



Researchstudie (Anno)

KTG Energie AG



Erwartungen im GJ 2013/14 voll erfüllt

-

Weiteres Umsatz- und Ergebniswachstum prognostiziert

-

Dividendenausschüttung wird erneut erhöht

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^{*4,5}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 17,00

Aktueller Kurs: 12,50
2.3.2015 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HNG53
WKN: AOHNG5
Börsenkürzel: KB7
Aktienanzahl³: 6,50
Marketcap³: 81,22
Enterprise Value³: 268,29
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 42,70 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.10.2015

Designated Sponsor:
SAB AG

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Energie

Fokus: Biogas

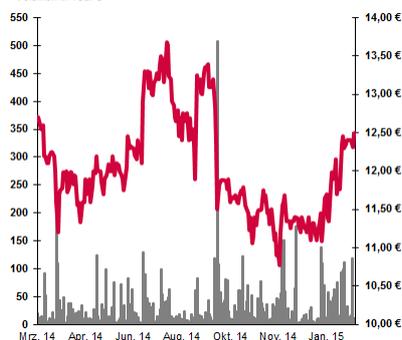
Mitarbeiter: 79

Gründung: 2006

Firmensitz: Hamburg

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

Volumen in Tsd. €



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	31.12.2013	31.10.2014	31.10.2015e	31.10.2016e
Umsatz	50,93	70,86	79,30	82,32
EBITDA	13,20	21,94	24,08	25,10
EBIT	7,97	11,96	13,45	14,03
Jahresüberschuss	1,33	1,86	3,21	3,39

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,22	0,29	0,49	0,52
Dividende je Aktie	0,40	0,45	0,60	0,70

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,76	3,79	3,38	3,26
EV/EBITDA	18,38	12,23	11,14	10,69
EV/EBIT	30,44	22,43	19,95	19,12
KGV	61,20	43,74	25,33	23,94
KBV		3,24		

Finanztermine

21.03.2015: Börsentag München
20./21.05.2015: 19. MKK
04.-06.05.2015: 6. SCF Small Cap Forum
16.06.2015: Prior Conference, Egelsbach
Juni 2015: Hauptversammlung
22.07.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht
31.08.-02.09.2015: DVFA Small Cap Conference
09.09.2015: Zürcher Kapitalmarktkonferenz
November 2015: Structured Finance, Karlsruhe

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
30.01.2015: RS / 17,00 / KAUFEN
26.01.2015: RS / 17,00 / KAUFEN
08.12.2014: RG / 17,00 / KAUFEN
03.12.2014: RS / 17,00 / KAUFEN
29.07.2014: RG / 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

- Das abgelaufene GJ 2013/14 ist für die KTG Energie AG außerordentlich erfolgreich verlaufen. So konnte der Anlagenbestand noch vor der Novellierung des EEG-Gesetzes zum 01.08.2014 auf 53 MW Anlagenleistung ausgebaut werden. Damit hat das Unternehmen seine Ausbauziele deutlich früher erreicht als ursprünglich geplant und hat sich zudem die bislang geltende, höhere Einspeisevergütung für den gesamten Anlagenbestand gesichert.
- Der hohe Zubau der vergangenen Jahre wirkte sich auch in 2013/14 sehr positiv auf die Umsatzentwicklung aus. So konnte diese um 39,1 % auf 70,86 Mio. € gesteigert werden. Dabei entfielen 64,37 Mio. € auf Umsätze mit Strom und Biomethan. Unsere Erwartungen wurden dabei vollständig erfüllt.
- Ergebnisseitig hat die KTG Energie AG ebenfalls merkliche Verbesserungen erzielt. Das EBIT legte klar überproportional um 50,2 % auf 12,00 Mio. € zu. Die EBIT-Marge wurde auf 16,9 % verbessert. Hintergrund der Ergebnisverbesserung war eine rückläufige Materialaufwandsquote im Zuge der rückläufigen Anlaufkosten für bestehende Anlagen sowie eine stabile Fixkostenstruktur.
- Mit der Novellierung des EEG dürfte der Bau neuer Anlagen wirtschaftlich wenig rentabel sein. Aus diesem Grund wird sich das Unternehmen in den kommenden Perioden auf die Optimierung des bestehenden Anlagenbestandes konzentrieren sowie auf die Erschließung neuer Geschäftsbereiche. Hierbei ist zum Beispiel an die Forcierung der Technologie des mobilen Wärmespeichers zu denken.
- Aber auch ungeachtet dessen wird die KTG Energie AG unseres Erachtens in den kommenden Perioden weiteres Wachstum aufweisen. Dieses wird in erster Linie auf die Vollauslastung der bestehenden Anlagen zurückzuführen sein. So erwarten wir im GJ 2014/15 Umsatzerlöse in Höhe von 79,30 Mio. €, was einem Wachstum von 11,9 % entspricht. Die 80 Mio. €-Umsatzmarke sollte dann in 2015/16 durchbrochen werden.
- Hinsichtlich der EBIT-Erwartungen haben wir unsere bisherigen Prognosen bestätigt und erwarten eine stabile EBIT-Marge von 17,0 %. Insbesondere auf der Nettoebene sollten sich merkliche Verbesserungen einstellen, da wir im Rahmen des verlangsamten Anlagenausbaus und anstehenden Refinanzierungen von deutlich unterproportional steigenden Zinsaufwendungen ausgehen. Durch die Refinanzierungen ist ab dem GJ 2016/17 sogar von Entlastungen des Zinsergebnisses in Höhe von bis zu 3 Mio. € pro Jahr auszugehen.
- Die KTG Energie AG hat sich im GJ 2013/14 umsatz- und ergebnisseitig im Rahmen unserer Erwartungen bewegt. Auch die Aussichten auf die kommenden Jahre sind unverändert positiv. Vielmehr erwarten wir zukünftig steigende Free Cashflows und eine sinkende Verschuldung. Zudem wird das Unternehmen in der Lage sein, weitere Dividendensteigerungen vorzunehmen.
- **Auf Basis unserer DCF-Bewertung haben wir unverändert ein Kursziel von 17,00 € ermittelt. Damit bleibt das hohe Kurspotenzial für die Aktien der KTG Energie AG bestehen. Das Rating lautet daher ebenfalls unverändert KAUFEN**

