



Researchstudie (Anno)

KTG Energie AG



Weiterhin dynamisches Umsatzwachstum um 25 %

-

Free Cashflow mit 6 Mio. € deutlich im positiven Bereich

-

Weitere Umsatz- und Ergebnissteigerungen zu erwarten

Kursziel: 18,50 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**

KTG Energie AG^{*4,5a,5b,10,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 18,50

Aktueller Kurs: 9,55
25.4.2016 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HNG53
WKN: A0HNG5
Börsenkürzel: KB7

Aktienanzahl³: 7,174
Marketcap³: 68,51
Enterprise Value³: 254,62
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 47,70 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.10.

Designated Sponsor:
SAB AG

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Energie

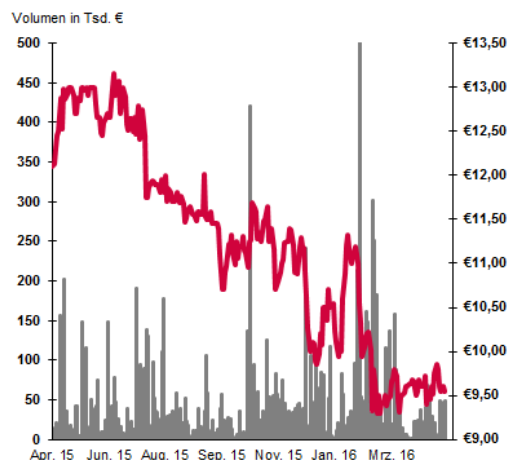
Fokus: Biogas

Mitarbeiter: 98

Gründung: 2006

Firmensitz: Hamburg

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



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	31.10.2014	31.10.2015	31.10.2016e	31.10.2017e
Umsatz	70,86	88,99	91,39	98,00
EBITDA	21,97	25,02	27,00	29,18
EBIT	11,99	13,30	14,40	15,70
Jahresüberschuss	1,86	2,52	4,00	4,90

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,29	0,35	0,56	0,68
Dividende je Aktie	0,45	0,50	0,60	0,75

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,59	2,86	2,79	2,60
EV/EBITDA	11,59	10,18	9,43	8,73
EV/EBIT	21,23	19,15	17,68	16,22
KGV	36,90	27,19	17,13	13,98
KBV		1,97		

Finanztermine

27.04.2016: 21. Münchner Kapitalmarktkonf.
09.-11.05.2016: 7. DVFA Frühjahrskonferenz
30.06.2016: Hauptversammlung
Juli 2016: Veröffentlichung HJ-Bericht
29.-31.08.2016: SCC Small Cap Conference
07.-08.12.2016: 22. Münchner Kapitalmarktkonf.

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.02.2016: RS / 18,50 / KAUFEN

17.08.2015: RS / 18,50 / KAUFEN

05.05.2015: RS / 17,00 / KAUFEN

02.03.2015: RS / 17,00 / KAUFEN

02.02.2015: 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 GJ 2014/15 verlief für die KTG Energie AG abermals sehr erfolgreich und das Unternehmen konnte eine Steigerung der Umsatzerlöse um 25,6 % auf 88,99 Mio. € verzeichnen. Dabei lag der margenstarke Anlagenumsatz bei 73,27 Mio. € und konnte ebenfalls um 13,8 % gesteigert werden. Der Umsatzanstieg wurde dabei durch den Erwerb von weiteren Biogasanlagen mit einer Gesamtleistung von 7 MW sowie durch Repowering bestehender Anlagen erreicht.
- Auch auf der Ergebnisseite wirkte sich die Umsatzsteigerung sehr positiv aus. So legte das EBITDA ebenfalls deutlich um 13,9 % auf 25,02 Mio. € zu. Die EBITDA-Marge sank aufgrund der hohen Handelsumsätze leicht um 2,9 Prozentpunkte auf 28,1 %. Mit dem neuerlich hohen Margenniveau bestätigte die KTG Energie AG die Stabilität des Geschäftsmodells und vor allem auch die Planungssicherheit für die kommenden Jahre.
- Nicht zuletzt manifestierte sich die erfolgreiche Entwicklung der KTG Energie AG auch in einem mit 19,98 Mio. € sehr hohen operativen Cashflow, der insbesondere durch Optimierungen des Working Capitals erreicht wurde. Aufgrund der im Vergleich zu den Vorjahren niedrigeren Investitionen ist nun auch der Free Cashflow mit 5,97 Mio. € erstmalig im positiven Bereich.
- Voraussichtlich werden die neuen Investitionen in Biogasanlagen auch in den kommenden Perioden vergleichsweise niedrig bleiben, da neue Anlagen derzeit nicht wirtschaftlich betrieben werden können. Insofern beschränkt sich das Unternehmen konsequent auf das Repowering bestehender Anlagen sowie den Erwerb von Anlagen, die vor der EEG-Novelle im August 2014 in Betrieb genommen wurden.
- Trotz des gebremsten Investitionstempos sollte die KTG Energie AG jedoch auch in den kommenden Jahren weitere Umsatzzuwächse verzeichnen können, insbesondere aufgrund des Repowerings, welches noch deutliches Potenzial verspricht, aber auch durch Übernahmen. Daher gehen wir für das laufende GJ 2015/16 von Umsatzerlösen in Höhe von 91,39 Mio. € aus, bzw. einem Wachstum um weitere 2,7 %. Das EBITDA erwarten wir um 7,9 % verbessert bei 27,00 Mio. €.
- Bilanzuell sollte das gemäßigte Investitionstempo für eine positive Konsolidierung sorgen, mit dem Effekt unterproportional ansteigender Finanzverbindlichkeiten und einer zunehmenden Verbesserung der Eigenkapitaldecke. Dies ist auch vor dem Hintergrund der fortlaufenden Umfinanzierung bestehender Anlagen zu sehen. Dabei werden Anleihefinanzierungen für Anlagen zunehmend durch deutlich günstigere und längerfristige KfW-Darlehen ersetzt.
- **Unverändert sehen wir die KTG Energie AG auf einem stabilen Wachstumskurs, trotz der im Jahr 2014 veränderten gesetzlichen Rahmenbedingungen. Das Unternehmen weiß die sich dennoch eröffnenden Chancen zu nutzen und in Umsatz- und Ertragssteigerungen umzumünzen. Wir bestätigen vor diesem Hintergrund unser Kursziel von 18,50 € sowie das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

