



Researchstudie (Anno)

AGRARIUS AG



**„Geschäftsbetrieb deutlich ausgebaut;
weiteres Wachstum in Sicht“**

Kursziel: 1,70 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite III

Fertigstellung: 22.08.2012

Erstveröffentlichung: 23.08.2012

Kaufen

Kursziel: 1,70

aktueller Kurs: 0,98
20.8.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0SLN95

WKN: A0SLN9

Börsenkürzel: AU2

Aktienanzahl³: 7.551,601

Marketcap³: 7.174,02
EnterpriseValue³: 7.670,37
³ in Tsd. / in Tsd. EUR

Freefloat: 54,1 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
Donner & Reuschel AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

AGRARIUS AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Rohstoff

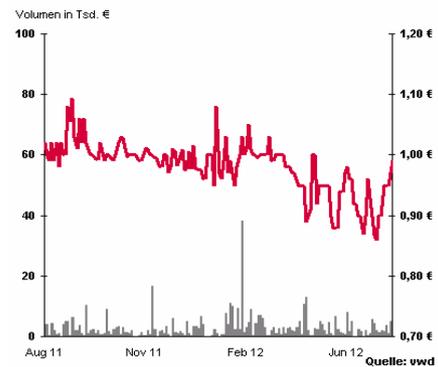
Fokus: Bewirtschaftung von Ackerflächen

Mitarbeiter: 56 Stand: 31.12.2011

Gründung: 2007

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Ottmar Lotz, Dr. Gerhard Prante



Das Kerngeschäft der AGRARIUS AG ist die professionelle Bewirtschaftung eigener und gepachteter Agrarflächen. Der regionale Fokus liegt dabei auf Rumänien. Das Land zählt mit 9,4 Mio. Hektar Ackerland zu den größten Agrarstaaten der Europäischen Union. In der Banatregion in West-Rumänien bewirtschaftet die Gesellschaft derzeit über 3.000 ha Ackerland mit den Kulturen Winterraps, Winterweizen, Sonnenblume und Körnermais. Für die Zukunft ist ein signifikanter Ausbau der bewirtschafteten Pachtflächen und Eigentumsflächen sowie die Erweiterung der Wertschöpfungskette geplant. Entsprechende Verhandlungen werden derzeit geführt. Rumänien bietet aufgrund niedriger Bodenpreise sowie kontinuierlich verbesserter Infrastruktur bei gegebener Rechtssicherheit ein hohes Wertsteigerungspotenzial. Zugleich sind die klimatischen Bedingungen dieser Region für den Ackerbau sehr günstig.

Daten & Prognosen

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012e | 31.12.2013e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 192,13 | 3.550,14 | 2.949,53 | 5.161,25 |
| EBITDA | -721,05 | 302,73 | 739,81 | 1.582,00 |
| EBIT | -750,23 | -7,52 | 339,81 | 1.032,00 |
| Jahresüberschuss | -771,12 | -375,32 | 168,15 | 402,19 |

| Kennzahlen in EUR | | | | |
|--------------------|-------|-------|------|------|
| Gewinn je Aktie | -0,10 | -0,05 | 0,02 | 0,05 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

| Kennzahlen | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 41,10 | 2,22 | 2,68 | 1,53 |
| EV/EBITDA | neg. | 26,09 | 10,67 | 4,99 |
| EV/EBIT | neg. | neg. | 23,24 | 7,65 |
| KGV | neg. | neg. | 44,01 | 18,40 |
| KBV | | 1,26 | | |

Finanztermine:

Datum: Ereignis

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

| | |
|----------------------------|---|
| Aktionärsstruktur..... | 1 |
| Konsolidierungskreis..... | 1 |
| Unternehmensstrategie..... | 2 |

Markt und Marktumfeld

| | |
|---|---|
| Bevölkerungsentwicklung und Nahrungsumstellung..... | 3 |
| Konkurrenz Bioenergie..... | 3 |
| Begrenztes Flächenangebot..... | 4 |
| Produktivitätsanstieg..... | 4 |
| Preisentwicklung Agrarrohstoffe..... | 5 |

Unternehmensentwicklung & Prognose

| | |
|--|----|
| Zahlen im Überblick..... | 6 |
| Geschäftsentwicklung 2011..... | 7 |
| Umsatzentwicklung..... | 7 |
| Kostenentwicklung..... | 7 |
| Ergebnisentwicklung..... | 8 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation..... | 9 |
| Entwicklung Cashflow..... | 9 |
| Prognose und Modellannahmen..... | 10 |
| Umsatzprognosen..... | 10 |
| Ergebnisprognosen..... | 11 |

Bewertung/Fazit

| | |
|-----------------------------------|----|
| DCF-Bewertung..... | 13 |
| Modellannahmen..... | 13 |
| Bestimmung der Kapitalkosten..... | 13 |
| Bewertungsergebnis..... | 13 |
| Fazit | 15 |

Anhang

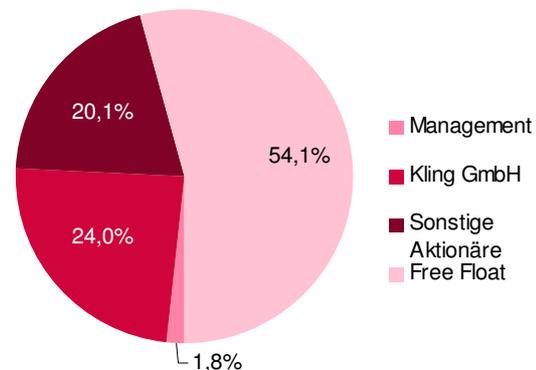
| | |
|--|-----|
| Disclaimer und Haftungsausschluss | III |
| Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG..... | V |

Unternehmen

Aktionärsstruktur

| Anteilseigner | 31.12.2011 |
|--------------------|---------------|
| Kling GmbH | 24,0 % |
| Management | 1,8 % |
| Sonstige Aktionäre | 20,1 % |
| Free Float | 54,1 % |

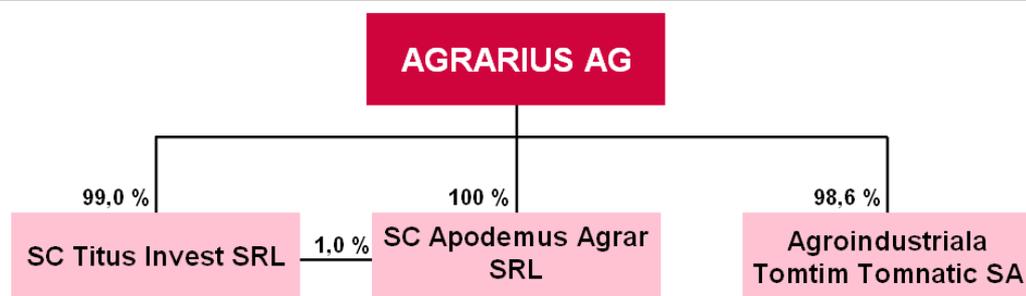
Aktionärsstruktur 21.08.2012



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

In den letzten beiden Geschäftsjahren hat die AGRARIUS AG den Ausbau des operativen Geschäftes (Erwerb landwirtschaftlicher Betriebe und Eigentumsflächen) primär durch Eigenmittel finanziert. Im Dezember 2010 wurden hierfür durch die Ausgabe von 3,41 Mio. Aktien rund 3,41 Mio. € zur Wachstumsfinanzierung eingenommen. Zudem wurden im Rahmen einer im Geschäftsjahr 2011 erfolgten Kapitalerhöhung aus genehmigten Kapital, durch die Ausgabe von 0,59 Mio. Aktien zusätzliche Eigenmittel von 0,62 Mio. € eingenommen. Desweiteren wurde in 2011 mit der Ausgabe von 1,06 Mio. Aktien eine weitere Bezugsrechtskapitalerhöhung durchgeführt. Nach Berücksichtigung der Kapitalmaßnahmen ist das gezeichnete Kapital der AGRARIUS AG von 2,50 Mio. € auf 7,55 Mio. € angestiegen (eingeteilt in Aktien mit einem Nennwert von 1,00 €).