INHALTSVERZEICHNIS

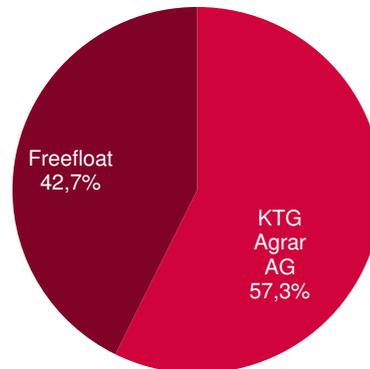
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 31.10.2014)	4
Unternehmensstruktur	4
Markt und Marktumfeld	5
Biogasmarkt in Deutschland	5
Unternehmensentwicklung & Prognose	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2013/14	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
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 (Stand: 31.10.2014)

Aktionär	Anteil
KTG Agrar SE	57,3 %
Freefloat	42,7 %
Gesamt	100,0 %

Quelle: KTG Energie, GBC



Unternehmensstruktur

Die KTG Energie AG ist eine 57,3 %ige Tochtergesellschaft der KTG Agrar SE. Die KTG Energie-Gruppe besteht aus der KTG Energie AG als Muttergesellschaft sowie 31 100%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

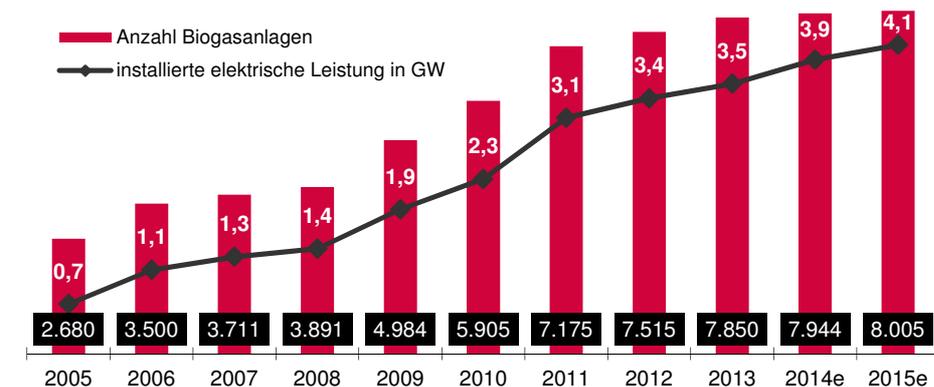
MARKT UND MARKTUMFELD

Biogasmarkt in Deutschland

Mit der Novelle des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) zum 01.08.2014 wurden die wirtschaftlichen Bedingungen für Biogasanlagen verschlechtert, womit der Zubau im Jahr 2014 nahezu vollständig zum Erliegen gekommen ist. So wurden gemäß Angaben des Fachverband Biogas e.V. im Jahr 2014 voraussichtlich lediglich 94 Neuanlagen in Deutschland errichtet. Dieser Zuwachs ist dabei insbesondere vor dem Hintergrund der „Endrally“ zu sehen, bevor die Gesetzesnovelle in Kraft trat. Im Rahmen der EEG-Novelle wurden die Einspeisevergütungen drastisch gekürzt, so dass sich die Errichtung einer neuen Biogasanlage derzeit wirtschaftlich nur schwer darstellen lässt.

Daher geht der Fachverband Biogas auch davon aus, dass sich der Zubau in 2015 unverändert auf einem sehr niedrigen Niveau bewegen wird. So erwartet der Verband einen Zuwachs von gerade einmal 8 MW. Der von der Bundesregierung festgelegte Ausbaukorridor von maximal 100 MW pro Jahr würde damit weit verfehlt werden.

Anzahl der Biogasanlagen und installierte elektrische Leistung in Deutschland



Quelle: Fachverband Biogas e.V.

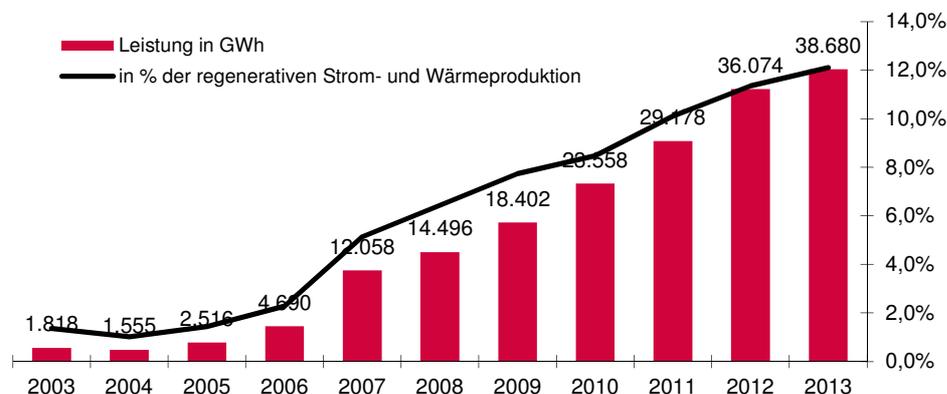
Hintergrund der drastischen Kürzung der Biogas-Förderung ist, dass die Gewinnung von Strom aus Biogas teurer ist, als etwa aus Windkraft oder Fotovoltaik. Biogas hat jedoch den Vorteil der Flexibilität, da es grundlastfähig ist und selbst dann Strom erzeugen kann, wenn Wind- und Solarenergie nicht in ausreichendem Maße geliefert werden können. Biogas soll daher für die flexible Stromerzeugung genutzt werden, was insbesondere durch die Pflicht der Direktvermarktung, also dem Verkauf des Stroms auf dem freien Markt, für neue Anlagen erreicht werden soll. Aber auch Strom aus bestehenden Anlagen kann direkt vermarktet werden und dafür eine Flexibilitätsprämie erhalten.

Ungeachtet der gesetzlich induzierten Wachstumsbremse für Biogas spielt der Bereich eine unverändert wichtige Rolle im Energiemix. Im Jahr 2013 steuerte Biogas 38,68 GWh Strom und Wärme bei, 7,2 % mehr als im Vorjahr. Damit ist der Biogas-Bereich deutlich stärker gewachsen als der gesamte Markt für erneuerbare Energien, der in 2013 nur einen Zuwachs um 0,5 % zu verzeichnen hatte. Inzwischen machen aus Biogas produzierter Strom und Wärme einen Anteil von 12 % an der gesamten Energieerzeugung aus erneuerbaren Energien aus. Dieser Anteil ist über die vergangenen Jahre stetig gestiegen. So lag die Rate in 2010 noch bei einem Anteil von 8,5 %. Beide Tendenzen zeigen auf, welche Bedeutung Biogas in den vergangenen Jahren erlangt hat.