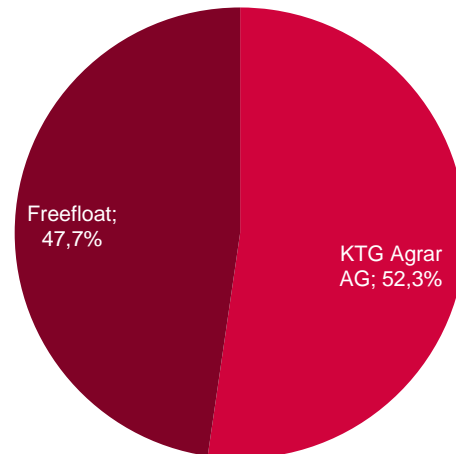
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 31.10.2015)	4
Unternehmensstruktur	4
Markt und Marktumfeld	5
Biogasmarkt in Deutschland	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2014/15	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur (Stand: 31.10.2015)

Aktionär	Anteil
KTG Agrar SE	52,3 %
Freefloat	47,7 %
Gesamt	100,0 %

Quelle: KTG Energie, GBC



Unternehmensstruktur

Die KTG Energie AG ist eine 52,3 %ige Tochtergesellschaft der KTG Agrar SE. Die KTG Energie-Gruppe besteht aus der KTG Energie AG als Muttergesellschaft sowie 31 100%igen, einer 50%igen Tochtergesellschaft sowie einer weiteren 94%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 20 Standorten.



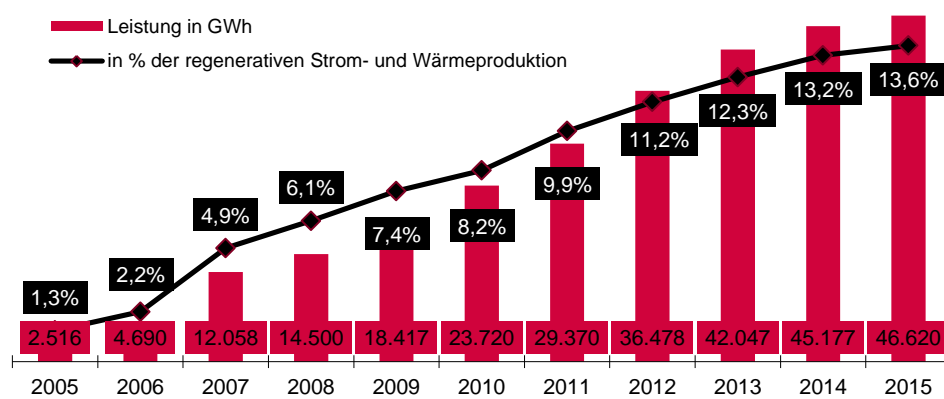
Quelle: KTG Energie, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Biogasmarkt in Deutschland

Biogas hat seine Position im Energiemix auch im Jahr 2014 und 2015 weiter ausgebaut. Während der Bruttoendenergieverbrauch in Deutschland im Jahr 2014 sogar leicht um 0,2 % zurückging, legte die erzeugte Energie aus Biogas (Strom, Wärme, Verkehr) um 7,4 % auf 45.177 GWh zu und stieg 2015 weiter auf 46.620 GWh an. Vor allem im Bereich der Wärmeerzeugung stieg der Beitrag von Biogas um 4,7 % an. Vor diesem Hintergrund weitete sich in 2015 auch der Anteil von Biogas an der gesamten regenerativen Strom- und Wärmeerzeugung von 13,2 % auf 13,6 % aus und festigte damit seine Bedeutung innerhalb des regenerativen Energiemixes. Insbesondere im Bereich der Stromerzeugung spielt Biogas nach Wind- und Solarenergie eine bedeutende Rolle, mit einem Anteil von rund 15,4 % der regenerativen Stromerzeugung.

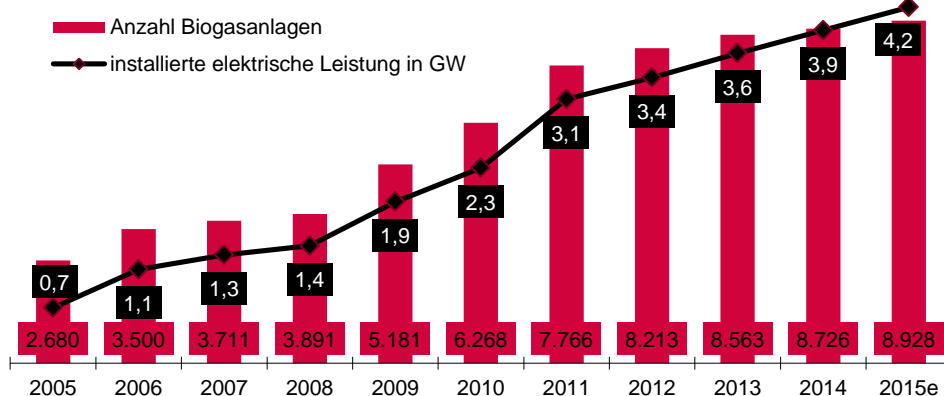
Strom- und Wärmeerzeugung aus Biogas



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

Angesichts der gegenüber dem Vorjahr unveränderten gesetzlichen Rahmenbedingungen für den Ausbau von Biogasanlagen fiel der Zubau in Deutschland im Jahr 2015 voraussichtlich erneut überschaubar aus. Gemäß jüngsten Schätzungen des Fachverband Biogas e.V. kletterte die Anlagenzahl in 2015 um 2,3 % auf 8.928 Stück. Die installierte elektrische Leistung legte dabei um 7,0 % auf 4,2 GW zu. Der überproportionale Zuwachs der installierten Leistung dürfte dabei auf den Bau von größeren Anlagen sowie das Repowering bestehender Anlagen zurückzuführen sein.