Konsolidierungskreis



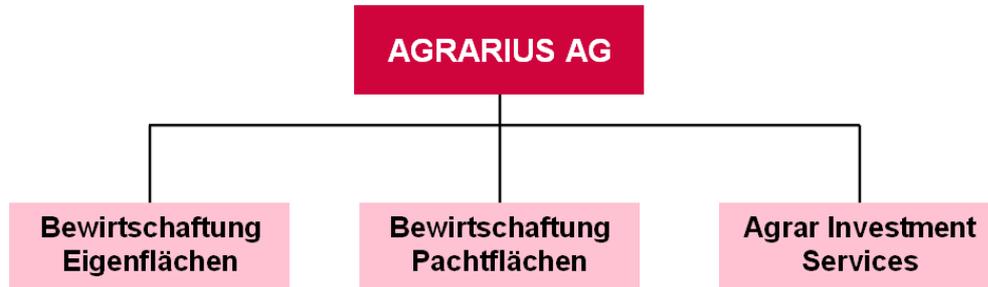
Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Die AGRARIUS AG ist die Konzernobergesellschaft der AGRARIUS-Gruppe, in der insgesamt drei Tochtergesellschaften integriert sind. Der Fokus der 100 %igen Tochter Apodemus Agrar SRL umfasst den Erwerb und den Verkauf von eigenen Immobilien und Ackerflächen. Zum Stichtag 31.12.2011 verfügte die Gesellschaft über Eigentumsflächen in Höhe von 236 ha (31.12.2010: 145 ha).

Die Bewirtschaftungsaktivitäten der AGRARIUS AG sind in den beiden Tochtergesellschaften SC Titus Invest SRL und Agroindustrialia Tomtim Tomnatic S.A. (Tomtim) gebündelt. Die im Jahr 2009 erworbene 99 %ige Tochtergesellschaft SC Titus Invest SRL verfügte zum 31.12.2011 über einen Pachtflächenbestand von 982 ha (31.12.2010: 982 ha). Da die Apodemus Agrar SRL einen 1%igen Anteil an dieser Tochter hält, befindet sich die SC Titus Invest SRL insgesamt vollständig im Besitz der AGRARIUS-Gruppe. Flankierend hierzu hat die AGRARIUS AG in 2011 den weiteren Ausbau ihrer operativen Tätigkeit über den Erwerb von 98,6 % der Tomtim SA vorangetrieben. Die restlichen Anteile der Tomtim SA werden von der staatlichen Treuhandgesellschaft ADS gehalten. Mit der Akquisition dieser Tochtergesellschaft wurde der Pachtflächenbestand um weitere 2.151 ha erweitert. Zum 31.12.2011 verfügt die AGRARIUS AG somit über insgesamt 2.896 ha Pachtflächen und 236 ha Eigentumsflächen.

Unternehmensstrategie

Das Kerngeschäft der AGRARIUS AG ist die Bewirtschaftung von Eigen- und Pachtflächen, mit dem regionalen Fokus auf die Banat-Region in Rumänien. Ergänzt wird das Geschäftsmodell der AGRARIUS AG durch die Agrar-Investment-Services, die das Know-How der Gesellschaft Dritten zur Verfügung stellt. Aufteilen lässt sich die Geschäftstätigkeit so mit wie folgt:



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Flächenbewirtschaftung - AGRARIUS als Großlandwirt

Im Rahmen der Flächenbewirtschaftung plant die AGRARIUS AG landwirtschaftliche Nutzflächen, vornehmlich in der Banat-Region (Rumänien) zu erwerben und zu pachten. Im Rahmen von Akquisitionen werden in der Regel gesamte landwirtschaftliche Betriebe und damit zusammenhängende Vermögensgegenstände (Landmaschinen, Lagerhallen, etc.) erworben.

Der Bewirtschaftungsschwerpunkt der Gesellschaft liegt im konventionellen Anbau von Marktfrüchten, insbesondere von Getreide, Mais, Sonnenblumen und Raps sowie deren Vermarktung. Zum 31.12.2011 verfügte die AGRARIUS AG über einen Flächenbestand von 3.132 ha, wobei sich hiervon 236 ha im Eigentum befinden und 2.896 ha angepachtet sind. In der Regel unterliegen die Pachtflächen aufgrund der Struktur der Pachtverträge einer höheren Volatilität. Die AGRARIUS hat jedoch im letzten Geschäftsjahr die durchschnittliche Restlaufzeit der Pachtverträge deutlich auf über 5 Jahre erhöht, was damit eine bessere Planbarkeit ermöglicht.

Im Zuge der Wachstumsstrategie ist ein weiterer Erwerb und eine weitere Anpachtung von hochwertigen Flächen geplant. Im Fokus stehen dabei Flächen mit einer vergleichsweise hohen Qualität (Bodenklasse 1, 2). Ein wesentlicher Aspekt im Rahmen der Bewirtschaftung ist eine geplante Steigerung der Bewirtschaftungseffizienz und Verbesserung der Bodenkultivierung. Denn vielfach wurden die Versorgungsstufen in den für die AGRARIUS AG wesentlichen Regionen nicht eingehalten oder beachtet. Durch eine bodengerechte Versorgung (Düngung mit Phosphat, Kali) sieht die Gesellschaft ein gutes Ertragssteigerungspotenzial, das sich letztendlich in einem Anstieg der Bodenwerte niederschlagen sollte. Der flächenübergreifende Einsatz von Maschinen und Ressourcen bietet zugleich die Möglichkeit, von positiven Skaleneffekten zu profitieren.

Agrar Investment Services - AGRARIUS als Partner für institutionelle Investoren

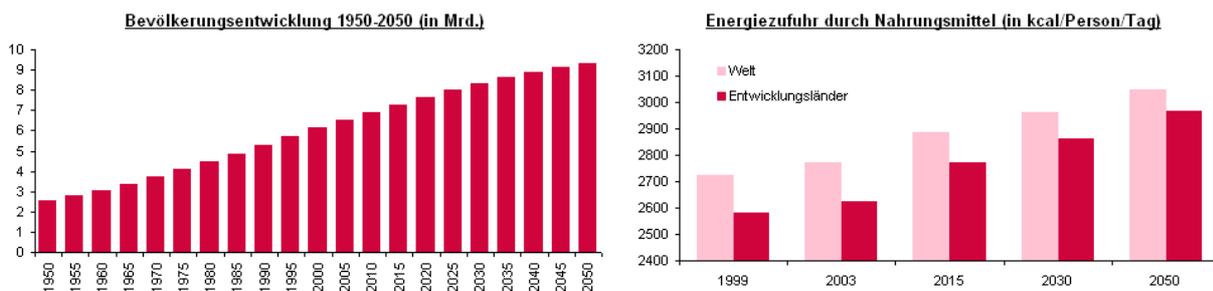
Im Rahmen der Agrar Investment Services stellt die AGRARIUS AG ihr Know-How institutionellen Anlegern als Dienstleistung zur Verfügung. Hier wird u.a. der Abschluss von Managementverträgen für die Analyse und Einkauf, die Auftragsbewirtschaftung und die Verwaltung von landwirtschaftlichen Flächen angestrebt. Als Bestandteil dieser Dienstleistung sollen auch die zu erwerbenden Flächen einer von der AGRARIUS AG durchgeführten Due Diligence-Prüfung unterzogen werden. Damit kann die Gesellschaft die vorhandenen Kompetenzen mit einem nur geringen Kapitaleinsatz gewinnbringend einsetzen. Die geplanten Dienstleistungserlöse bemessen sich dabei als Provision am Investitionsvolumen der Vertragspartner. Die Gesellschaft befindet sich nach eigenen Angaben derzeit in konkreten Verhandlungen zum Ausbau dieses Geschäftsbereiches, die zusätzlichen möglichen Umsatzpotenziale hieraus haben wir jedoch in unseren Planungen konservativ nicht berücksichtigt.

Markt und Marktumfeld

Weltweit ist das Marktumfeld der Agrarbranche von so genannten Makrotrends beeinflusst. Dabei lassen die derzeit vorherrschenden globalen Trends wie etwa ein starkes Bevölkerungswachstum oder eine weltweite Umstellung der Nahrungsgewohnheiten eine zunehmende Nachfrage nach Agrarprodukten erwarten. Demgegenüber steht jedoch ein Erntertrag aus einem begrenzten Flächenangebot, der zudem verstärkt in eine Ressourcen-Konkurrenz mit alternativen Biokraftstoffen getreten ist. Allein dieser rudimentäre Blick auf die zukünftigen Makrotrends in der Agrarbranche verdeutlichen die Erwartung einer zunehmenden Verteuerung von Agrarprodukten.