Auch hinsichtlich der CO₂-Vermeidung ist Biogas ein wichtiges Standbein und damit eine wesentliche Säule hinsichtlich der Klimaziele der Bundesregierung. Im Jahr 2013 wurden in Deutschland durch den Einsatz von erneuerbaren Energien 145,8 Mio. Ton-

nen CO₂-Treibhausgasemissionen vermieden, ein Zuwachs um 3,8 % gegenüber 2012. Davon steuerte Biogas einen Anteil von 10,2 % bei. Noch deutlicher ist der Anteil des gesamten Bereichs Biomasse. Hier lag der Anteil an vermiedenen CO₂-Emissionen sogar bei 40,7 %.

Strom- und Wärmeerzeugung aus Biogas



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

Trotz der durch das neue EEG 2014 verhaltenen Aussichten hinsichtlich der Neuerrichtung von Biogasanlagen, zeigt sich die Branche optimistisch. Immerhin wurde für bestehende Anlagen Bestandsschutz ausgesprochen, so dass die alte Einspeisevergütung für Biogas aus bestehenden Anlagen unverändert über den Zeitraum von 20 Jahren vergütet wird.

Zudem geht der Fachverband Biogas davon aus, dass sich die Unternehmen der Biogasbranche auch auf die neuen Rahmenbedingungen einstellen werden können, so wie dies in der Vergangenheit, bei vorherigen Gesetzesänderungen, der Fall war. So wird davon ausgegangen, dass die Branche neue Geschäftsmodelle im Wärme- und Mobilitätssektor entwickeln wird.

Dieser Tendenz hat die KTG Energie AG genüge getan und Ende 2013 die LaTherm GmbH übernommen. Das Unternehmen ist auf die Abwärmenutzung durch transportable Wärmespeicher spezialisiert. Dabei wird die Abwärme von Blockheizkraftwerken in einen mit dem Salz Natriumacetat befüllten Wärmespeicher eingespeist. Per LKW kann der Wärmespeicher dann zum Verbraucher transportiert und die Wärme bedarfsgerecht abgegeben werden. Als Abwärmequelle zur Aufladung der Speicher kommen Biogas- und Müllverbrennungsanlagen sowie diverse industrielle Prozesse in Frage. Verbraucher der Wärme sind Anlagen mit großem Heizbedarf wie Schwimmbäder, Schulzentren oder Logistikhallen.

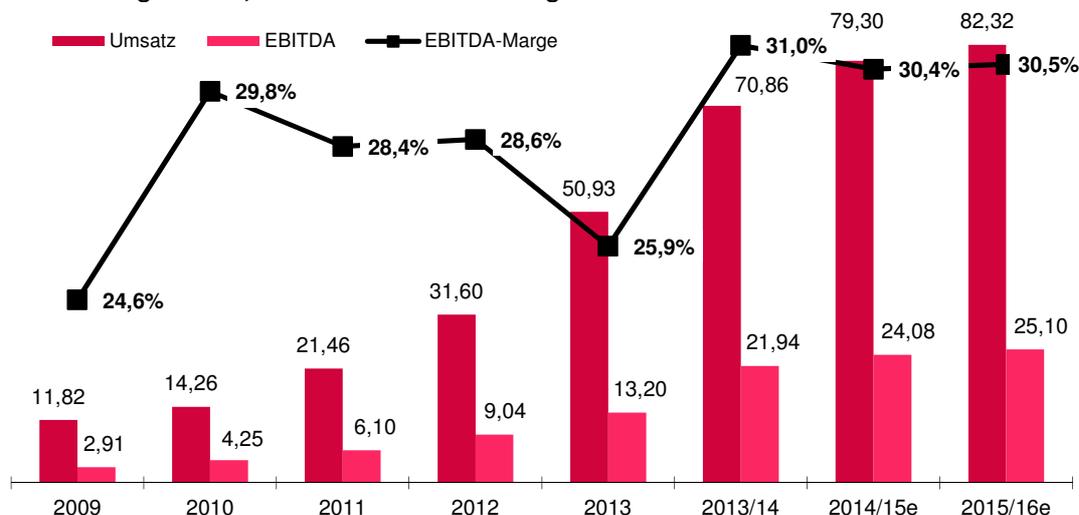
Für die KTG Energie AG ist das LaTherm-System eine zusätzliche Einnahmequelle, da die Abwärme an mehreren Biogasanlagen-Standorten genutzt werden kann. Bereits in 2015 rechnet das Unternehmen mit Umsatzerlösen in Höhe von 0,40 Mio. € aus dem neuen Speichersystem. Bis zum Jahr 2017 soll sogar 1,00 Mio. € mit LaTherm erwirtschaftet werden.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	RGJ 2013		GJ 2013/14		GJ 2014/15e		GJ 2015/16e	
Umsatzerlöse	50,925	100,00%	70,855	100,00%	79,300	100,00%	82,320	100,00%
Bestandsveränderungen	0,575	1,13%	-0,420	-0,59%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
aktivierte Eigenleistungen	0,253	0,50%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
sonstige betriebliche Erträge	2,554	5,02%	2,890	4,08%	2,500	3,15%	2,500	3,04%
Gesamtleistung	54,308	106,64%	73,325	103,49%	81,800	103,15%	84,820	103,04%
Materialaufwand	-27,430	-53,86%	-32,218	-45,47%	-36,082	-45,50%	-37,456	-45,50%
Personalaufwand	-2,748	-5,40%	-3,848	-5,43%	-4,200	-5,30%	-4,570	-5,55%
Abschreibungen	-5,233	-10,28%	-9,974	-14,08%	-10,630	-13,40%	-11,070	-13,45%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,909	-21,42%	-15,291	-21,58%	-17,409	-21,95%	-17,669	-21,46%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	7,988	15,69%	11,994	16,93%	13,480	17,00%	14,056	17,07%
Zinserträge	0,517	1,02%	0,626	0,88%	0,500	0,63%	0,500	0,61%
Zinsaufwendungen	-5,837	-11,46%	-8,629	-12,18%	-9,370	-11,82%	-9,680	-11,76%
EBT	2,668	5,24%	3,992	5,63%	4,610	5,81%	4,876	5,92%
Außerordentliches Ergebnis	-0,264	-0,52%	-0,765	-1,08%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,060	-2,08%	-1,338	-1,89%	-1,374	-1,73%	-1,453	-1,76%
Sonstige Steuern	-0,017	-0,03%	-0,031	-0,04%	-0,030	-0,04%	-0,030	-0,04%
Jahresüberschuss	1,327	2,61%	1,857	2,62%	3,206	4,04%	3,393	4,12%
EBITDA	13,20		21,94		24,08		25,10	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	25,9		31,0		30,4		30,5	
EBIT	7,97		11,96		13,45		14,03	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	15,7		16,9		17,0		17,0	
Ergebnis je Aktie in €	0,22		0,29		0,49		0,52	
Dividende je Aktie in €	0,40		0,45		0,60		0,70	
Aktienzahl in Mio. Stück	6,00		6,50		6,50		6,50	