Anzahl der Biogasanlagen und installierte elektrische Leistung in Deutschland



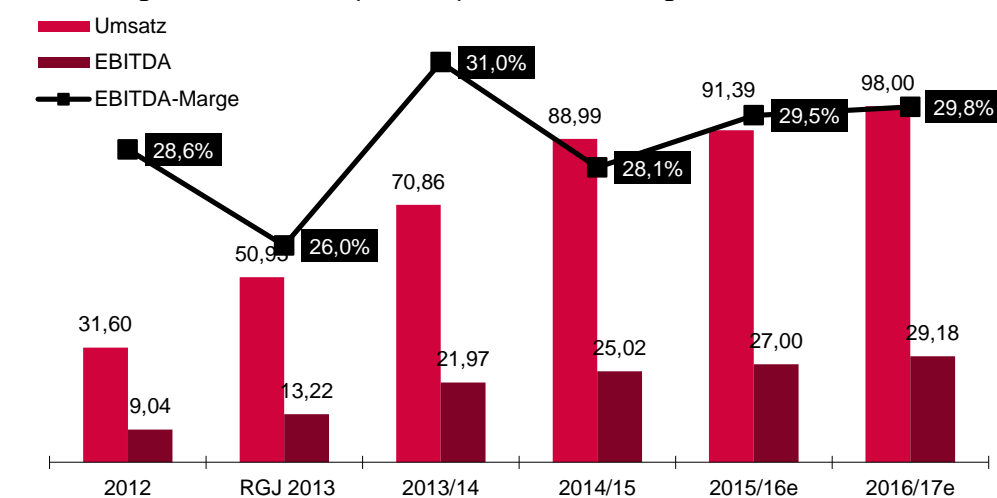
Quelle: Fachverband Biogas e.V.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013/14		GJ 2014/15		GJ 2015/16e		GJ 2016/17e	
Umsatzerlöse	70,86	100,0%	88,99	100,0%	91,39	100,0%	98,00	100,0%
Bestandsveränderungen	-0,42	-0,6%	-0,31	-0,3%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	2,89	4,1%	4,13	4,6%	3,00	3,3%	3,00	3,1%
Gesamtleistung	73,32	103,5%	92,81	104,3%	94,39	103,3%	101,00	103,1%
Materialaufwand	-32,22	-45,5%	-42,26	-47,5%	-41,12	-45,0%	-44,59	-45,5%
Personalaufwand	-3,85	-5,4%	-4,51	-5,1%	-5,06	-5,5%	-5,52	-5,6%
Abschreibungen	-9,97	-14,1%	-11,72	-13,2%	-12,60	-13,8%	-13,48	-13,8%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,29	-21,6%	-21,03	-23,6%	-21,21	-23,2%	-21,71	-22,2%
EBIT	11,99	16,9%	13,30	14,9%	14,40	15,8%	15,70	16,0%
Zinserträge	0,63	0,9%	0,36	0,4%	0,39	0,4%	0,40	0,4%
Zinsaufwendungen	-8,63	-12,2%	-9,10	-10,2%	-9,02	-9,9%	-9,05	-9,2%
EBT	3,99	5,6%	4,56	5,1%	5,77	6,3%	7,05	7,2%
Außerordentliches Ergebnis	-0,77	-1,1%	-0,24	-0,3%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,34	-1,9%	-1,74	-2,0%	-1,72	-1,9%	-2,10	-2,1%
Sonstige Steuern	-0,03	0,0%	-0,05	-0,1%	-0,05	-0,1%	-0,05	-0,1%
Jahresüberschuss	1,86	2,6%	2,52	2,8%	4,00	4,4%	4,90	5,0%
EBITDA	21,97		25,02		27,00		29,18	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	31,0		28,1		29,5		29,8	
EBIT	11,99		13,30		14,40		15,70	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	16,9		14,9		15,8		16,0	
Ergebnis je Aktie in €	0,29		0,35		0,56		0,68	
Dividende je Aktie in €	0,45		0,50		0,60		0,75	
Aktienzahl in Mio. Stück	6,50		7,17		7,17		7,17	

Entwicklung Umsatz, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge



Quelle: KTG Energie, GBC

Geschäftsentwicklung 2014/15

GuV (in Mio. €)	GJ 2013/14	Δ zum VJ	GJ 2014/15
Umsatzerlöse	70,86	+25,6 %	88,99
EBITDA (Marge)	21,97 (31,0 %)	+13,9 %	25,02 (28,1 %)
EBIT (Marge)	11,99 (16,9 %)	+10,9 %	13,30 (14,9 %)
Jahresüberschuss	1,86	+35,9 %	2,52
EPS in €	0,29	+23,2 %	0,35

Quelle: KTG Energie, GBC

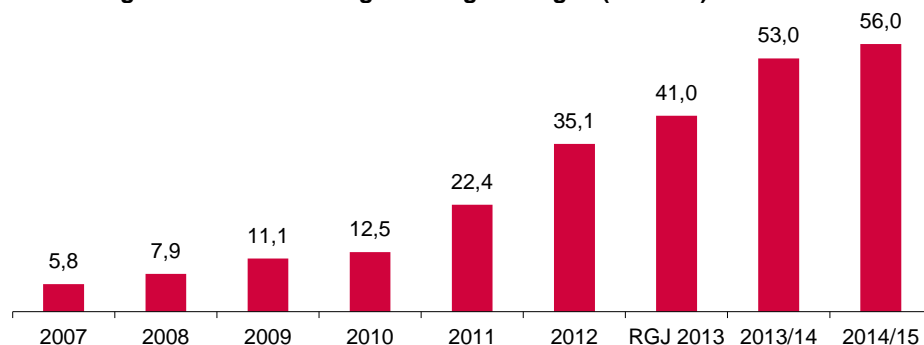
Umsatzentwicklung

KTG Energie konnte im GJ 2015 ein Umsatzwachstum von 25,6 % auf 88,99 Mio. € aufweisen und lag damit weit über den prognostizierten 80 Mio. €. Somit konnte das Unternehmen, trotz der ungünstigen Änderung des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) in 2014, weiterhin ein sehr dynamisches Wachstum vorweisen.

Die im August 2014 in Kraft getretene Novellierung des EEG hat die Biogasbranche grundlegend verändert, da die Einspeisevergütungen für neu erbaute Anlagen deutlich reduziert wurden. Somit erweist sich der Neubau von Anlagen nicht als wirtschaftlich und Wachstum ist primär durch den Erwerb von bestehenden Anlagen, die vor dem 1. August 2014 in Betrieb genommen wurden, wirtschaftlich darstellbar. Wesentlicher Wachstumstreiber für die KTG Energie AG war folglich im abgelaufenen GJ 2014/15 die Akquisition von Anlagen sowie die weitere Optimierung der sich bereits im Besitz befindlichen Anlagen (Repowering).