Bevölkerungsentwicklung und Nahrungsumstellung

Der wesentliche Faktor einer dynamischen Nachfrageentwicklung nach Agrarprodukten ist ein erwarteter Anstieg der Weltbevölkerung. Nach offiziellen UN-Schätzungen soll die Weltbevölkerung bis 2050 auf etwa 9,2 Milliarden Menschen ansteigen. Gegenüber der im Oktober 2011 offiziell erstmals überschrittenen Marke von 7,0 Mrd. Menschen bedeutet dies einen prognostizierten jährlichen Anstieg von etwa 55 Mio. Menschen. Somit sind die UN-Prognosen sogar als konservativ zu werten, denn der aktuelle jährliche Anstieg liegt bei 83,3 Mio. Menschen. Es wird besonders aufgrund einer erwarteten zunehmenden Industrialisierung der Dritte-Welt-Länder mit einem allgemeinen Rückgang der Geburtenraten gerechnet. Bei einer nicht nachlassenden Wachstumsdynamik könnte die Weltbevölkerung im Jahr 2050 sogar die 10-Mrd.-Marke überschreiten.



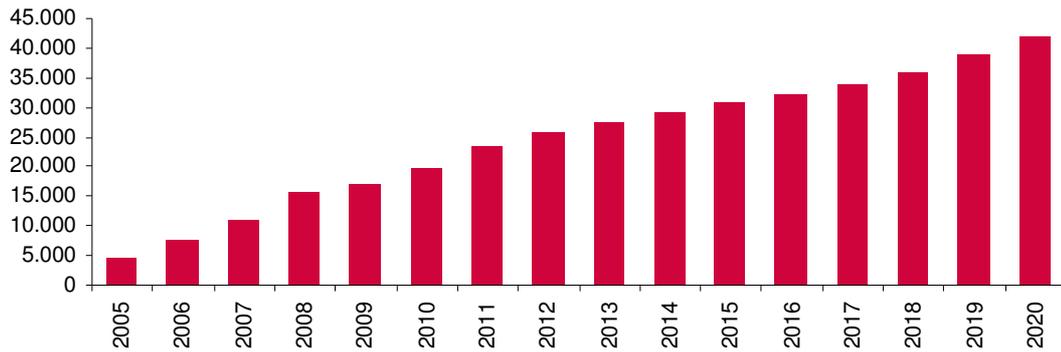
Quelle: Vereinte Nationen, World Population Prospects, the 2010 Revision; FAO: Looking Ahead in World Food and Agriculture: Perspectives to 2050

Insbesondere vor dem Hintergrund einer zunehmenden Industrialisierung der Dritt-Welt-Länder und eines damit einhergehenden Anstieges des Wohlstandes, dürfte global eine Veränderung der Nahrungsgewohnheiten einsetzen. Ein wesentlicher Faktor dafür ist eine Veränderung der Nahrungszusammensetzung, welche sich analog zum Grad der Industrialisierung hin zu tierischen Produkten verschiebt. Noch vor dreißig Jahren belief sich der Anteil tierischer Produkte in den Entwicklungsländern im Nahrungsmix auf lediglich 20 %. Diese Quote liegt aktuell bei etwa 29 % (Quelle: FAO: World agriculture: towards 2030/2050). Tendenziell soll dieser Anteil bis 2050 auf 37 % ansteigen. Dies ist insofern für die Agrarindustrie von hoher Bedeutung, als dass rund die Hälfte der globalen Agrarproduktion für Viehnahrung benötigt wird. Ein prognostizierter Anstieg würde daher die Nachfrage nach Agrarprodukten deutlich ansteigen lassen.

Konkurrenz Bioenergie führt zu weiteren Nachfrageanstieg

Als ein Konkurrent um die knappen Agrarressourcen ist in den letzten Jahren insbesondere die subventionierte Herstellung von Biotreibstoffen hinzugekommen. Getrieben von einem weltweit erhöhten Energiebedarf aber auch durch steigende Rohölkosten, hat sich der Trend zur Energieproduktion aus Agrarprodukten in den letzten Jahren verstärkt. Hauptsächlich die drei großen Hersteller von Biotreibstoffen USA, Brasilien und Europa haben die Produktion auch aufgrund staatlicher Vorgaben und Förderungen erheblich ausgeweitet. Beispielhaft dafür steht Biodiesel, dessen Produktion sich zwischen 2005 und 2010 von 4.854 Mio. Liter auf 19.825 Mio. Liter vervierfacht hat. Gemäß Schätzungen des OECD soll die Biodiesel-Produktion bis 2020 auf etwa 42.000 Mio. Liter ansteigen und damit dürfte eine Fortsetzung der dynamischen Produktionsentwicklung sichtbar werden. Somit wird der Produktion von Biokraftstoffen eine hohe Bedeutung bei der Nachfrage- und damit Preisentwicklung von Agrarprodukten beigemessen.

Biodieselpromuktion (in Mio. Litern)



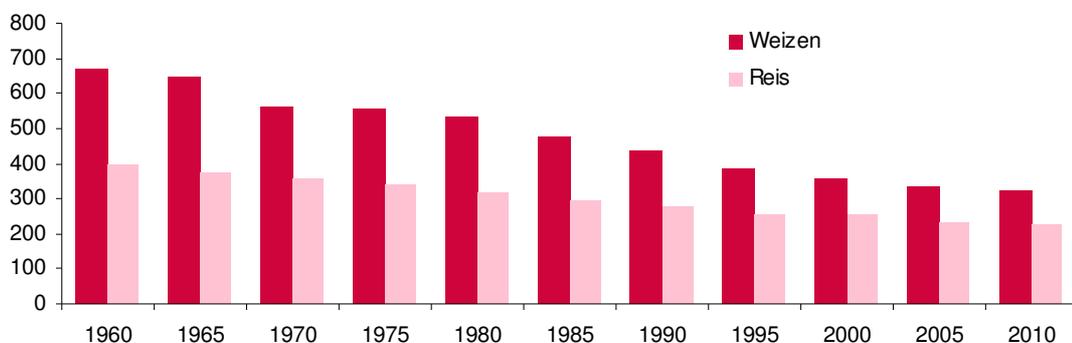
Quelle: OECD

Begrenztes Flächenangebot

Der aus den vorgenannten Gründen resultierenden, gesteigerten Nachfrage steht jedoch ein nur begrenztes Angebot an Agrarflächen entgegen. Die ohnehin begrenzt verfügbaren Agrarflächen unterliegen zudem verschiedenen Effekten, die zu einer weiteren Verknappung führen. Beispielsweise sind Entwicklungsländer von einer so genannten fortschreitenden Bodenerosion betroffen. Gemäß Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit haben sich die Ackerflächen speziell durch die so genannte Desertifikation in den letzten 40 Jahren um rund ein Drittel gemindert. Industrieländer verzeichnen hingegen hauptsächlich aufgrund einer zunehmenden Urbanisierung und dem dazugehörigen Infrastrukturaufbau einen Rückgang der Ackerflächen.

Gemessen an der Pro-Kopf-Flächenverfügbarkeit der Ackerflächen, lässt sich beispielhaft bei Weizen innerhalb der letzten 50 Jahre ein Rückgang von 670 qm auf etwa 320 qm erkennen. Flankierend hierzu minderten sich die Reisflächen innerhalb des gleichen Zeitraums ebenfalls massiv von etwa 400 qm auf etwa 220 qm. Hier wird sowohl der Anstieg der globalen Bevölkerung als auch der Rückgang der Agrarflächen abgebildet.

Agrarflächenentwicklung (qm pro Kopf)



Quelle: FAO; UNO; GBC AG

Produktivitätsanstieg verhinderte bisher massiven Nachfrageanstieg

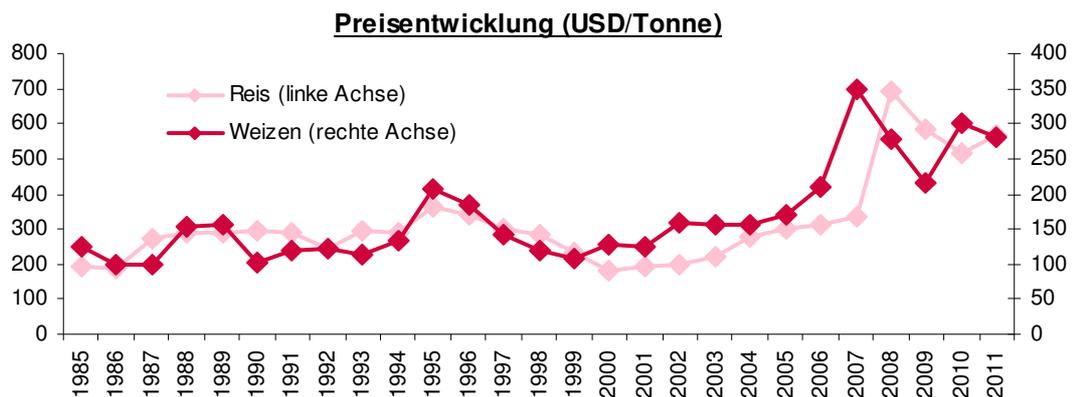
Trotz dieser unübersehbaren Trends konnte historisch gesehen die Agrarbranche erfreulicherweise dem deutlichen Nachfrageanstieg durch einen verbesserten Maschineneinsatz etc. auch bei einem geringeren Flächeneinsatz noch gerecht werden. Nach wie vor sind zwar Regionen von Unterernährung geprägt, dieser Zustand lässt sich jedoch hauptsächlich durch ein Überangebot in den Industrieländern erklären. Unterstellt man eine weltweit gerechte Verteilung von Agrarprodukten, so konnte bisher die Nachfrage ausreichend bedient werden.