Entwicklung Umsatz, EBITDA und EBITDA-Marge



Quelle: KTG Energie, GBC

Geschäftsentwicklung 2013/14

GuV (in Mio. €)	RGJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2013/14	GJ 2013/14e GBC
Umsatzerlöse	50,93	+39,1 %	70,86	65,38
EBITDA	13,20	+66,1 %	21,94	19,70
EBITDA-Marge	25,9 %	+5,1 Pp.	31,0 %	30,1 %
EBIT	7,97	+50,1 %	11,96	11,64
EBIT-Marge	15,7 %	+1,2 Pp.	16,9 %	17,8 %
Jahresüberschuss	1,33	+40,0 %	1,86	1,72
EPS in €	0,22	+29,2 %	0,29	0,27

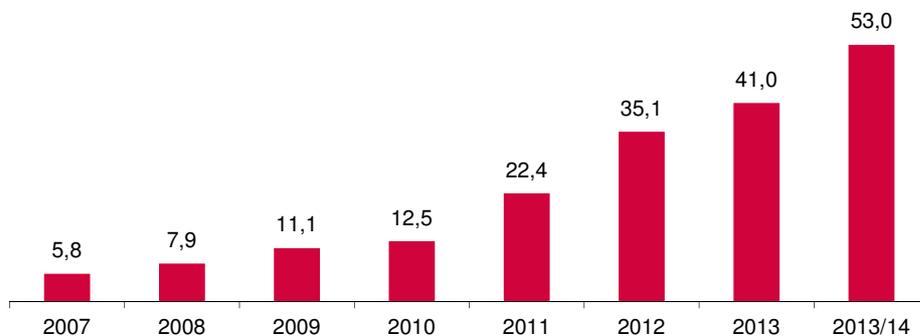
Quelle: KTG Energie, GBC

Umsatzentwicklung

Die KTG Energie AG konnte die Umsatzerlöse im abgelaufenen GJ 2013/14 um 39,1 % auf 70,86 Mio. steigern. Dabei ist zu berücksichtigen, dass 2013 ein Rumpfgeschäftsjahr war und daher der Vergleich nur eingeschränkt möglich ist. Dennoch verdeutlicht die Entwicklung, dass der Wachstumskurs der Gesellschaft unverändert dynamisch fortgesetzt wurde.

Der Zuwachs im Umsatz ist insbesondere auf den weiteren Ausbau des Anlagenbestandes zurückzuführen gewesen. Im Zuge der EEG-Novellierung hat das Unternehmen geplante Anlagenerweiterungen vorgezogen und bereits zum 01.08.2014 eine Anlagenkapazität von 53 MW aufgebaut. Hinzu kam das weitere Hochfahren von Anlagen auf Volllastbetrieb, was ebenfalls für steigende Umsatzerlöse sorgte.

Entwicklung der Betriebsleistung der Biogasanlagen (in MWe)



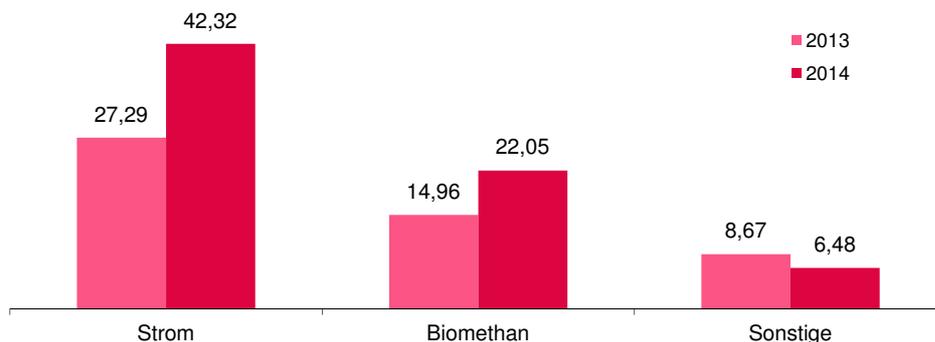
Quelle: KTG Energie, GBC

Die Umsatzanteile betrachtet, blieben die Stromerlöse der wichtigste Umsatzträger, mit einem Zuwachs um 55,1 % auf 42,32 Mio. €. Zusammen mit den Erlösen mit Biomethan kumulierte sich ein Anlagenumsatz in Höhe von 64,37 Mio. €. Damit wurde unsere Umsatzprognose, die ausschließlich den Anlagenumsatz berücksichtigt, von 65,38 Mio. € nahezu genau getroffen.

Die weiteren Umsatzerlöse beinhalten neben der Vermarktung von Wärme insbesondere Handelserlöse in Höhe von 4,90 Mio. € mit Substraten. Gegenüber dem Vorjahr haben sich die Handelsumsätze um 37 % verringert, weshalb die Umsatzsteigerung als qualitativ hochwertig anzusehen ist. Im Anlagengeschäft lag die Steigerungsrate entsprechend bei 52,4 %.

Im GJ 2013/14 sind erst 80 % Biogasanlagen der KTG Energie AG im Volllastbetrieb gelaufen. Damit besteht auch in den kommenden Perioden weiteres Umsatzsteigerungspotenzial, welches sukzessive ausgeschöpft werden kann.