Den größten Umsatzblock stellte nach wie vor die Biogasproduktion dar. Im Vergleich zum Vorjahr konnten die Umsatzerlöse hier von 64,37 Mio. € um 13,8 % auf 73,27 Mio. € gesteigert werden. Dabei fand das Umsatzwachstum, wie erwähnt, auf zwei Ebenen statt. Zum einen konnte die KTG Energie AG Biogasanlagen mit einer Gesamtleistung von 7 Megawatt (MW) von der insolventen AC Biogas-Gruppe erwerben. 3,5 MW dieser Leistung konnten bis zum Bilanzstichtag konsolidiert werden. Zum anderen konnten durch die konsequente Optimierung der vorhandenen Biogasanlagen (Repowering) weitere Produktionskapazitäten freigesetzt und die kumulierte Anlagenleistung somit auf 56 MW ausgebaut werden.

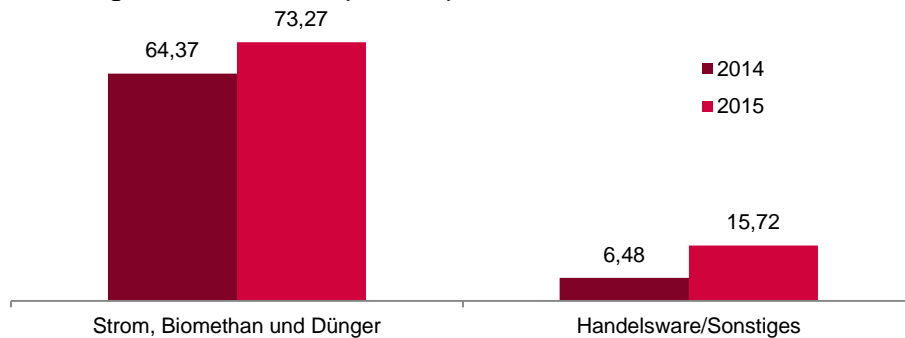
Entwicklung der Betriebsleistung der Biogasanlagen (in MWel)



Quelle: KTG Energie, GBC

Zusätzlich zu den Umsatzerlösen aus der Biogasproduktion wurden weitere 15,72 Mio. € in dem Bereich Handelsware / Sonstige erzielt. In diesen Bereich fällt vor allem der Handel mit Silage, insbesondere mit der Muttergesellschaft KTG Agrar SE, der aber nahezu keinen Ergebnisbeitrag aufweist. Im Vergleich zum Vorjahr wurde hier eine deutliche Umsatzsteigerung um 142,4 % verzeichnet.

Entwicklung der Umsatzanteile (in Mio. €)



Quelle: KTG Energie, GBC

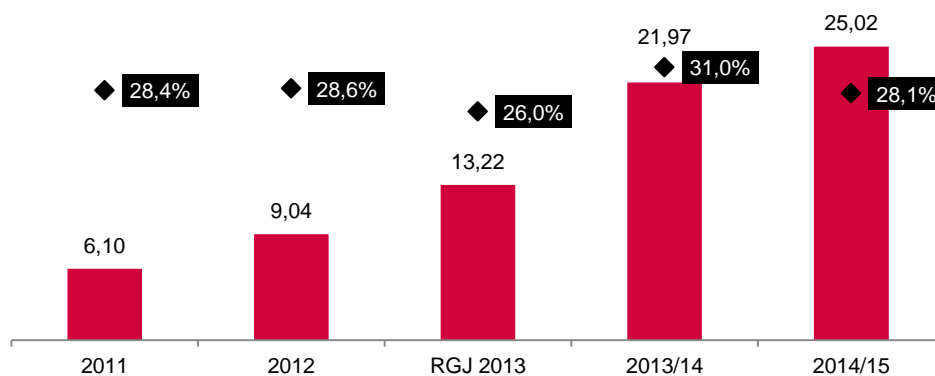
Ergebnisentwicklung

Das Umsatzwachstum wirkte sich abermals auch ergebnisseitig positiv aus. Mit einem EBITDA von 25,02 Mio. € erreichte die KTG Energie AG die eigene Prognose von 25 Mio. €. Die von uns getroffene Prognose von 24,08 Mio. € wurde deutlich übertroffen. Das Rekordergebnis spiegelt eine Verbesserung um 13,9 % gegenüber dem Vorjahr mit 21,97 Mio. € wider. Die EBITDA-Marge reduzierte sich hingegen um 2,9 Prozentpunkte auf 28,1 %, maßgeblich bedingt durch den großen Umsatzanteil des margenschwächeren Segments Handelsware. Zu berücksichtigen ist dabei auch die Übernahme der Anlagen aus der Insolvenzmasse der AC Biogas, wobei bei auflaufenden Kosten noch keine Umsätze aus Volllastbetrieb gegenüberstanden.

Ein weiterer Grund für die leicht schwächere EBITDA-Marge liegt im Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen begründet, welche im Geschäftsjahr 2015 um 5,74 Mio. € auf 21,03 Mio. € anstiegen. Grund hierfür sind im Wesentlichen die gestiegenen Reparatur- und Instandhaltungsaufwendungen im Zuge der im Jahr 2015 erworbenen Biogasanlagen sowie von Repowering-Maßnahmen.

Sehr positiv ist hingegen die rückläufige Personalaufwandsquote zu betrachten, welche von 5,4 % auf 5,1 % sank. Der Personalaufwand stieg dabei trotz der hohen Umsatzsteigerung nur von 3,85 Mio. € auf 4,51 Mio. € an. Dies ist auf den Anstieg der Mitarbeiterzahl von 79 auf 98 zurückzuführen, welcher durch den Erwerb der neuen Anlagen und durch den sukzessiven Volllastbetrieb bestehender Anlagen bedingt war.

Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: KTG Energie, GBC

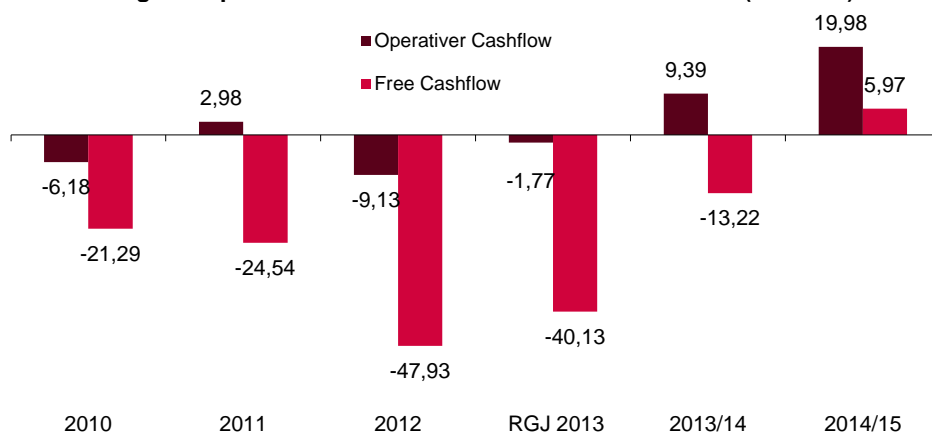
Insgesamt ist zu konstatieren, dass das EBITDA auf absoluter Basis betrachtet einen neuen Rekordwert erreichen konnte und damit der Wachstumspfad des Unternehmens auch in 2014/15 unverändert fortgeführt werden konnte. Hinsichtlich der Margen ist dar-

