



Researchstudie (Update)



Halbjahreszahlen im Rahmen der Erwartungen - Prognosen für die Jahre 2012-2014 bestätigt

Fairer Wert: 17,00 €

Rating: KAUFEN

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

KTG Energie AG ^{*5}

Rating: Kaufen

Kursziel: 17,00

aktueller Kurs: 13,55

19.10.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HNG53

WKN: A0HNG5

Börsenkürzel: KB7

Aktienanzahl³: 6,000

Marketcap³: 81,30

EnterpriseValue³: 176,03

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 29,6 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

Donner & Reuschel AG

M.M. Warburg&Co.

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: Energie

Fokus: Biogas

Mitarbeiter: 36 Stand: 31.12.2011

Gründung: 2006

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Dr. Thomas Berger, Olaf Schwarz



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 AG, welche zu einem der führenden Agrarbetriebe in Europa zählt. Die KTG Agrar AG beliefert die KTG Energie dabei mit nachwachsenden Rohstoffen als Input für die Biogasproduktion. Die KTG Energie AG deckt die gesamte Wertschöpfungskette von der Planung und dem Bau bis hin zum Betrieb der eigenen Anlagen ab. Die Erlöse werden hierbei primär durch den Verkauf von Strom, Wärme und Biomethan erwirtschaftet.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	21,46	31,50	56,50	81,50
EBITDA	6,10	8,83	16,18	24,58
EBIT	3,93	6,12	12,03	16,83
Jahresüberschuss*	0,79	0,82	5,18	7,34

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,16	0,14	0,86	1,22
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,50	0,75

* 2012e inkl. 1,5 Mio. € Kosten des Börsengangs

Kennzahlen

EV/Umsatz	6,42	5,59	3,12	2,16
EV/EBITDA	22,59	19,93	10,88	7,16
EV/EBIT	35,03	28,75	14,63	10,46
KGV	103,04	98,78	15,71	11,08
KBV	3,85			

Finanztermine:

Datum: Ereignis

Mai 2013: Veröffentlichung GJ-Bericht

August 2013: Hauptversammlung

September 2013: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

11.9.2012: RS / 17,00 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

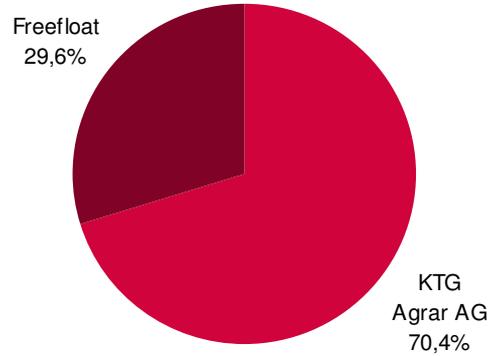
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur (Stand: 30.07.12)

KTG Agrar AG	70,4 %
Freefloat	29,6 %
Gesamt	100,0 %



Quelle: KTG Energie AG, GBC

Unternehmensstruktur und Standorte

Die KTG Energie AG ist eine 70,4 %ige Tochtergesellschaft der KTG Agrar AG. Die KTG Energie-Gruppe besteht aus der KTG Energie AG als Muttergesellschaft sowie 15 100%igen Tochtergesellschaften, die im Rahmen der Vollkonsolidierung in den Konzernabschluss einbezogen werden. Des Weiteren hält sie an drei weiteren Gesellschaften Beteiligungen von 50%, die ebenfalls vollkonsolidiert werden. Derzeit betreibt das Unternehmen Biogasanlagen an 14 Standorten.