Entwicklung der Umsatzanteile (in Mio. €)



Quelle: KTG Energie, GBC

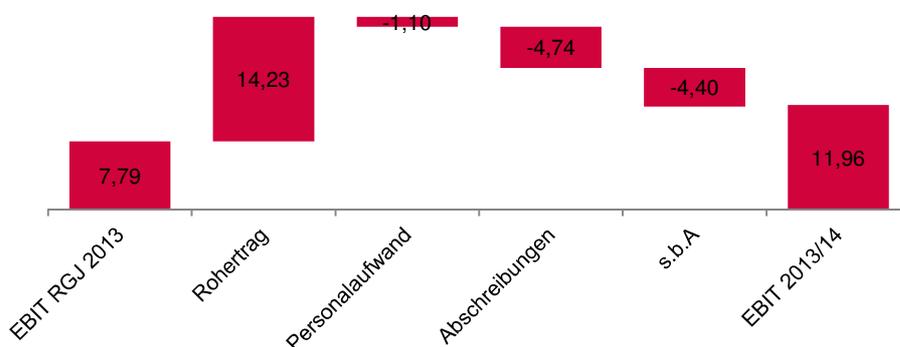
Ergebnisentwicklung

Auch ergebnisseitig konnte die KTG Energie AG eine merkliche Verbesserung gegenüber dem Rumpfgeschäftsjahr 2013 erreichen. So kletterte das EBIT deutlich überproportional zu den Umsatzerlösen um 50,2 % auf 11,96 Mio. €. Die EBIT-Marge erhöhte sich im gleichen Zuge von 15,7 % auf nunmehr 16,9 %. Unsere EBIT-Prognose von 11,64 Mio. € wurde damit sogar leicht übertroffen.

Hintergrund der Ergebnissteigerung waren bei wachsenden Umsatzerlösen insbesondere merklich unterproportional steigende Materialaufwendungen. Diese legten lediglich um 17,5 % auf 32,22 Mio. € zu. Hierbei machten sich die langfristigen Lieferverträge über Einsatzstoffe mit der Muttergesellschaft KTG Agrar AG bemerkbar. Auch die sinkenden Anlaufkosten für Biogasanlagen wirkten sich positiv aus.

Entsprechend dem weiteren Ausbau des Anlagenbestandes erhöhten sich hingegen die Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen jeweils proportional zum Umsatz, mit Zuwächsen um je etwa 40 %. Deutlich erhöht fielen hingegen die Abschreibungen aus und lagen bei 9,97 Mio. €. Die nachfolgende Grafik veranschaulicht die Entwicklung des EBIT von 7,79 Mio. € im RGJ 2013 auf 11,96 Mio. € im GJ 2013/14.

EBIT-Brücke (in Mio. €)



Quelle: KTG Energie, GBC

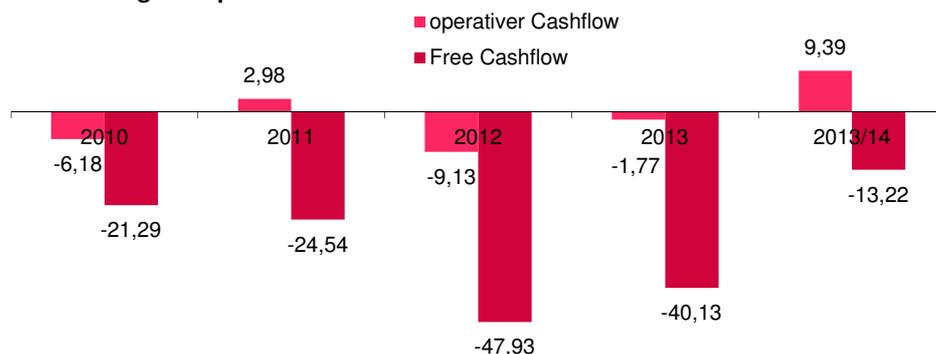
Bedingt durch den Zuwachs des Anlagenbestandes und der damit in Zusammenhang stehenden Finanzierungen war auch bei den Finanzierungsaufwendungen ein klarer Anstieg um 47,8 % auf 8,63 Mio. € zu verzeichnen. Der rechnerische durchschnittliche Zinssatz betrug 4,7 % und birgt damit im Rahmen der geplanten Refinanzierungen der Anlagen in den kommenden Jahren Potenzial zu einer Entlastung des Zinsaufwandes.

Der Anstieg des Nettoergebnisses lag mit 40,0 % auf dem Niveau des Umsatzzuwachses. Hierbei machten sich die Aufwendungen aus den in 2013/14 durchgeführten Kapitalmaßnahmen (Aufstockung der Anleihe, Kapitalerhöhung) bemerkbar, die mit 0,77 Mio. € zu Buche schlugen. Auf Grund der im Rahmen der Kapitalerhöhung durchgeführten Erhöhung der Aktienzahl auf 6,50 Mio. € legte das EPS von 0,22 Euro je Aktie um 29,2 % auf 0,29 € je Aktie zu.

Sehr erfreulich entwickelte sich auch der operative Cashflow. Mit 9,39 Mio. € lag dieser nicht nur deutlich im positiven Bereich, sondern auch auf dem höchsten Niveau in der Unternehmensgeschichte. Dies wirkte sich auch positiv auf den Free Cashflow aus, der mit -13,22 Mio. € den höchsten Wert im Betrachtungszeitraum seit 2010 aufwies.

Dieser Wert konnte erreicht werden, obwohl die Anlageinvestitionen im Zuge der vorgezogenen Investitionen im Zusammenhang mit der EEG-Novellierung mit 31,51 Mio. € fast 50 % höher ausfielen als im Vorjahr. Insofern bestätigt sich auch cashflowseitig die gute Entwicklung der Gesellschaft. Zudem wird deutlich, dass die Gesellschaft in den kommenden Jahren hohe positive Free Cashflows erwirtschaften kann, da nunmehr die Investitionen in neue Biogasanlagen nur noch sehr selektiv vorgenommen werden.

Entwicklung der operativen Cashflow und des Free Cashflow



Quelle: KTG Energie, GBC

Insgesamt betrachtet, sind die Zahlen der KTG Energie AG für das GJ 2013/14 sehr zufriedenstellend ausgefallen. Das Unternehmen konnte seinen eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen und die Erwartungshaltung erfüllen. Mehr noch ist es der KTG Energie AG erfolgreich gelungen den Anlagenbestand frühzeitig auf 53 MW auszubauen. Daraus allein sollte in den kommenden beiden Geschäftsjahren weiteres Wachstum generiert werden können. Zudem sollte auch das Nettoergebnis in den kommenden Jahren im Zuge der entfallenden Kosten für Kapitalerhöhungen sowie auf Grund von sinkenden Finanzierungsaufwendungen weiter gestärkt werden können.