Ein wichtiger Erklärungsansatz hierfür ist die Tatsache, dass es der Agrarwirtschaft gelang, den Flächenschwund durch Produktivitätssteigerungen zu kompensieren. Als maßgebliche Größe für das weitere Gleichgewicht von Nachfrage und Angebot kann hier der weitere Anstieg der Produktivität angesehen werden, welche jedoch in den vergangenen Jahren nur noch marginal zunehmen konnte. Vielfach wird deshalb von einer natürlichen Barriere

in der technologischen Entwicklung aber auch in der Intensität der Kultivierung von Agrarflächen gesprochen. Vor diesem Hintergrund könnte es zu einem deutlichen Nachfrageüberhang mit massiven Preissprüngen kommen.

Preisentwicklung Agrarrohstoffe - kurz- und langfristige Trends im Zusammenspiel

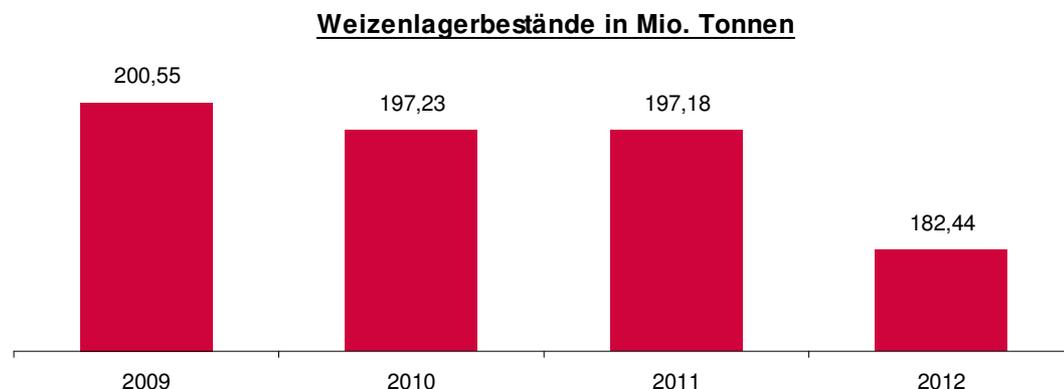
Die eben beschriebenen Makrotrends sind ausschlaggebend für die Preisentwicklung von Agrarprodukten. Insbesondere die gestiegene Nachfrage hatte in den letzten 30 Jahren zu einem weltweiten Vorratsabbau geführt, der sich erhöhend auf die Preissituation ausgewirkt hatte. Aber auch jenseits der Makrotrends können kurzfristige Effekte die Ausbringungsmenge beeinflussen und damit zu einer erhöhten Preisvolatilität sowie Preisspannungen führen. So kam es beispielsweise in der jüngsten Vergangenheit aufgrund klimatischer Bedingungen (Bsp. weltweite Dürre) zu einer kurzfristigen Reduktion der Erntemenge, die sich damit auf das allgemeine Preisniveau wieder sprunghaft nach oben auswirkte.



Quelle: OECD-FAO Database

In der vorstehenden Grafik wird es gut ersichtlich, dass sich die Preise für Weizen und Reis in den letzten beiden Jahren (2009 und 2010) aufgrund der verbesserten Erntesituation nach einem zuvor dramatischen Anstieg wieder etwas beruhigt hatten und so wieder ein moderates Niveau angenommen haben. Die beschriebenen globalen Makrotrends deuten jedoch nachhaltig auf weiter steigende Preise hin und so haben die Preise im Jahr 2011 auch bereits wieder deutlich zum Durchschnitt der Vorjahre angezogen.

Ebenso signifikant auf die künftige Preisentwicklung von Agrarprodukten dürften sich die zunehmend rückläufigen weltweiten Lagerbestände auswirken. Beispielhaft am Weizen lässt sich in der nachfolgenden Grafik ein stetiger Rückgang der weltweiten Weizenlagerbestände erkennen. Die Tendenz eines über der Produktion liegenden Verbrauchs lässt sich darüber hinaus auch bei anderen Agrarprodukten beobachten.



Quelle: USDA

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

| GuV (in T€) | GJ 2011 | in % | GJ 2012e | in % | GJ 2013e | in % |
|----------------------------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 3.550,14 | 100,0 | 2.949,53 | 100,0 | 5.161,25 | 100,0 |
| Umsatzkosten | -3.344,34 | -94,2 | -2.248,87 | -76,3 | -3.957,55 | -76,6 |
| Bruttoergebnis | 205,80 | 5,8 | 700,66 | 23,8 | 1.206,70 | 23,4 |
| Vertriebskosten | -74,26 | -2,1 | -54,40 | -1,8 | -139,70 | -2,7 |
| Verwaltungskosten | -905,17 | -25,5 | -780,00 | -26,4 | -851,00 | -16,5 |
| Sonstiges betriebliches Ergebnis | 766,12 | 21,6 | 473,55 | 16,1 | 816,00 | 15,8 |
| Zinserträge | 140,36 | 4,0 | 170,00 | 5,8 | 100,00 | 1,9 |
| Zinsaufwendungen | -407,24 | -11,5 | -290,00 | -9,8 | -600,00 | -11,6 |
| EBT | -274,40 | -7,7 | 219,81 | 7,5 | 532,00 | 10,3 |
| Steuern | -63,57 | -1,8 | -32,97 | -1,1 | -85,12 | -1,7 |
| EAT | -337,98 | -9,5 | 186,84 | 6,3 | 446,88 | 8,7 |
| Minderheiten | -37,34 | -1,1 | -18,68 | -0,6 | -44,69 | -0,9 |
| Jahresüberschuss | -375,32 | -10,6 | 168,15 | 5,7 | 402,19 | 7,8 |
| | | | | | | |
| EBITDA | 302,73 | | 739,81 | | 1.582,00 | |
| in % vom Umsatz | 8,5 | | 25,1 | | 30,7 | |
| EBIT | -7,52 | | 339,81 | | 1.032,00 | |
| in % vom Umsatz | neg. | | 11,5 | | 20,0 | |
| Aktienzahl in Tausend Stück | 7.551,60 | | 7.551,60 | | 7.551,60 | |
| Ergebnis je Aktie in € | -0,05 | | 0,02 | | 0,05 | |
| Dividende je Aktie in € | - | | - | | - | |

Geschäftsentwicklung 2011 - Ausbau der Geschäftstätigkeit mit operativem Break-Even

| in T€ | GJ 2010 | Δ 2010/2011 | GJ 2011 |
|------------------|----------------|-------------|----------------|
| Umsatzerlöse | 192,13 | +1.747,8 % | 3.550,14 |
| Bruttoergebnis | -83,02 | k.A. | 205,80 |
| EBITDA (Marge) | -721,05 (neg.) | k.A. | 302,73 (8,5 %) |
| EBIT (Marge) | -750,23 (neg.) | k.A. | -7,52 (neg.) |
| Jahresüberschuss | -771,12 | k.A. | -375,32 |
| EPS in €* | -0,10 | k.A. | -0,05 |

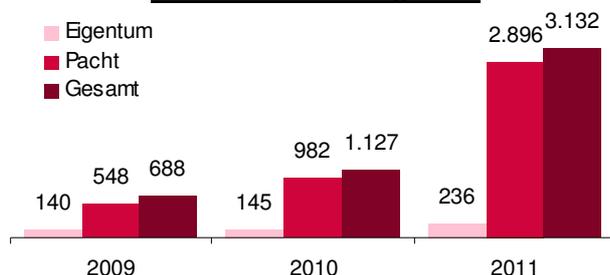
* Berechnung des EPS ist auf Basis einer Aktienzahl von 7,55 Mio. vorgenommen worden

Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

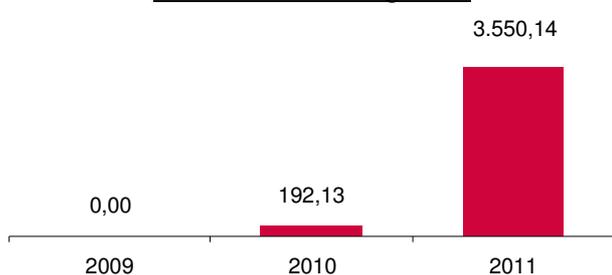
Umsatzentwicklung - Deutlicher Pachtflächenausbau durch Übernahmen

Insbesondere im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 hat die AGRARIUS AG mit dem Erwerb der Tochtergesellschaft Tomtim SA die investive Tätigkeit forciert und konnte somit gegenüber dem Vorjahr einen deutlichen Ausbau der Pachtflächen auf 3.132 ha (VJ: 982 ha) verzeichnen. Parallel hierzu wurden die Erträge aus der Bewirtschaftung der Eigentums- und Pachtflächen deutlich auf 3.550,14 T€ (VJ: 192,13 T€) ausgebaut. Insgesamt konnte die Gesellschaft damit nahezu 8.000 Tonnen Mais und etwa 1.800 Tonnen Sonnenblumen ernten. Unter Einbezug der Winterkulturen hat die AGRARIUS AG in der Saison 2011 insgesamt 18.000 Tonnen Agrarstoffe geerntet. In der vergleichbaren Vorjahresperiode war das Erntevolumen aufgrund der geringeren Bewirtschaftungsflächen mit etwa 1.200 Tonnen noch deutlich niedriger.

Flächenentwicklung in ha



Umsatzentwicklung in T€



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

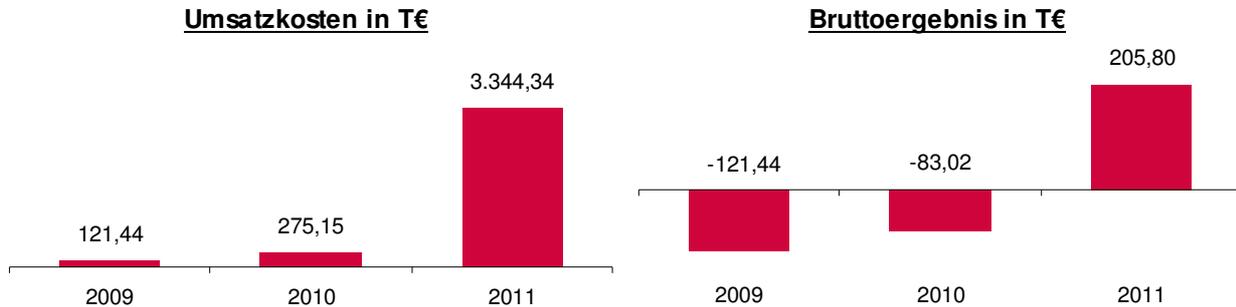
Gemäß Gesellschaftsangaben fiel der Ernteertrag auf den verfügbaren Flächen jedoch unterhalb der Planungen aus. Insbesondere der Betrieb SC Titus Invest SRL war dabei von einer ausgeprägten Frühjahrstrockenheit betroffen. Darüber hinaus wurde ein Teil der Pachtflächen dieser Tochtergesellschaft erst zum Jahresende 2010 übernommen, und damit waren Bodenvorbereitungsmaßnahmen erst im Frühjahr 2011 möglich. Hagelschäden an einem Teil der Winterraps- und Maiskulturen, welche nicht vollständig durch die abgeschlossene Versicherung abgedeckt waren, wirkten sich zudem negativ auf die Erlössituation des AGRARIUS-Konzerns aus.

Kostenentwicklung - Deutlicher Anstieg im Rahmen der Geschäftsausweitung

Analog zum Umsatzanstieg haben auch die direkt zu den Umsätzen zurechenbaren Umsatzkosten deutlich zugelegt, wenngleich die Kostenzunahme im Verhältnis zu den Umsätzen unterproportional ausgefallen ist. In Summe legten die Umsatzkosten, welche nahezu alle den Tochtergesellschaften zurechenbaren Kosten (Direktkosten wie Saat- und Pflanzgut, Düngemittel, Maschinenkosten, bezogene Leistungen, Personalkosten etc.) enthalten, von 275,15 T€ (GJ 2010) auf 3.344,34 T€ (GJ 2011) zu. Auf Basis des Bruttoergebnisses und des EBITDA war damit die AGRARIUS AG in der Lage den Break-Even zu erreichen.

Auch in diesem Bereich war die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 von Sondereffekten betroffen. So fiel im Zusammenhang mit der Übernahme der Tomtim SA im

Personalbereich ein hoher Restrukturierungsaufwand an. Die Mitarbeiterzahl des neu erworbenen Betriebes wurde zwischenzeitlich deutlich abgebaut. Ebenfalls belastend haben sich ungewöhnlich hohe Reparaturkosten der Landmaschinen ausgewirkt. Dies ist vor allem auf die Übernahme eines mehrheitlich schlecht gewarteten und veralteten Maschinenbestandes zurückzuführen, welcher jedoch im abgelaufenen Geschäftsjahr sukzessive erneuert wurde.



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Die übrigen Aufwendungen, welche auf Holding-Basis angefallen sind, deklarieren wir als Overheadkosten. Neben den Vertriebskosten fallen unter diese Kategorie die Verwaltungskosten sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Im Zuge eines ausgeweiteten Geschäftsumfanges, dessen Ausbau planmäßig in den kommenden Geschäftsjahren fortgesetzt werden soll, hat die AGRARIUS AG die organisatorische und personelle Infrastruktur aufgebaut. Ersichtlich wird dies am Anstieg der Vertriebs- und Verwaltungskosten, welche in Summe auf 979,44 T€ (VJ: 627,90 T€) angestiegen sind. Aufgefangen wird jedoch der Anstieg der Overheadkosten durch eine deutliche Verbesserung des sonstigen betrieblichen Ergebnisses auf 766,12 T€ (VJ: -39,31 T€). Aufgrund eines größeren Flächenbestandes profitierte hier die AGRARIUS AG von einer signifikanten Zunahme der Flächenpreämien.

Ergebnisentwicklung - EBITDA leicht positiv; EBIT knapp am Break-Even

Insgesamt verbesserte sich das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) deutlich von -750,23 T€ (GJ 2010) auf -7,52 T€ (GJ 2011), und blieb aufgrund der beschriebenen Effekte, welche sich sowohl umsatz- als auch kostenseitig bemerkbar gemacht hatten, nur noch knapp im negativen Bereich.



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Unter Berücksichtigung eines Finanzergebnisses von -266,89 T€ (VJ: -18,32 T€) sowie von Steueraufwendungen in Höhe von 63,58 T€ (VJ: 2,57 T€) erzielte somit die AGRARIUS AG ein Nachsteuerergebnis von -375,32 T€ (V: -771,12 T€). Gegenüber dem Vorjahr stellt dies zwar eine deutliche Verbesserung dar, aufgrund der genannten unvorhergesehenen Effekte blieb es jedoch noch im negativen Bereich. Erwähnenswert darüber hinaus sind negative Kurseffekte im Bereich der Finanzaufwendungen in Höhe von -310,65 T€. Diese wirkten sich auf die Ertragssituation der Gesellschaft negativ aus, hatten jedoch keinen Liquiditätsabgang zur Folge.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Trotz Geschäftsausweitung weiter solide

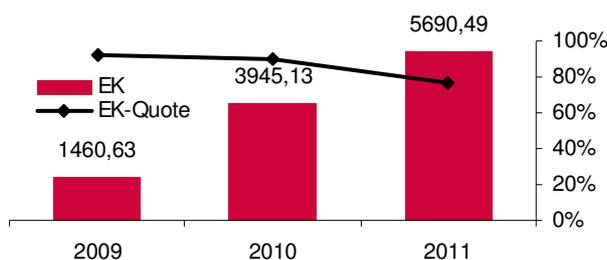
| in Mio. € | 31.12.2009 | 31.12.2010 | 31.12.2011 |
|---------------------------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital | 1.460,63 | 3.945,13 | 5.690,49 |
| EK-Quote in % | 92,6 % | 90,4 % | 77,1 % |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 452,16 | 515,55 | 4.469,23 |
| Working Capital (WC) | 92,55 | -90,44 | 1.551,07 |
| Liquide Mittel | 915,91 | 3.520,03 | 799,49 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 0,00 | 0,00 | 1.152,89 |

Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

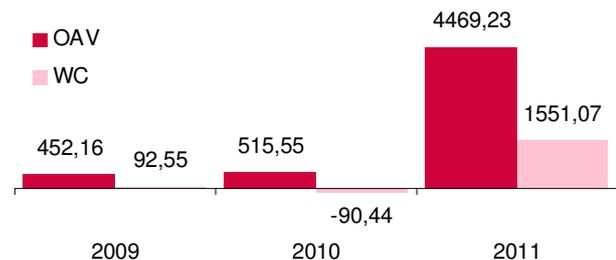
Die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 aufgezeigte Ausweitung des Geschäftsumfangs findet sich auch in der Vermögenssituation der AGRARIUS AG wieder. Insbesondere sichtbar wird dies anhand der von der Gesellschaft getätigten Investitionen, welche einen signifikanten Anstieg des Anlagevermögens auf 4.469,23 T€ (31.12.10: 515,55 T€) nach sich gezogen haben. Hauptsächlich repräsentiert diese Entwicklung den Zugang der Vermögensgegenstände im Rahmen des Erwerbs des Agrarbetriebes Tomtim SA.