Quelle: KTG Energie AG

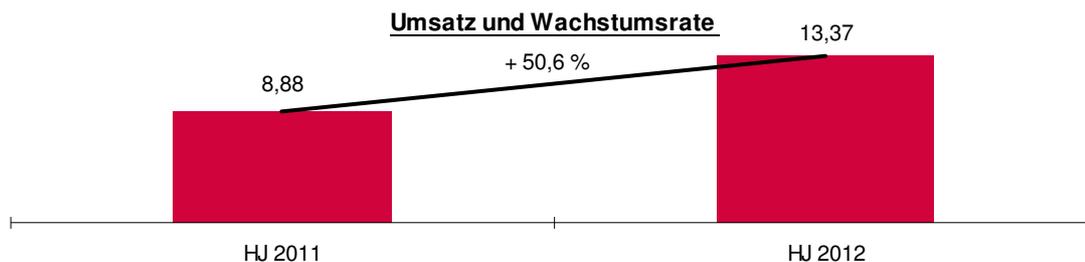
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2012 - Entwicklung im Rahmen der Erwartungen

in Mio. €	HJ 2011	Δ 2011/2012	HJ 2012
Umsatzerlöse	8,88	+50,6 %	13,37
Gesamtleistung	11,42	+20,3 %	13,74
EBITDA (Marge*)	2,73 (23,9 %)	+44,8 %	3,96 (28,8 %)
EBIT (Marge*)	1,81 (15,9 %)	+ 45,1 %	2,63 (19,1 %)
Periodenergebnis	0,34	-64,0 %	0,12**

Quelle: KTG, GBC; * Margen beziehen sich auf die Gesamtleistung; ** inkl. Kosten des Börsengangs in Höhe von 1,34 Mio. €

Umsatzentwicklung - Ausbau der Kapazitäten schreitet planmäßig voran

Die KTG Energie AG konnte den Umsatz aus dem Verkauf erneuerbarer Energien im 1. HJ 2012 im Gegensatz zum Vorjahr um 50,6 % steigern. Dies ist auf die deutlich gestiegenen Biogas-Produktionskapazitäten zurückzuführen. Waren Ende 2011 lediglich 22,4 Megawatt (MW) am Netz, so waren es zum Halbjahr 2012 bereits 30,6 MW, was einer Steigerung um knapp 37 % entspricht. Zudem liefen die Ende 2011 errichteten Anlagen Putlitz PAL, Wuthenow sowie Schöllnitz II im 1. HJ 2012 erstmals unter Volllastbetrieb, was dazu beitrug, dass die Umsatzerlöse überproportional zur installierten Anlagenleistung wuchsen. Bei der Entwicklung der Anlagenleistung ist darüber hinaus positiv zu vermerken, dass die im Laufe des letzten halben Jahres in Betrieb genommenen Anlagen im 1. HJ 2012 noch nicht unter Volllast arbeiten konnten. Dies lässt eine nochmals erhöhte Wachstumsdynamik des Umsatzes und Ertrages im 2. HJ 2012 erwarten.



Quelle: Berechnungen GBC AG

Ergebnisentwicklung - Skaleneffekte führen zu deutlichen Margensteigerungen

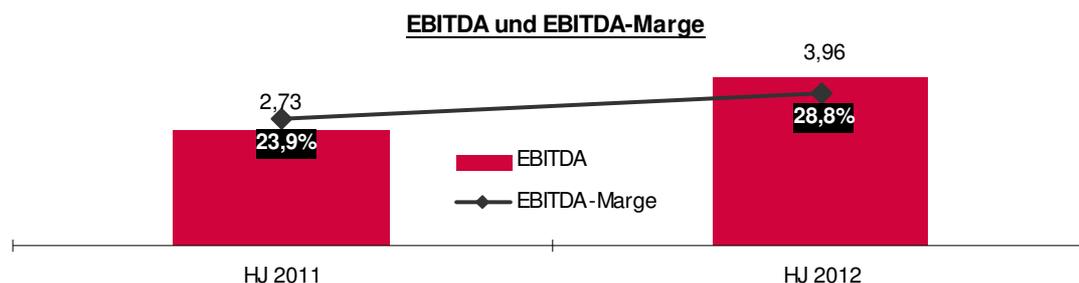
Kostenseitig ist festzustellen, dass die operativen Aufwendungen bezogen auf die Gesamtleistung von 84,1 % auf 80,8 % zurückgegangen sind. Der Materialaufwand konnte anteilig an der Gesamtleistung um knapp 2,6 Prozentpunkte gesenkt werden. Zudem ist bei den sonstigen Aufwendungen anteilig an der Gesamtleistung ein Rückgang von 3,2 Prozentpunkten zu beobachten gewesen. Diese Veränderungen lassen auf eintretende Skaleneffekte schließen, die im Zuge der deutlich erhöhten Anlagenkapazitäten und damit Umsatzerlösen erzielt werden können. Der Personalaufwand hingegen stieg nahezu proportional zum Anlagenausbau.