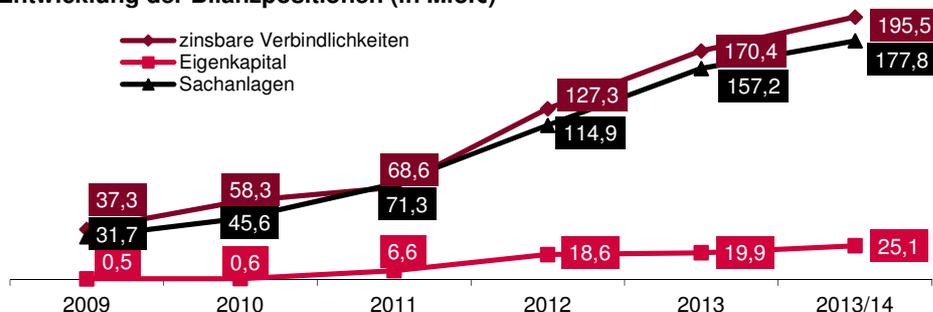
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2012	31.10.2013	31.10.2014
Eigenkapital	18,57	19,91	25,10
EK-Quote (in %)	10,9 %	9,6 %	10,5 %
Finanzverbindlichkeiten	127,28	170,37	195,51
Liquide Mittel	21,50	8,97	8,30
Nettoverschuldung	105,78	161,40	187,21
Operatives Anlagevermögen	115,76	158,05	177,79
Working Capital	8,61	23,26	34,52

Quelle: KTG Energie, GBC

Bilanziell hat sich der weitere Ausbau des Anlagenportfolios in einem steigenden Sachanlagevermögen niedergeschlagen. Gleichzeitig haben auch die Finanzverbindlichkeiten weiter zugenommen. Der Ausbau auf 53 MW Anlagekapazität wurde unter anderem durch eine Aufstockung der Anleihe um weitere 7,25 Mio. € sowie einer Kapiterhöhung um 5,90 Mio. € finanziert.

Entwicklung der Bilanzpositionen (in Mio.€)

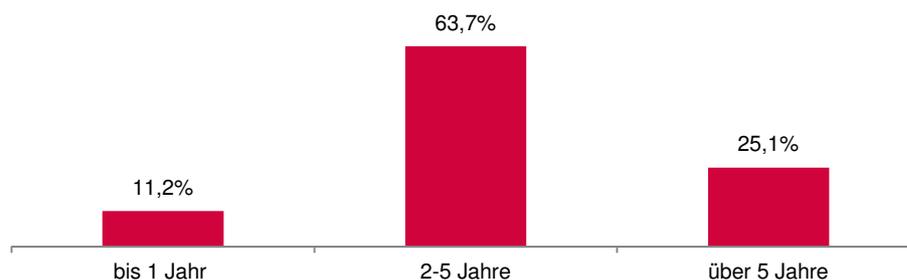


Quelle: KTG Energie, GBC

Nachdem der Investitionszyklus, vor allem auf Grund der gesetzlichen Rahmenbedingungen, nun weitgehend beendet ist, soll in den kommenden Jahren insbesondere die Finanzierungsstruktur optimiert werden. Neben der 7,25 % Unternehmensanleihe, die bis 2018 läuft, sind Anlagen in Höhe von rund 45 Mio. € aus Mitteln der begebenen Unternehmensanleihe (7,125 %) der KTG Agrar AG finanziert.

Die aus den Anleihemitteln finanzierten Anlagen sollen in den kommenden Jahren umfinanziert werden, um die Rückzahlung der Anleihen zu ermöglichen. Dabei soll die Finanzierung der derzeit mit Anleihemitteln finanzierten Anlagen durch KfW-Darlehen ersetzt werden. Dies hätte den Vorteil, dass die Verzinsung deutlich sinken würde, voraussichtlich auf unter 4 %. Zudem würde die Laufzeit der Darlehen auf die Dauer der garantierten Einspeisevergütung ausgeweitet werden können. Die Folge wäre eine deutliche Verbesserung des Finanzergebnisses, sowie der Fälligkeitenstruktur der Finanzierungen, was weiteren Spielraum für Dividendenerhöhungen eröffnen würde.

Prozentuale Verteilung der Fälligkeiten der zinsbaren Verbindlichkeiten



Quelle: KTG Energie, GBC

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 stabileren 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 • Durch die Novellierung des EEG in 2014 ist das Wachstumspotenzial neue Biogasanlagen betreffend deutlich eingeschränkt worden

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 13/14	GJ 14/15e (alt)	GJ 2014/15 (neu)	GJ 15/16e (alt)	GJ 15/16e (neu)
Umsatzerlöse	70,86	79,29	79,30	82,32	82,32
EBITDA (Marge)	21,94 (31,0 %)	22,50 (28,4 %)	24,08 (30,4 %)	23,50 (28,6 %)	25,10 (30,5 %)
EBIT (Marge)	11,96 (16,9 %)	13,45 (17,0 %)	13,45 (17,0 %)	14,03 (17,0 %)	14,03 (17,0 %)
Jahresüberschuss	1,86	2,27	3,21	2,54	3,39
EPS in €	0,29	0,35	0,49	0,39	0,52

Quelle: Berechnungen GBC

Umsatzprognosen

Das Ziel, die Anlagenkapazitäten auf 50 MW auszubauen, hat die KTG Energie AG bereits im abgelaufenen GJ erreicht und damit deutlich früher als ursprünglich geplant. Auf Grund der neuen EEG-Regulierung dürfte der Bau von weiteren Biogasanlagen in den kommenden Perioden eine untergeordnete Rolle spielen. Denkbar sind nach der aktuellen Gesetzgebung nur Biogasanlagen, welche vollständig mit Bioabfällen oder landwirtschaftlichen Reststoffen versorgt werden. Aber auch hier liegen die Vergütungssätze rund 30 % unter den alten Tarifen, so dass ein wirtschaftlicher Betrieb fraglich ist.

Dennoch ergibt sich für die KTG Energie AG auch in den kommenden Jahren Wachstumspotenzial. In erster Linie können die Kapazitäten der bestehenden Anlagen ausgenutzt werden. In 2013/14 liefen 10 Anlagen noch nicht auf Volllastbetrieb. Im laufenden Geschäftsjahr sollen alle Anlagen den Volllastbetrieb erreichen, woraus sich bereits ein weiterer Umsatzanstieg ableiten lässt.

Des Weiteren ergibt sich bei einigen Anlagen die Möglichkeit der Kapazitätserweiterung, welche ebenfalls noch zu den alten Sätzen von 2012 vergütet werden. Diese Möglichkeit haben wir jedoch nur sehr defensiv geplant. Dennoch sollte daraus in 2015/16 weiteres Wachstum generiert werden können.