über hinaus eine hohe Stabilität festzustellen. Wenngleich leichte Fluktuationen unter den Jahren vorhanden sind, zeigt sich deutlich, dass in den vergangenen Jahren ein Mittelwert bei der EBITDA-Marge von rund 28 % erreicht wurde. Diese Stabilität des Margenniveaus schafft eine hohe Planungssicherheit auch für die kommenden Jahre und unterstreicht die Attraktivität des Geschäftsmodells der KTG Energie AG.

Auch bei den Abschreibungen war ein unterproportional zum Umsatz verlaufender Anstieg um 10,9 % auf 11,72 Mio. € zu beobachten. Ursache hierfür war der im Vergleich zu den Vorjahren moderate Ausbau des Anlagenbestandes.

Das Nettoergebnis stieg auf 2,52 Mio. € an und konnte auch relativ zum Umsatz von 2,6 % im Vorjahr auf 2,8 % leicht verbessert werden. Durch die im Juli 2015 durgeführte Kapitalerhöhung wurden 650.000 neue Aktien begeben, womit sich das Ergebnis pro Aktie auf 0,35 € belief. Es wurde bereits angekündigt, dieses positive Ergebnis an die Aktionäre weiterzugeben und eine Steigerung der Dividende vorzuschlagen. Wir erwarten eine Ausschüttung von 0,50 € je Aktie.

Entwicklung des operativen Cashflows und des Free Cashflows (in Mio. €)



Quelle: KTG Energie, GBC

Die steigende operative Ertragskraft der KTG Energie AG zeigt sich zunehmend auch bei der Cashflow-Entwicklung. So wurde beim operativen Cashflow mit 19,98 Mio. € ein neuer Rekordwert erreicht, nachdem bereits im Vorjahr ein positiver Wert zu Buche stand. Der nochmals deutliche Anstieg unterstreicht das solide Geschäftsmodell der KTG Energie AG und macht vor allem deutlich, dass das Geschäftsmodell im Kern hochrentabel ist und positive Erträge generiert, sobald die Ausweitung der Anlagenkapazitäten verlangsamt wird. Ein wesentlicher Faktor für den positiven operativen Cashflow war unter anderem die Optimierung des Working Capitals, was auf Grund des verlangsamten Kapazitätsausbaus möglich war.

Mehr noch war das GJ 2014/15 das erste GJ in der Historie der KTG Energie AG in welchem ein positiver Free Cashflow erwirtschaftet wurde. Dieser lag mit 5,97 Mio. € klar im positiven Bereich, trotz erneuter Investitionen in den Anlagebestand. Mit rund 16,70 Mio. € fielen diese jedoch gegenüber den Vorjahren deutlich moderater aus.

Insgesamt betrachtet, zeichnet KTG Energie ein sehr positives Bild. Das Unternehmen konnte in allen Bereichen wachsen und präsentiert sich erstmals mit einem deutlich positiven Free Cashflow. Unverändert stehen wir auch den zukünftigen Wachstumsplänen der KTG Energie AG sehr positiv gegenüber und erwarten, dass das Unternehmen auch in den kommenden Perioden positive Free Cashflows erwirtschaften wird.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.10.2013	31.10.2014	31.10.2015
Eigenkapital	19,91	25,10	34,84
EK-Quote (in %)	9,6 %	10,5 %	14,1 %
Finanzverbindlichkeiten	170,37	195,51	195,93
Liquide Mittel	8,97	8,30	7,80
Nettoverschuldung	161,40	187,21	186,18
Operatives Anlagevermögen	158,05	177,79	191,84
Working Capital	23,26	34,52	29,18

Quelle: KTG Energie, GBC

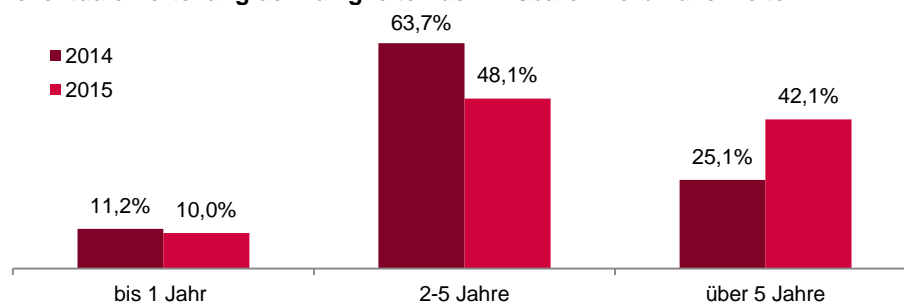
Durch die Akquisition weiterer Anlagen, mit einer Leistung von 3,5 MW, ist der Bestand an Sachanlagen in 2014/15 weiter angewachsen, jedoch in einem merklich niedrigeren Tempo als in den Vorjahren. Per Ende 31.10.2015 lag das operative Anlagevermögen damit bei 191,84 Mio. €. Gleichzeitig sind die zinsbaren Verbindlichkeiten trotz der Akquisition nur leicht von 195,51 Mio. € auf 195,93 Mio. € angestiegen. Der flache Verlauf konnte erzielt werden, da die Übernahme zum Teil durch die im Juli 2015 durchgeführte Kapitalerhöhung finanziert wurde. Zudem wurden Tilgungen für bestehende Finanzierungen in Höhe von 11,31 Mio. € geleistet. Entsprechend stärkte die KTG Energie AG auch ihre Eigenkapitaldecke welche sich auf 34,84 Mio. € erhöhte. Die Eigenkapitalquote wurde auf nunmehr 14,1 % verbessert.