Auf Basis dieser Veränderungen konnte die KTG Energie AG die EBITDA-Marge im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr um 4,9 Prozentpunkte auf 28,8 % steigern. Auch beim EBIT wurde eine deutliche Verbesserung erzielt. Dieses konnte gegenüber dem Vorjahr um 45,1 % auf 2,63 Mio. € gesteigert werden, woraus eine EBIT-Marge von 19,1 % resultiert. Damit lag die EBIT-Marge bereits zum Halbjahr über der von uns für das GJ 2012 prognostizierten EBIT-Marge von 18,1 %.

Die deutliche Erhöhung der EBIT-Marge ist insbesondere unter Betrachtung der gestiegenen Abschreibungen als positiv zu vermerken. Die Abschreibungen stiegen auf Grund der anhaltend hohen Investitionen in Biogasanlagen um 44,2 % von 0,92 Mio. € auf 1,33 Mio. €. Insgesamt verlief der Zuwachs der Abschreibungen jedoch unterproportional zum Umsatzanstieg.

Das Periodenergebnis lag mit 0,12 Mio. € um 64,0 % unterhalb des Vorjahresniveaus. Dies ist jedoch auf die einmalig entstandenen Kosten des Börsengangs in Höhe von 1,34 Mio. €

zurückzuführen. Bereinigt um diesen Effekt wäre der Jahresüberschuss bei 1,47 Mio. € und damit bei dem Vierfachen des Vorjahreswertes gelegen.



Quelle: Berechnungen GBC AG

Insgesamt betrachtet, sind die Halbjahreszahlen der KTG Energie AG sehr zufriedenstellend ausgefallen. Der Ausbau des Biogasanlagen-Bestandes wird planmäßig vorangetrieben, die Kostensteigerungen verlaufen unterproportional und sehr kontrolliert und Skaleneffekte können offensichtlich gut genutzt werden, so dass steigende Margenniveaus erreicht werden können. Somit verlief die Entwicklung im 1. HJ 2012 klar im Rahmen unserer Erwartungen.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Börsengang stärkt Eigenkapital

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011	HJ 2012
Eigenkapital (EK-Quote)	0,54 (1,2 %)	0,64 (1,0 %)	6,59 (6,9 %)	21,10 (19,4%)
Finanzverbindlichkeiten	37,33	58,32	78,99	76,83
Liquide Mittel	2,25	1,81	2,52	8,00
Nettofinanzverbindlichkeiten	35,08	56,50	76,48	68,83
Operatives Anlagevermögen	31,78	45,82	71,50	78,50
Net Working Capital	3,02	11,33	11,57	11,46
Bilanzsumme	45,45	63,16	95,17	108,8

Quelle: Berechnungen GBC AG

Bilanziell war das Bild der KTG Energie AG im 1. HJ 2012 insbesondere durch den vollzogenen Börsengang geprägt. Im Rahmen des Börsenganges wurden 1,0 Mio. neue nennwertlose Aktien zu einem Preis von 13,80 Euro platziert. Dies stärkte das Eigenkapital um 13,80 Mio. €. Somit verfügte die KTG Energie AG zum Bilanzstichtag über ein Eigenkapital in Höhe von 21,10 Mio. €, was einer Steigerung der Eigenkapitalquote gegenüber dem 31.12.2011 um 12,5 Prozentpunkte auf 19,4 % entspricht.