Zusammensetzung der Umsatzplanung

Umsatzentwicklung	2013/14	2014/15e	2015/16e
Installierte Leistung gesamt zum Jahresende in MW	53,0	56,0	58,0
Differenz zum Vorjahr in MW	11,9	3,0	2,0
durchschnittlich installierte Leistung in MW	44,5	53,0	55,0
Laufleistung p.a. in Stunden	8.060	8.060	8.060
durchschnittlicher Vergütungssatz in Cent/kWh	18,76	18,76	18,76
Einspeisevergütung in Mio. €	64,88	77,80	80,82
zzgl. Sonstige Umsatzerlöse	5,97	1,50	1,50
Umsatzerlöse gesamt in Mio. €	70,85	79,30	82,32

Quelle: Berechnungen GBC

In den kommenden Jahren wird sich die KTG Energie AG zunehmend das LaTherm-System als zusätzliche Einnahmequelle aufbauen. Bereits in 2015 rechnet das Unternehmen mit Umsatzerlösen in Höhe von 0,40 Mio. € aus dem neuen Speichersystem. Bis zum Jahr 2017 soll sogar 1,00 Mio. € mit LaTherm erwirtschaftet werden.

Nicht zuletzt bietet sich für das Unternehmen die Möglichkeit des anorganischen Wachstums. Während die Errichtung neuer Anlagen derzeit nicht wirtschaftlich ist, könnten unwirtschaftlich arbeitende Anlagen Dritter von der Inputstoffsicherung durch die Muttergesellschaft KTG Agrar profitieren und die Rentabilität erreichen. Vor diesem Hintergrund erscheinen Übernahmen bestehender Anlagen eine sinnvolle Ergänzung.

Hinsichtlich der strategischen Ausrichtung und Opportunitäten für die kommenden Jahre haben sich demnach keine Veränderungen ergeben. Aus diesem Grund bestätigen wir unsere Umsatzerwartungen für das GJ 2014/15 mit 79,30 Mio. € sowie für das GJ 2015/16 mit 82,32 Mio. €.

Ergebnisprognosen

Im GJ 2013/14 hat die KTG Energie AG die Rentabilität betreffend einen weiteren großen Schritt nach vorn getan, mit deutlichen Margensteigerungen. Auf Basis des erwarteten Wachstums ist vor dem Hintergrund des stabilen Ertragsmodells auch von steigenden Ergebnissen auszugehen.

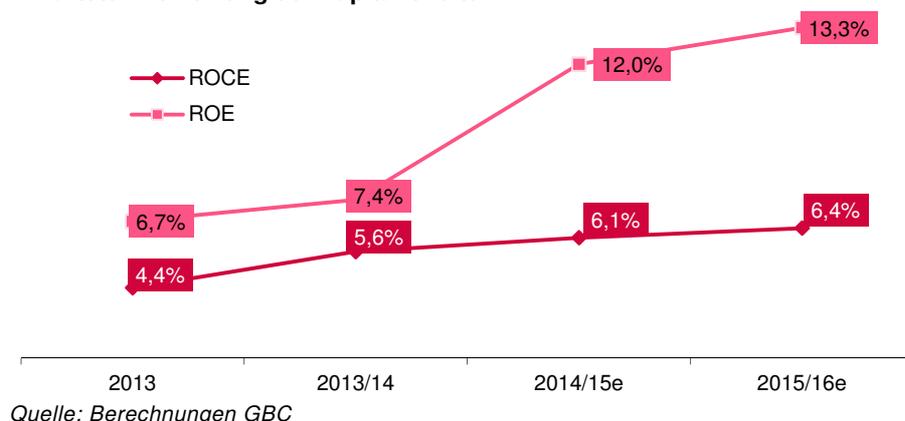
Das GJ 2013/14 hat gezeigt, dass bei den Materialaufwendungen deutlich positive Effekte möglich sind, die sich insbesondere durch den langfristigen Liefervertrag über Inputstoffe mit der Muttergesellschaft KTG Agrar sowie wegfallende Anlaufkosten ergeben. Dies hatte eine positive Margenauswirkung. Die Fixkosten haben sich gleichzeitig nur moderat entwickelt.

Da wir davon ausgehen, dass sich an diesen Tendenzen vor dem Hintergrund des nun weitgehend beendeten Anlagenbaus nichts ändern wird, heben wir unsere EBITDA Erwartungen für die kommenden beiden Geschäftsjahre an. Somit erwarten wir nun für das GJ 2014/15 ein EBITDA von 24,08 Mio. €, respektive 25,10 Mio. € für 2015/16.

Die Abschreibungen lagen im GJ 2013/14 etwas über unseren Erwartungen, weshalb wir auch unsere Abschreibungsplanung für die kommenden Jahre adjustiert haben. Daher bleiben unsere bisherigen EBIT-Erwartungen unverändert bei 11,96 Mio. € für das GJ 2014/15 sowie bei 14,03 Mio. € für das GJ 2015/16.

Die erwarteten Ergebnissteigerungen, bei einem gleichzeitig deutlich reduzierten Ausbau des Anlagebestandes in den kommenden Jahren, sollten zu einer weiteren Verbesserung der Kapitalrenditen führen. Nachdem die Rendite auf das eingesetzte Kapital im GJ 2013/14 bereits bei 5,6 % lag, erwarten wir einen weiteren Zuwachs auf 6,4 % bis 2015/16.

Erwartete Entwicklung der Kapitalrenditen



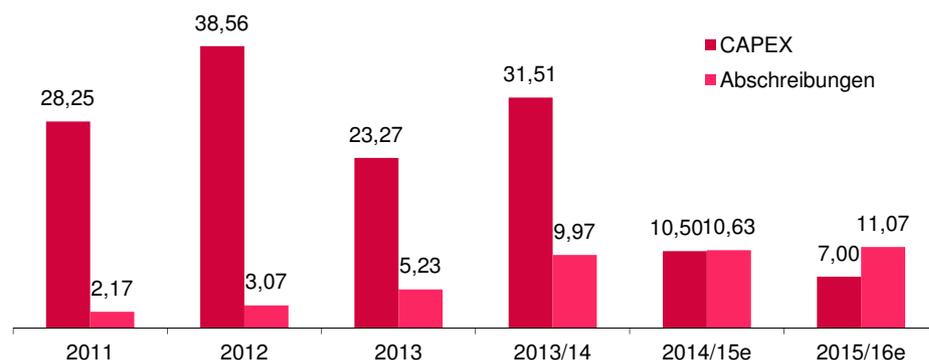
Noch deutlicher sollten die Auswirkungen auf die Eigenkapitalrendite sein, mit einem Anstieg auf über 10 % in den kommenden zwei Jahren. Hintergrund dessen sollte das steigende Nettoergebnis sein, auf das sich neben den erwarteten EBIT-Verbesserungen ein nur noch moderat steigendes Zinsergebnis positiv auswirkt.