Bedingt durch die derzeit gültigen gesetzlichen Rahmenbedingungen werden in den kommenden Perioden voraussichtlich keine neuen Anlagen errichtet werden. Vielmehr wird sich die KTG Energie AG weiterhin verstärkt auf die Optimierung der bestehenden Anlagen sowie opportunistisch auf Übernahmen bestehender Anlagen fokussieren.

Zudem wird das Unternehmen verstärkte Anstrengungen unternehmen die Finanzierungsstruktur zu verbessern. Derzeit belaufen sich die Finanzverbindlichkeiten auf 195,93 Mio. €. Innerhalb des letzten Jahres konnten bereits erhebliche Umschuldungen, zu niedrigeren Zinssätzen und mit verlängerten Laufzeiten erreicht werden. Zudem wurden 11,31 Mio. € an Tilgungen für Finanzierungen von Bestandsanlagen geleistet, was ebenfalls zu einer Verlängerung der durchschnittlichen Darlehenslaufzeit führt. Nachdem im Vorjahr noch rund drei Viertel aller zinstragenden Verbindlichkeiten mit einer Laufzeit von maximal 5 Jahren ausgestattet waren, betrug der Anteil zum 31.10.2015 bereits unter 60 %.

Dieser Prozess soll auch in den kommenden Perioden fortgesetzt werden, auch mit Hinblick auf die in 2018 zur Rückzahlung fälligen Unternehmensanleihe über ein Volumen von 50 Mio. €. Dabei werden mit der Anleihe finanzierte Anlagen durch deutlich günstigere KfW-Darlehen mit Zinssätzen von unter 4 % umfinanziert, die mit bis zu 14 Jahren gleichzeitig eine deutlich längere Laufzeit aufweisen. Dieser Prozess ist in vollem Gange und sollte auch weiterhin erfolgreich fortgesetzt werden können.

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 Cashflow über die nächsten 20 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit bezüglich der Einsatzstoffe von der KTG Agrar SE, aber 50 % 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 bzgl. dem Neubau von Biogasanlagen • Die erzielbaren Kapitalrenditen sind in der Wachstumsphase auf Grund der noch nicht unter Vollast 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 14/15	GJ 15/16e (alt)	GJ 15/16 (neu)	GJ 16/17e
Umsatzerlöse	88,99	91,39	91,39	98,00
EBITDA (Marge)	25,02 (28,1 %)	28,55 (31,2 %)	27,00 (29,5 %)	29,18 (29,8%)
EBIT (Marge)	13,30 (14,9 %)	15,94 (17,4 %)	14,40 (15,8 %)	15,70 (16,0%)
Konzernjahresüberschuss	2,52	5,10	4,00	4,90
EPS	0,35	0,70	0,56	0,68

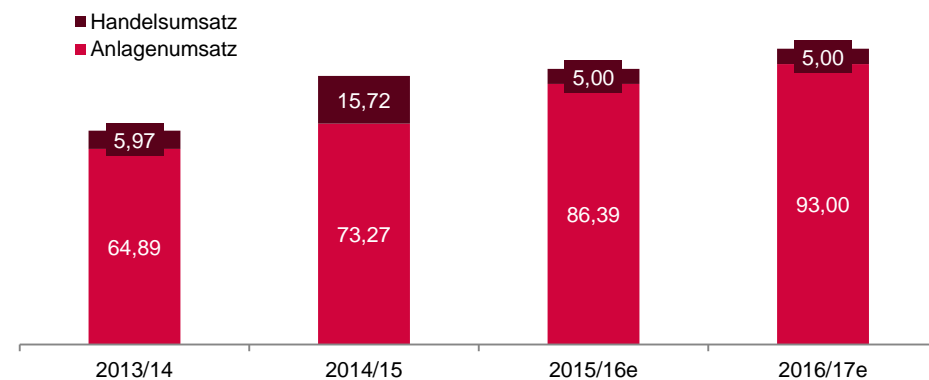
Quelle: Berechnungen GBC

Umsatzprognosen

Die Umsatzerlöse betreffend, sind bei der KTG Energie AG insbesondere die Anlagenumsätze von Bedeutung, also die Umsätze, die aus der Produktion von Biogas generiert werden. Der Handelsumsatz spielt für das Ergebnis hingegen eine sehr untergeordnete Rolle und ist hohen Volatilitäten unterworfen.

Bei den Anlagekapazitäten erwarten wir für das laufende GJ 2015/16 organische Zuwächse durch die in 2015 neu erworbenen Anlagen sowie durch Repowering-Maßnahmen. Zudem erwarten wir, dass weitere Zuwächse durch selektive Zukäufe von bestehenden Anlagen erfolgen werden. Dabei sind Übernahmen in verschiedenen Größenordnungen denkbar. Konservativ gehen wir daher von Zukäufen über 4 MW pro Jahr aus. Für das GJ 2015/16 rechnen wir zudem mit der Konsolidierung der zweiten Hälfte der in 2015 übernommenen Anlagen der AC Biogas. Durch diese Akquise konnte sich die KTG Energie AG schon heute einen langfristigen Umsatzsockel von über 90 Mio. € sichern.

Zusammensetzung der Umsatzplanung

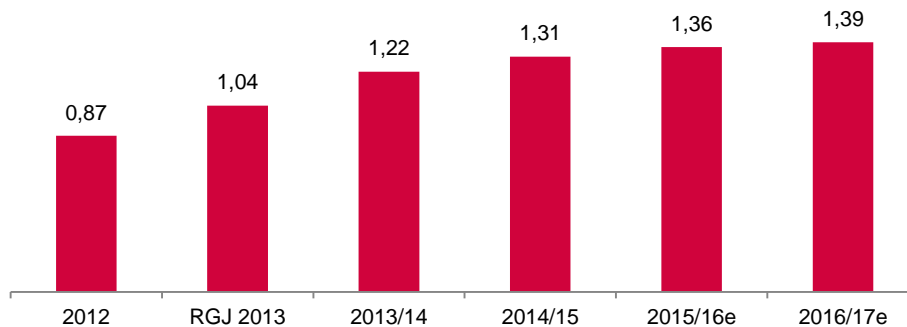


Quelle: Berechnungen GBC

Insofern sind unsere Prognosen für die Anlagenumsätze mit 86,39 Mio. € und 93,00 Mio. € als konservativ anzusehen. Eine Überschreitung der 100 Mio. €-Schwelle schließen wir auch bereits für das GJ 2016/17 nicht aus.