Flankierend hierzu erhöhten sich als Folge der Bewirtschaftung und eines daraus resultierenden Anstieges an biologischen Vermögenswerten auch die Vorräte der Gesellschaft. In Konsequenz stieg das Working Capital (WC) auf 1.551,07 T€ (31.12.10: -90,44 T€) an.

EK in T€ und EK-Quote in %



OAV und WC in T€



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Der dargelegte Anstieg des Anlage- und Umlaufvermögens wurde größtenteils durch Eigenkapital finanziert. In den letzten zwei Geschäftsjahren hat die AGRARIUS AG zwei Kapitalmaßnahmen erfolgreich durchgeführt und insgesamt 4.921,52 T€ eingenommen. Analog hierzu ist das Eigenkapital innerhalb der letzten zwei Geschäftsjahre von 1.460,63 T€ (31.12.09) auf 5.690,49 T€ angestiegen. Bei einer gleichzeitigen Zunahme der Bilanzsumme reduzierte sich die dazugehörige Eigenkapitalquote auf 77,1 % (31.12.10: 90,4 %).

Zudem wurde ein Teil der Investitionen auch über Fremdkapital finanziert. Demnach hat die AGRARIUS AG zum Bilanzstichtag 31.12.11 Bankkredite in Höhe von 661,40 T€ (31.12.10: 0,0 T€) in Anspruch genommen.

Entwicklung des Cashflows - Investitionen dominieren Cashflow

Der die Investitionen umfassende freie Cashflow reduzierte sich deutlich auf -4.438,64 T€ (VJ: -559,71 T€). Die aus der im abgelaufenen Geschäftsjahr durchgeführten Kapitalerhöhung zugeflossenen Mittel in Höhe von 1.681,10 T€ konnten den freien Cashflow nicht vollumfänglich abdecken. Daraus ergibt sich ein deutlicher Rückgang der liquiden Mittel von 3.520,03 T€ (31.12.10) auf 799,49 T€ (31.12.11).

Prognose und Modellannahmen - Break-Even ab 2012 nachhaltig erreichbar

| in Mio. € | GJ 2011 | GJ 2012e | GJ 2013e |
|------------------|----------------|-----------------|-------------------|
| Umsatzerlöse | 3.550,14 | 2.949,53 | 5.161,25 |
| Bruttoergebnis | 205,80 | 700,66 | 1.206,70 |
| EBITDA (Marge) | 302,73 (8,5 %) | 739,81 (25,1 %) | 1.582,00 (30,7 %) |
| EBIT (Marge) | -7,52 (neg.) | 339,81 (11,5 %) | 1.032,00 (20,0 %) |
| Jahresüberschuss | -375,32 | 168,15 | 402,19 |
| EPS in € | -0,05 | 0,02 | 0,05 |

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen - Ausbau der Pachtflächen im Fokus

Die wesentliche Determinante der nachfolgend ausformulierten Umsatz- und Ergebnisprognosen ist die Entwicklung der bewirtschafteten Flächen und ein dazugehöriger Anstieg der Ausbringungsmenge an Agrarprodukten. Aufgrund eines deutlich geringeren Investitionsvolumens liegt der derzeitige Schwerpunkt der AGRARIUS AG im Erwerb von landwirtschaftlichen Betrieben in Rumänien, inklusive Pachtflächen. Der investitionsintensivere Flächenerwerb ist laut Unternehmensstrategie nur noch von zweitrangiger Bedeutung. Gut sichtbar wird dies auch an der Flächenentwicklung (Pacht- und Eigentumsflächen) der letzten zwei Geschäftsjahre. Während der Bestand an Pachtflächen von 548 ha (GJ 2009) auf 2.896 ha (GJ 2011) zugenommen hat, verzeichnete die AGRARIUS AG lediglich einen Eigentumsflächenanstieg von 140 ha (GJ 2009) auf 236 ha (GJ 2011).

Neben dem Vorteil eines geringeren Investitionsbedarfes (Investitionen fallen nur für den Betriebserwerb und damit für den Erwerb der Betriebsausstattung an) kann die Gesellschaft einen deutlich stärkeren Flächen- und damit auch Ertragsausbau realisieren. Auf der anderen Seite jedoch fallen mögliche Erträge im Zusammenhang mit einem erwarteten Anstieg der Flächenpreise in Rumänien weg. In folgender Tabelle haben wir unsere Annahmen der Flächenentwicklung bis zum Geschäftsjahr 2013 zusammengefasst:

| in ha | GJ 2011 | GJ 2012e | GJ 2013e |
|---|--------------|--------------|--------------|
| Eigentumsflächen | 236 | 246 | 246 |
| Pachtflächen | 2.896 | 4.932 | 4.932 |
| Summe | 3.132 | 5.178 | 5.178 |
| davon in den Umsätzen einbezogen | 2.896 | 2.900 | 5.100 |

Quelle: GBC AG

Wie der vorstehenden Grafik zu entnehmen ist, erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2012 einen weiteren Ausbau der Pachtflächen um ca. 2.000 ha. Da jedoch gemäß unseren Planungen ein Zugang der Pachtflächen erst unterjährig erfolgen wird, berücksichtigen wir den Flächenanstieg in unseren Umsatzprognosen erst im Folgejahr 2013. Auch wird somit der Überlegung Rechnung getragen, wonach neue Pachtflächen erst nach einer Bodenvorbereitung durch die AGRARIUS AG kultiviert werden.

Gemäß Unternehmensangaben hält sich der Investitionsbedarf beim Erwerb der Landwirtschaftsbetriebe in Grenzen. Hier spielt der Umstand, wonach die AGRARIUS AG im letzten Geschäftsjahr einen deutlichen Kapazitätsausbau realisiert hat, eine wichtige Rolle. Weitere Übernahmen von Maschinenparks sind daher beim Ausbau des Pachtflächenbestands zunächst (bis ca. 1.000 ha) nicht mehr notwendig, was den Investitionsbedarf erheblich mindert. Nach Unternehmensangaben liegt der Investitionsbedarf für einen Ausbau der Pachtflächen um +1.800 ha bei etwa 900,00 T€. Unter der Voraussetzung der Identifikation weiterer attraktiver Betriebe erachten wir für das Geschäftsjahr 2013 eine weitere Flächenausweitung für gut möglich. Dies haben wir jedoch unter konservativen Gesichtspunkten nicht in unseren Prognosen einbezogen.