Zwar erwarten wir für das laufende GJ 2014/15 nochmals einen Anstieg der Zinsaufwendungen, was auf die Aufstockung der Unternehmensanleihe auf 50 Mio. € sowie die zusätzlichen jüngsten Anlagenfinanzierungen per Darlehen zurückzuführen ist. Jedoch rechnen wir darüber hinaus mit merklich verlangsamten Zuwächsen, da die vergleichsweise hoch verzinsten Anleihen sukzessive durch geringer verzinsten KfW-Darlehen abgelöst werden sollen.

Diese Umfinanzierung kann in den nächsten Jahren einen wesentlichen EPS-Effekt bewirken, der sich vor allem ab dem GJ 2016/17 bemerkbar machen sollte. Insgesamt ist bei einer vollständigen Refinanzierung der Anleihen mit einer Entlastung des Zinsergebnisses um rund 3,0 Mio. € pro Jahr zu rechnen, was sich entsprechend erhöhend auf den Jahresüberschuss auswirken würde.

Unterstützt werden sollte der Refinanzierungskurs der KTG Energie AG zudem durch einen niedrigen weiteren Aufbau des Anlagevermögens. Wir rechnen für das Jahr 2014/15 mit einem CAPEX von 10,50 Mio. € und von 7,00 Mio. € im Folgejahr. Damit rechnen wir auch bereits im laufenden Jahr mit einem Übersteigen des CAPEX durch die Abschreibungen. Damit wird sich in den kommenden Perioden zunehmend ein Innenfinanzierungseffekt einstellen, der zur Folge hat, dass die freien Cashflows zunehmen.

Erwartete Entwicklung der Investitionen und Abschreibungen (in Mio. €)



Quelle: Berechnungen GBC

In diesem Zusammenhang sollte es der KTG Energie AG nicht nur möglich sein auch über die kommenden Jahre steigende Jahresüberschüsse auszuweisen, sondern auch wachsende Dividendenausschüttungen vorzunehmen. Bis zum GJ 2017/18 soll die Dividende auf 0,90 € pro Aktie steigen, was in unseren Augen vor den dargestellten Hintergründen realistisch erscheint. Nicht zuletzt wird die KTG Energie AG die steigenden freien Cashflows dazu nutzen können, die bestehende Verschuldung abzubauen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die KTG Energie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014/15 und 2015/16 in Phase 1, erfolgt von 2016/17 bis 2021/22 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 30,0 % 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,75 %.

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 8,29 % (bisher: 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 4,5 % gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 4,7 % (bisher: 4,5 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Unter Verwendung der entsprechenden Kapitalkosten (WACC) von 4,7 % resultiert für die KTG Energie AG zum Ende des Geschäftsjahres 2015/16 ein fairer Wert je Aktie in Höhe von **17,00 €**. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel von 17,00 € unverändert belassen.

DCF-MODELL

KTG Energie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	0,0%
EBITDA-Marge	30,0%	ewige EBITA - Marge	20,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	55,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e		Endwert
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	79,30	82,32	83,97	85,65	87,36	89,11	90,89	92,71		
US Veränderung	11,9%	3,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%		0,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,45	0,47	0,51	0,55	0,59	0,63	0,68	0,73		
EBITDA	24,08	25,10	25,19	25,69	26,21	26,73	27,27	27,81		
EBITDA-Marge	30,4%	30,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%		
EBITA	13,45	14,03	14,12	15,20	16,25	17,29	18,30	19,29		
EBITA-Marge	17,0%	17,0%	16,8%	17,7%	18,6%	19,4%	20,1%	20,8%		20,5%
Steuern auf EBITA	-4,03	-4,21	-4,23	-4,56	-4,88	-5,19	-5,49	-5,79		
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%		30,0%
EBI (NOPLAT)	9,42	9,82	9,88	10,64	11,38	12,10	12,81	13,50		
Kapitalrendite	4,4%	4,5%	4,5%	5,1%	5,6%	6,2%	6,8%	7,4%		7,5%
Working Capital (WC)	42,56	44,37	46,18	47,11	48,05	49,01	49,99	50,99		
WC zu Umsatz	53,7%	53,9%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%		
Investitionen in WC	-8,04	-1,81	-1,81	-0,92	-0,94	-0,96	-0,98	-1,00		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	177,65	173,57	164,49	156,00	148,04	140,60	133,63	127,10		
AFA auf OAV	-10,63	-11,07	-11,07	-10,49	-9,95	-9,45	-8,97	-8,53		
AFA zu OAV	6,0%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%		
Investitionen in OAV	-10,49	-6,99	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00		
Investiertes Kapital	220,20	217,93	210,67	203,10	196,09	189,61	183,62	178,09		
EBITDA	24,08	25,10	25,19	25,69	26,21	26,73	27,27	27,81		
Steuern auf EBITA	-4,03	-4,21	-4,23	-4,56	-4,88	-5,19	-5,49	-5,79		
Investitionen gesamt	-18,53	-8,80	-3,81	-2,92	-2,94	-2,96	-2,98	-3,00		
Investitionen in OAV	-10,49	-6,99	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00		
Investitionen in WC	-8,04	-1,81	-1,81	-0,92	-0,94	-0,96	-0,98	-1,00		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	1,52	12,09	17,14	18,21	18,39	18,58	18,80	19,03		283,38
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	306,67	308,99								
Barwert expliziter FCFs	101,19	93,86								
Barwert des Continuing Value	205,48	215,13								
Nettoschulden (Net debt)	197,48	198,47								
Wert des Eigenkapitals	109,19	110,52								
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00								
Wert des Aktienkapitals	109,19	110,52								
Ausstehende Aktien in Mio.	6,50	6,50								
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,80	17,00								

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,8%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,19
Eigenkapitalkosten	8,3%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	22,2%
WACC	4,7%

Kapitalrendite	WACC				
	4,1%	4,4%	4,7%	5,0%	5,3%
7,0%	20,55	17,47	14,79	12,44	10,37
7,2%	21,87	18,67	15,90	13,46	11,32
7,5%	23,18	19,87	17,00	14,49	12,27
7,7%	24,49	21,08	18,11	15,51	13,21
8,0%	25,80	22,28	19,22	16,53	14,16

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: (4;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 oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.
- (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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten 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, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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