Vor allem durch das Repowering bestehender Anlagen sollte die KTG Energie AG in den kommenden Jahren weiteres organisches Wachstumspotenzial generieren können. Während die Einspeisevergütung durch das EEG für bestehende Anlagen gesichert ist, lässt sich der Output dieser durch Optimierungen erhöhen. Das noch zu hebende Potenzial wird bei der Betrachtung des derzeit erwirtschafteten Umsatzes pro MW installierter Leistung deutlich. Über die vergangenen Jahre hinweg wurde dieser Effizienzwert der Anlagen zunehmend gesteigert und lag im GJ 2014/15 mit 1,31 Mio. € pro MW installierter Leistung noch deutlich unter dem Potenzialwert von rund 1,5 Mio. €/MW. Auch unsere Prognosen berücksichtigen dabei konservativ noch nicht das Erreichen der vollen Auslastung bis zum GJ 2016/17.

Entwicklung der Anlagenumsätze pro MW installierter Leistung (in Mio. €)



Quelle: Berechnungen GBC

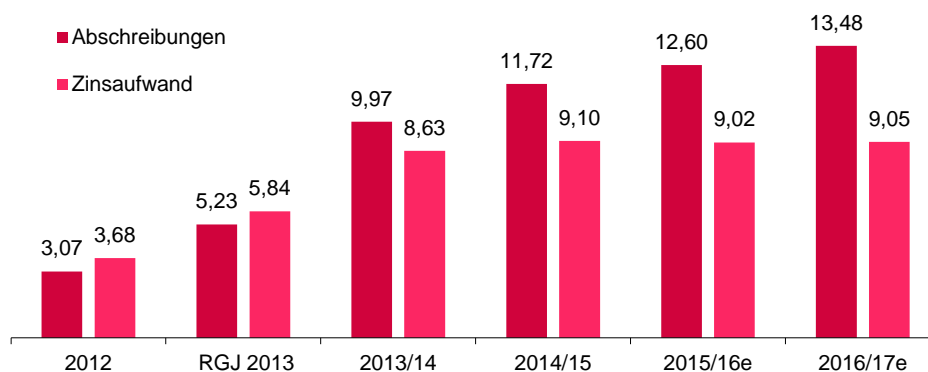
Ergebnisprognosen

Die KTG Energie AG erzielte vergangenes Geschäftsjahr ein neues Rekordergebnis und plant auch für die kommenden Jahre weitere Steigerungen. Die EBITDA-Prognose des Unternehmens für das laufende Geschäftsjahr 2015/16 liegt bei über 27 Mio. €. Hintergrund dieser Erwartung ist das stabile Geschäftsmodell, auf Basis welchem durch die sukzessiven Optimierungen der Bestandsanlagen stetige Umsatz- und damit auch Ergebnisverbesserungen erzielt werden können.

Unsere Erwartung für das EBITDA des GJ 2015/16 liegt bei 27,00 Mio. €, womit wir der vom Unternehmen ausgegebenen Prognose entsprechen. Demnach liegen der erwartete EBITDA-Zuwachs bei 7,9 % sowie die erwartete EBITDA-Marge bei 29,5 %. Eine weitere Steigerung auf 29,18 Mio. €, respektive einer EBITDA-Marge von 29,8 %, antizipieren wir für das darauffolgende Geschäftsjahr.

Noch deutlicher als auf der EBITDA-Ebene sollten sich in den kommenden Jahren die Auswirkungen auf den nachfolgenden Ergebnisstufen zeigen. Durch den hohen Aufwandsaufbau in den vorangegangenen Jahren wies die KTG Energie AG stark steigende Abschreibungen und Zinsaufwendungen auf. Diese werden zukünftig deutlich geringer ausfallen, sofern nicht eine weitere Gesetzesnovellierung die Förderung für Biogasanlagen wieder stärkt. Somit wird sich die KTG Energie AG zunächst auf die Optimierung der Bestandsanlagen sowie selektive Zukäufe bestehender Anlagen konzentrieren. Dies sollte zu deutlich moderateren Anstiegen bei den Abschreibungen führen.

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

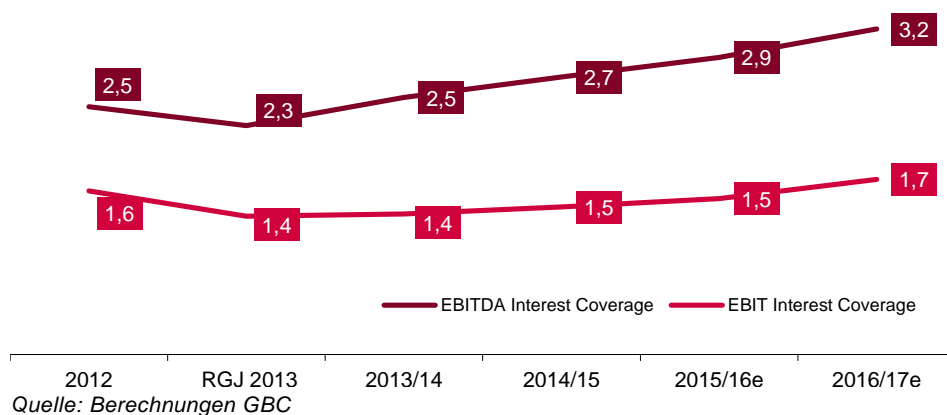


Quelle: Berechnungen GBC

Wir prognostizieren zudem eine Stabilisierung des Zinsaufwandes. Zum einen weil neue Biogasanlagen derzeit nicht errichtet werden und zum anderen durch die Umschuldung der bestehenden Anlagen auf KfW-Darlehen, zu deutlich günstigeren Konditionen mit Zinssätzen von unter 4% sowie Laufzeiten von bis zu 14 Jahren. Nicht zuletzt tilgt die KTG Energie AG auslaufende Darlehen.

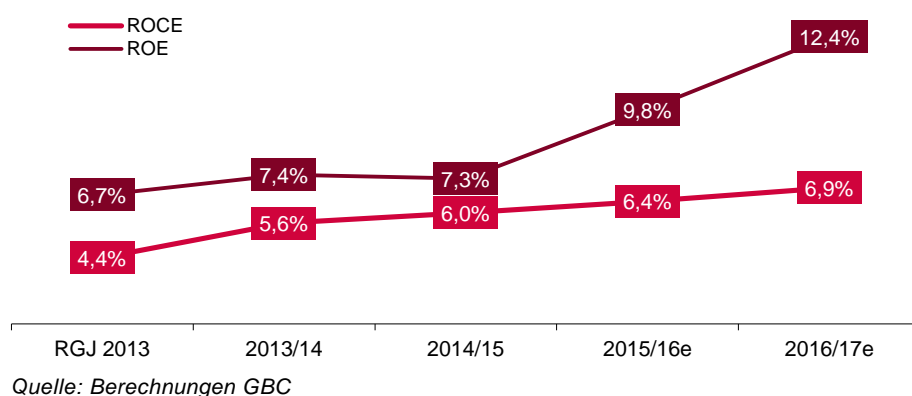
Wenngleich die Coverage-Ratios der KTG Energie AG bereits heute sehr gute Werte aufzeigen, sollten sich die Kennzahlen vor den genannten Hintergründen in den kommenden Jahren nochmals verbessern.