Gemäß unseren Erwartungen wird die AGRARIUS AG im laufenden Geschäftsjahr auf rund

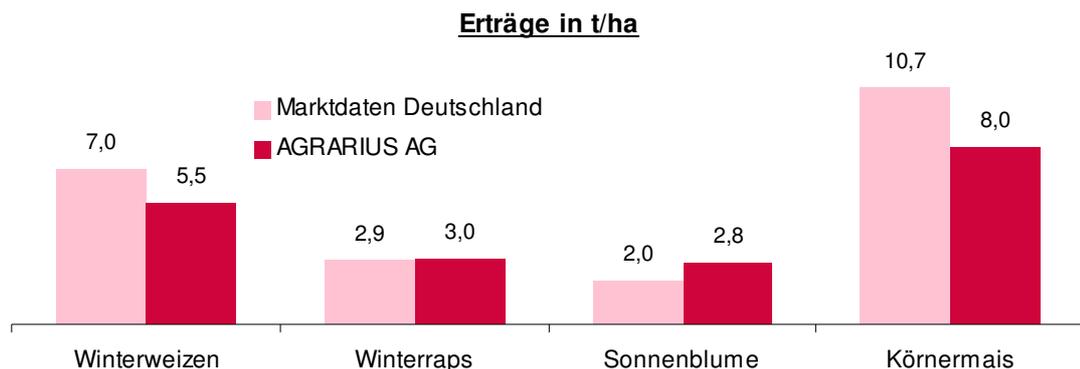
2.900 ha Ackerland Winterweizen, Winterraps, Körnermais und Sonnenblumen anbauen und ernten. Zwar werden die Wintersorten erst im GJ 2013 Umsätze beisteuern, diesen Umstand haben wir jedoch im GJ 2012 anhand eines ertragswirksamen Anstieges der unfertigen Erzeugnisse berücksichtigt. Für das kommende Geschäftsjahr 2013 rechnen wir mit einem bewirtschafteten Flächenbestand von 5.100 ha.

Folgende Annahmen liegen den einzelnen von der AGRARIUS AG angebaute Feldfrüchten zugrunde:

| Feldfrucht | Ertrag in t/ha | Preis in €/t | Umsatz in €/ha |
|--------------|----------------|--------------|----------------|
| Winterweizen | 5,5 | 150,00 | 825 |
| Winterraps | 3,0 | 400,00 | 1.200,00 |
| Sonnenblume | 2,8 | 350,00 | 980,00 |
| Körnermais | 8,0 | 150,00 | 1.200,00 |

Quelle: GBC AG

Die in der obigen Tabelle dargestellten Preisniveaus basieren dabei auf von der AGRARIUS AG für die Saison 2011/2012 abgeschlossenen Vorkontrakte und haben daher einen hohen Aussagegehalt. Die Flächenerträge orientieren sich sowohl an die von der Gesellschaft historisch erzielten Größenordnungen sowie darüber hinaus auch von der BMELV ermittelte statistische Ertragskennzahlen in Deutschland für das Jahr 2011. Wie der nachstehenden Grafik zu entnehmen, sind die von uns angenommenen Erträge in Tonne je Hektar als realistisch zu erachten.



Quelle: BMELV; GBC AG

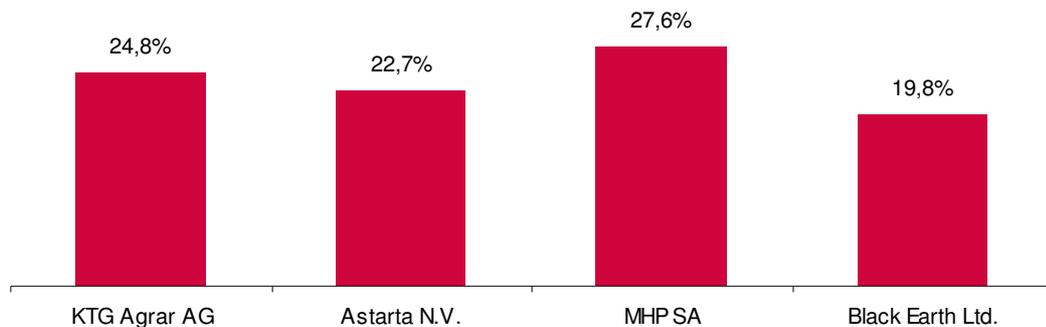
Bei einer nahezu paritätischen Aufteilung der bewirtschafteten Flächen nach den einzelnen Fruchtarten, wobei in unseren Prognosen der Schwerpunkt auf Winterweizen, Sonnenblume und Körnermais liegt, beläuft sich der von uns erwartete durchschnittliche Ertrag je Hektar auf 1.000 € (entspricht 1,0 Mio. € je 1.000 ha). Somit rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2012 mit einem Umsatzniveau von 2.949,53 T€. Entsprechend der für das GJ 2013 prognostizierten Flächenausweitung auf 5.100 ha, belaufen sich unsere Umsatzprognosen für das GJ 2013 auf 5.161,25 T€.

Ergebnisprognosen - Erwarteter Anstieg der Ergebnismargen durch Skaleneffekte

Die Umsatzkosten stellen die größte Kostenposition der Gesellschaft dar und beinhalten sowohl die direkt zurechenbaren Kosten für die Ernte als auch die Pacht aufwendungen sowie Vorratsveränderungen. Hauptsächlich aufgrund der Tatsache einer im Vergleich zur erwarteten Flächenausweitung nur unterproportionalen Zunahme der Betriebsmittel (Landfahrzeuge bereits vorhanden, Infrastruktur bereits ausgebaut, Personalstrukturierung abgeschlossen) dürfte die AGRARIUS AG in diesem Bereich von Skaleneffekten profitieren. Dieser Umstand findet sich in unseren Prognosen der Umsatzkosten wieder, welche mit 2.248,87 T€ lediglich 76,3 % (Bruttomarge: 23,8 %) der Umsätze entsprechen. Für das kommende Geschäftsjahr rechnen wir bei einem Anstieg der Umsatzkosten auf 3.957,55 T€ mit einer nahezu proportionalen Entwicklung der Marge (Bruttomarge: 23,4 %).

Auch auf Ebene der Verwaltungskosten erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2012 Verbesserungen der Kostenstrukturen und gehen somit von Skaleneffekten aus. In Summe prognostizieren wir ein EBIT von 339,81 T€, was einer EBIT-Marge von 11,5 % entspricht. Im kommenden Geschäftsjahr 2013 gehen wir von nahezu unveränderten Verwaltungskosten aus, so dass hier eine Erhöhung des EBIT auf 1.032,00 T€ (EBIT-Marge: 20,0 %) erzielt werden sollte. Die erwartete EBIT-Marge des kommenden Geschäftsjahres sehen wir als eine nachhaltig erzielbare Größenordnung an. Nachfolgend haben wir anhand ausgewählter Agrarunternehmen einen EBIT-Margen-Branchenvergleich erstellt:

Branchen-EBIT Agrarunternehmen (2012e)



Quelle: Thomson ONE Analytics

Dieser Vergleich verdeutlicht, dass eine von uns erwartete nachhaltige EBIT-Marge von 20,0 % als realistisch einzustufen ist. Eventuell könnte die Gesellschaft sogar in der Lage sein, vor dem Hintergrund weiteren Flächenwachstums, von Skaleneffekten zu profitieren und damit wäre sogar ein weiterer Anstieg der Ergebnismargen möglich. Unter konservativen Gesichtspunkten beziehen wir die für 2013 prognostizierte EBIT-Marge als Grundlage für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Modells ein.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die AGRARIUS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,00 %. Im Zuge einer konservativen Herangehensweise unserer langfristigen Prognosen haben wir weitere mögliche anorganische Effekte aber auch Umsatzbeiträge aus dem Bereich der Agrar Investment Services nicht berücksichtigt. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 30,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 16,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,00 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,25.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,9 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,33 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,33 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als **Kursziel 1,70 €**.

