Geschäftsjahres 2015 ein fairer Wert je Aktie in Höhe von **17,00 €**. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel von 17,00 € unverändert belassen. Während wir auf der einen Seite eine leichte Reduktion der Zielmargen vorgenommen haben, wirken sich die niedrigeren Finanzierungskosten im Zuge der zunehmenden langfristigen Umfinanzierung der Biogasanlagen werterhöhend aus.

DCF-MODELL

KTG Energie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	0,0%
EBITDA-Marge	27,1%	ewige EBITA - Marge	19,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	40,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	63,72	74,76	76,26	77,78	79,34	80,92	82,54	84,19	
US Veränderung	25,1%	17,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,37	0,44	0,47	0,50	0,54	0,57	0,61	0,65	
EBITDA	16,09	20,25	20,67	21,08	21,50	21,93	22,37	22,82	
EBITDA-Marge	25,2%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	
EBITA	9,07	12,24	13,02	13,77	14,52	15,27	16,01	16,74	
EBITA-Marge	14,2%	16,4%	17,1%	17,7%	18,3%	18,9%	19,4%	19,9%	19,9%
Steuern auf EBITA	-2,73	-3,66	-3,90	-4,13	-4,36	-4,58	-4,80	-5,02	
zu EBITA	30,1%	29,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	6,34	8,58	9,11	9,64	10,17	10,69	11,20	11,72	
Kapitalrendite	3,5%	4,3%	4,5%	5,0%	5,5%	5,9%	6,4%	7,0%	7,2%
Working Capital (WC)	24,84	31,07	30,50	31,11	31,73	32,37	33,02	33,68	
WC zu Umsatz	39,0%	41,6%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	
Investitionen in WC	-1,58	-6,23	0,57	-0,61	-0,62	-0,63	-0,65	-0,66	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	174,02	170,00	162,35	155,04	148,07	141,40	135,04	128,96	
AFA auf OAV	-7,02	-8,01	-7,65	-7,31	-6,98	-6,66	-6,36	-6,08	
AFA zu OAV	4,0%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Investitionen in OAV	-22,99	-4,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investiertes Kapital	198,85	201,07	192,85	186,16	179,80	173,77	168,06	162,64	
EBITDA	16,09	20,25	20,67	21,08	21,50	21,93	22,37	22,82	
Steuern auf EBITA	-2,73	-3,66	-3,90	-4,13	-4,36	-4,58	-4,80	-5,02	
Investitionen gesamt	-24,57	-10,23	0,57	-0,61	-0,62	-0,63	-0,65	-0,66	
Investitionen in OAV	-22,99	-4,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in WC	-1,58	-6,23	0,57	-0,61	-0,62	-0,63	-0,65	-0,66	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-11,20	6,36	17,33	16,34	16,52	16,72	16,92	17,13	260,90

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	281,03	287,28
Barwert expliziter FCFs	89,16	86,80
Barwert des Continuing Value	191,87	200,48
Nettoschulden (Net debt)	181,88	185,27
Wert des Eigenkapitals	99,15	102,01
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	99,15	102,01
Ausstehende Aktien in Mio.	6,00	6,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,52	17,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,19
Eigenkapitalkosten	8,5%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	21,0%
WACC	4,5%

Kapitalrendite	WACC				
	3,9%	4,2%	4,5%	4,8%	5,1%
6,7%	20,74	17,49	14,68	12,24	10,09
7,0%	22,13	18,75	15,84	13,31	11,08
7,2%	23,51	20,02	17,00	14,37	12,07
7,5%	24,90	21,28	18,16	15,44	13,06
7,7%	26,29	22,55	19,32	16,51	14,04

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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