Erwartete Entwicklung Zinsdeckungsgrade



Die unterproportional steigenden Abschreibungen und Zinsaufwendungen werden demnach voraussichtlich eine deutliche Wirkung auf den Jahresüberschuss haben und damit gemäß unseren Prognosen auch zu einem deutlichen Anstieg der Eigenkapitalrendite (ROE) von derzeit 7,3 % auf 12,4 % im GJ 2016/17 führen. Auch der Return on Capital Employed (ROCE) sollte durch das unterproportional steigende Anlagenvermögen sowie das geringfügig wachsende Working Capital weitere Verbesserungen erfahren.

Erwartete Entwicklung der Kapitalrenditen



Nicht zuletzt plant die KTG Energie AG zukünftig produziertes Biomethan selbst zu vermarkten. Eine entsprechende Vermarktungsgesellschaft wurde hierfür bereits gegründet. Durch die Direktvermarktung des Biomethans wird der Zwischenhändler umgangen, was eine entsprechende Margensteigerung mit sich bringen sollte. Da die Erfolge dieses Schrittes noch nicht sichtbar sind, haben wir den zusätzlichen Margeneffekt darauf bislang noch nicht in unseren Prognosen berücksichtigt. Jedoch kann der Margeneffekt bei erfolgreicher Umsetzung nach unserer Einschätzung in den kommenden Jahren durchaus maßgeblich werden.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die KTG Energie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015/16 und 2016/17 in Phase 1, erfolgt von 2017/18 bis 2022/23 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.

Der risikolose Zinssatz wird 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 1,50 % (bislang: 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 8,0 % (bisher: 8,3%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 35 % (bislang: 25 %) unterstellen, ergeben sich bei durchschnittlichen Fremdkapitalkosten in Höhe von 4,6 % gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 5,1 % (bisher: 4,7 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Unter Verwendung der entsprechenden Kapitalkosten (WACC) von 5,1 % resultiert für die KTG Energie AG zum Ende des Geschäftsjahres 2016/17 ein fairer Wert je Aktie in Höhe von **18,50 €**. Damit bestätigen wir unser bisheriges Kursziel. Das unveränderte Kursziel, trotz leicht erhöhtem Diskontierungssatz, bringt dabei den konservativen Bewertungsansatz zum Ausdruck.

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	19,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	33,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	91,39	98,00	99,96	101,96	104,00	106,08	108,20	110,36	
US Veränderung	2,7%	7,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,47	0,51	0,54	0,58	0,61	0,65	0,69	0,73	
EBITDA	27,00	29,18	29,99	30,59	31,20	31,82	32,46	33,11	
EBITDA-Marge	29,5%	29,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBITA	14,40	15,70	16,43	17,63	18,80	19,94	21,06	22,16	
EBITA-Marge	15,8%	16,0%	16,4%	17,3%	18,1%	18,8%	19,5%	20,1%	19,8%
Steuern auf EBITA	-4,42	-4,79	-4,93	-5,29	-5,64	-5,98	-6,32	-6,65	
zu EBITA	30,7%	30,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	9,98	10,91	11,50	12,34	13,16	13,96	14,74	15,51	
Kapitalrendite	4,5%	4,9%	5,1%	5,7%	6,2%	6,8%	7,5%	8,1%	8,2%
Working Capital (WC)	30,47	33,24	32,99	33,65	34,32	35,01	35,71	36,42	
WC zu Umsatz	33,3%	33,9%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	
Investitionen in WC	-1,29	-2,77	0,25	-0,66	-0,67	-0,69	-0,70	-0,71	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	193,16	193,62	185,07	177,11	169,72	162,84	156,44	150,49	
AFA auf OAV	-12,60	-13,48	-13,55	-12,95	-12,40	-11,88	-11,40	-10,95	
AFA zu OAV	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in OAV	-13,92	-13,95	-5,00	-5,00	-5,00	-5,00	-5,00	-5,00	
Investiertes Kapital	223,63	226,86	218,05	210,76	204,03	197,84	192,14	186,91	
EBITDA	27,00	29,18	29,99	30,59	31,20	31,82	32,46	33,11	
Steuern auf EBITA	-4,42	-4,79	-4,93	-5,29	-5,64	-5,98	-6,32	-6,65	
Investitionen gesamt	-15,21	-16,71	-4,75	-5,66	-5,67	-5,69	-5,70	-5,71	
Investitionen in OAV	-13,92	-13,95	-5,00	-5,00	-5,00	-5,00	-5,00	-5,00	
Investitionen in WC	-1,29	-2,77	0,25	-0,66	-0,67	-0,69	-0,70	-0,71	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,37	7,68	20,31	19,64	19,89	20,15	20,44	20,75	296,52
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	312,90	321,33							
Barwert expliziter FCFs	104,24	101,93							
Barwert des Continuing Value	208,66	219,40							
Nettoschulden (Net debt)	183,36	188,63							
Wert des Eigenkapitals	129,54	132,69							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	129,54	132,69							
Ausstehende Aktien in Mio.	7,17	7,17							
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,06	18,50							

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,19
Eigenkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	35,0%
Fremdkapitalkosten	4,6%
Zielgewichtung	65,0%
Taxshield	22,8%
WACC	5,1%

Kapitalrendite	WACC				
	4,5%	4,8%	5,1%	5,4%	5,7%
7,7%	21,55	18,93	16,62	14,58	12,76
7,9%	22,64	19,94	17,56	15,45	13,57
8,2%	23,74	20,95	18,50	16,32	14,38
8,4%	24,84	21,96	19,43	17,19	15,19
8,7%	25,93	22,97	20,37	18,06	16,00

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: (4,5a,5b,10,11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.
- (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.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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
Matthias Greiffenberger, M.Sc. M.A., 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