AGRARIUS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 3,0% | ewiges Umsatzwachstum | 2,0% |
| EBITDA-Marge | 30,0% | ewige EBITA - Marge | 22,0% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 10,0% | effektive Steuerquote im Endwert | 16,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 46,1% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in TEUR | estimate | | consistency | | | | | | final Endwert |
|---------------------------------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| | GJ 2012e | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e | GJ 2019e | |
| Umsatz (US) | 2949,53 | 5161,25 | 5316,09 | 5475,57 | 5639,84 | 5809,03 | 5983,30 | 6162,80 | |
| US Veränderung | -16,9% | 75,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 2,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 0,59 | 1,08 | 1,19 | 1,19 | 1,19 | 1,19 | 1,19 | 1,19 | |
| EBITDA | 739,81 | 1582,00 | 1594,83 | 1642,67 | 1691,95 | 1742,71 | 1794,99 | 1848,84 | |
| EBITDA-Marge | 25,1% | 30,7% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | |
| EBITA | 339,81 | 1032,00 | 1114,83 | 1197,67 | 1233,60 | 1270,61 | 1308,73 | 1347,99 | |
| EBITA-Marge | 11,5% | 20,0% | 21,0% | 21,9% | 21,9% | 21,9% | 21,9% | 21,9% | 22,0% |
| Steuern auf EBITA | -50,97 | -165,12 | -178,37 | -191,63 | -197,38 | -203,30 | -209,40 | -215,68 | |
| zu EBITA | 15,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% |
| EBI (NOPLAT) | 288,84 | 866,88 | 936,45 | 1006,04 | 1036,22 | 1067,31 | 1099,33 | 1132,31 | |
| Kapitalrendite | 4,8% | 12,4% | 13,0% | 14,6% | 14,6% | 14,6% | 14,6% | 14,6% | 14,5% |
| Working Capital (WC) | 2000,00 | 2400,00 | 2452,31 | 2525,88 | 2601,66 | 2679,71 | 2760,10 | 2842,90 | |
| WC zu Umsatz | 67,8% | 46,5% | 46,1% | 46,1% | 46,1% | 46,1% | 46,1% | 46,1% | |
| Investitionen in WC | -448,93 | -400,00 | -52,31 | -73,57 | -75,78 | -78,05 | -80,39 | -82,80 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 5000,00 | 4800,00 | 4450,00 | 4583,50 | 4721,01 | 4862,64 | 5008,51 | 5158,77 | |
| AFA auf OAV | -400,00 | -550,00 | -480,00 | -445,00 | -458,35 | -472,10 | -486,26 | -500,85 | |
| AFA zu OAV | 8,0% | 11,5% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | |
| Investitionen in OAV | -930,77 | -350,00 | -130,00 | -578,50 | -595,86 | -613,73 | -632,14 | -651,11 | |
| Investiertes Kapital | 7000,00 | 7200,00 | 6902,31 | 7109,38 | 7322,66 | 7542,34 | 7768,61 | 8001,67 | |
| EBITDA | 739,81 | 1582,00 | 1594,83 | 1642,67 | 1691,95 | 1742,71 | 1794,99 | 1848,84 | |
| Steuern auf EBITA | -50,97 | -165,12 | -178,37 | -191,63 | -197,38 | -203,30 | -209,40 | -215,68 | |
| Investitionen gesamt | -1379,71 | -750,00 | -182,31 | -652,07 | -671,63 | -691,78 | -712,53 | -733,91 | |
| Investitionen in OAV | -930,77 | -350,00 | -130,00 | -578,50 | -595,86 | -613,73 | -632,14 | -651,11 | |
| Investitionen in WC | -448,93 | -400,00 | -52,31 | -73,57 | -75,78 | -78,05 | -80,39 | -82,80 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | -690,87 | 666,88 | 1234,14 | 798,97 | 822,94 | 847,63 | 873,06 | 899,25 | 15786,73 |

| | | |
|-------------------------------------|----------|----------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 13530,99 | 13991,42 |
| Barwert expliziter FCFs | 4515,02 | 4224,30 |
| Barwert des Continuing Value | 9015,97 | 9767,12 |
| Nettoschulden (Net debt) | 1137,98 | 971,10 |
| Barwert aller Optionsrechte | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Eigenkapitals | 12393,00 | 13020,32 |
| Fremde Gewinnanteile | -181,98 | -191,19 |
| Wert des Aktienkapitals | 12211,02 | 12829,13 |
| Ausstehende Aktien in Tsd. | 7551,601 | 7551,601 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 1,62 | 1,70 |

Kapitalkostenermittlung :

| | |
|--------------------|-------|
| risikolose Rendite | 2,0% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,25 |
| Eigenkapitalkosten | 8,9% |
| Zielgewichtung | 85,0% |
| Fremdkapitalkosten | 7,0% |
| Zielgewichtung | 15,0% |
| Taxshield | 25,0% |

WACC **8,3%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|------|------|------|------|------|
| | 7,3% | 7,8% | 8,3% | 8,8% | 9,3% |
| 10,5% | 1,51 | 1,39 | 1,28 | 1,20 | 1,12 |
| 12,5% | 1,77 | 1,62 | 1,49 | 1,38 | 1,29 |
| 14,5% | 2,03 | 1,85 | 1,70 | 1,57 | 1,46 |
| 16,5% | 2,29 | 2,08 | 1,91 | 1,76 | 1,63 |
| 18,5% | 2,55 | 2,31 | 2,11 | 1,94 | 1,80 |

Fazit

Geschäftsbetrieb in 2011 deutlich ausgebaut; weiteres Wachstum in Sicht

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 hat die AGRARIUS AG ihren Geschäftsbetrieb deutlich ausgebaut. So konnte das auf die Bewirtschaftung von Eigentums- und Pachtflächen in Rumänien spezialisierte Unternehmen einen deutlichen Flächenausbau realisieren. Zum Ende des Geschäftsjahres 2011 verfügt die Gesellschaft über einen gesamten Flächenbestand von 3.132 ha (236 ha Eigentumsflächen). Zum Vergleich hierzu lag der Flächenbestand Ende des Geschäftsjahres 2010 noch bei 1.127 ha (145 ha Eigentumsflächen).

Der deutliche Ausbau der bewirtschafteten Flächen hat sich in einem signifikanten Umsatzanstieg auf 3.550,14 T€ (VJ: 192,13 T€) niedergeschlagen. So konnte die AGRARIUS AG insgesamt nahezu 8.000 Tonnen Mais und etwa 1.800 Tonnen Sonnenblumen ernten und vertreiben. Unter Berücksichtigung der Winterkulturen belief sich der Saisonertrag 2011 auf 18.000 Tonnen (VJ: 1.200 Tonnen).

Analog zum Erlösanstieg erhöhte sich auch das operative Ergebnis, wenngleich der Break-Even im abgelaufenen Geschäftsjahr noch knapp verfehlt wurde. Sondereffekte wie eine ausgeprägte Frühjahrstrockenheit, Hagelschäden an einem Teil der Winterraps- und Maiskulturen sowie hohe Personalrestrukturierungsaufwendungen und hohe Reparaturkosten der Landmaschinen, haben sich ergebnisbelastend ausgewirkt.

Die Gesellschaft hat als Folge dessen Maßnahmen ergriffen, um eine künftige Auswirkung möglicher Sonderfaktoren einzudämmen. Zusammen mit einem erwarteten Flächenausbau sollte daher künftig die dynamische Umsatzentwicklung auch von einem überproportionalen Ergebnisanstieg begleitet werden. Auf aktueller Basis ist eine hohe Skalierbarkeit der Umsätze gegeben, da mit der aktuellen Infrastruktur laut Unternehmensangaben auch ein höherer Flächenbestand bewirtschaftet werden kann.

Der von der Gesellschaft konkret geplante Flächenausbau geht aufgrund des Umstandes, dass es sich vornehmlich um Pachtflächen handelt, mit einem verhältnismäßig geringen Investitionsbedarf ein. Gemäß Unternehmensstrategie fallen die Investitionen nur für den Betriebserwerb (inkl. Betriebsausstattung) an. Wir rechnen noch für das laufende Geschäftsjahr mit einem weiteren Pachtflächenanstieg von ca. 2.000 ha. Auch für das kommende Geschäftsjahr 2013 sind unserer Ansicht nach weitere Betriebserwerbe realistisch, dies haben wir jedoch unter konservativen Gesichtspunkten noch nicht in unseren Prognosen berücksichtigt.

Für das laufende Geschäftsjahr 2012 beziehen wir zunächst die Bewirtschaftung von 2.900 ha Agrarflächen ein. Von statistischen Ertragskennzahlen sowie konkreten Kaufpreisen der einzelnen Feldfrüchte abgeleitet, rechnen wir für 2012 mit Umsatzerlösen in Höhe von 2.979,53 T€. Den erwarteten Pachtflächenanstieg von ca. 2.000 ha berücksichtigen wir im kommenden Geschäftsjahr 2013. Umsatzseitig dürfte die AGRARIUS AG dann einen Anstieg auf 5.161,25 T€ erzielen. Gemäß der hohen Skalierbarkeit der Umsätze, rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr sowohl auf EBIT-Basis (339,81 T€) als auch auf Basis des Jahresüberschusses (168,15 T€) mit dem Übertreffen des Break-Even. Das prognostizierte 2013er EBIT von 1.032,00 T€ entspricht einer langfristig erzielbaren EBIT-Marge von 20,0 %. Unterstützt wird diese Annahme auch durch einen Branchenvergleich ausgewählter internationaler Agrarunternehmen, welche zum Teil auch höhere EBIT-Margen vorweisen.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2013 einen fairen Wert je Aktie von 1,70 € ermittelt. Gemessen am aktuellen Kursniveau ergibt sich daraus ein Kurspotenzial von über +70 % und daher lautet unser Rating KAUFEN. Mit dieser Studie nehmen wir das Coverage der AGRARIUS AG wieder auf.

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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 Wertes 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. Aktiensplitts, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche 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:

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