Die Mittel aus dem Börsengang verwendete das Unternehmen zum Einen zur Rückführung von Verbindlichkeiten gegenüber der Muttergesellschaft KTG Agrar AG in Höhe von 7,85 Mio. €. Gleichzeitig wurden Bankkredite in Höhe von 5,26 Mio. € neu aufgenommen. Per Saldo wurden die Finanzverbindlichkeiten damit gegenüber dem 31.12.2011 leicht auf 76,83 Mio. € gesenkt.

Zum Anderen wurden die Mittel aus dem Börsengang für den weiteren Ausbau des Bestandes an Biogasanlagen genutzt. 8,27 Mio. € investierte die KTG Energie AG im 1. HJ 2012 in neue Anlagen. Entsprechend erhöhte sich das operative Anlagevermögen um knapp 10 % auf 78,50 Mio. €.

Hiermit zusammenhängend ist positiv zu vermerken, dass das Unternehmen bereits seit dem GJ 2011 einen positiven operativen Cashflow generiert, der die weitere Expansion unterstützt. Im 1. HJ 2012 fiel der operative Cashflow mit 2,47 Mio. € beinahe so hoch aus, wie zuvor für das gesamte GJ 2011. Weitere Steigerungen beim operativen Cashflow sind geschäftsmodellbedingt auch für die kommenden Perioden zu erwarten.

Ende September 2012 hat die KTG Energie darüber hinaus eine Unternehmensanleihe emittiert. Das Platzierungsvolumen betrug dabei 25,00 Mio. €. Die Anleihe ist mit einer Laufzeit von 6 Jahren bis 2018 und einem Zinssatz von 7,25 % ausgestattet und dient der mittel- und langfristigen Finanzierung der weiteren Expansion der Gesellschaft.

Prognose und Modellannahmen - Prognosen für 2012 bis 2014 bestätigt

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	21,46	31,50	56,50	81,50
Gesamtleistung	23,42	33,75	58,75	83,75
EBITDA (Marge*)	6,10 (26,1 %)	8,83 (26,2 %)	16,18 (27,5 %)	24,58 (29,4 %)
EBIT (Marge*)	3,93 (16,8 %)	6,12 (18,1 %)	12,03 (20,5 %)	16,83 (20,1 %)
Jahresüberschuss	0,79	0,82**	5,18	7,34

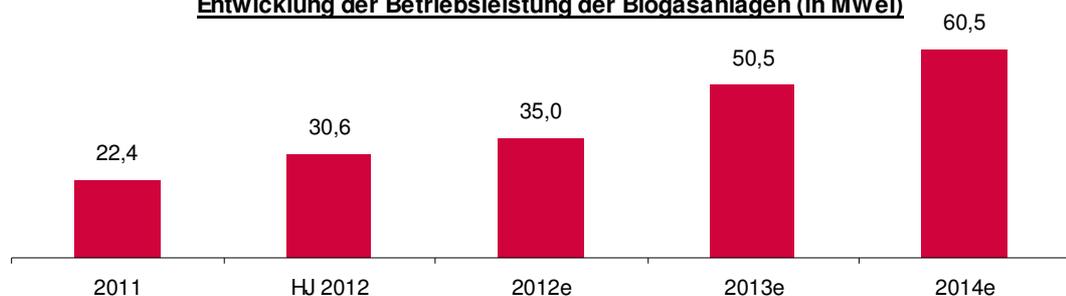
Quelle: Berechnung GBC; *Margen beziehen sich auf Gesamtleistung; **inkl. 1,5 Mio. € Börsengangskosten

Umsatz- und Ergebnissteigerungen in den kommenden Jahren zu erwarten

Die Entwicklung der ersten sechs Monate 2012 war voll im Rahmen unserer Erwartungen und bildet eine gute Grundlage für einen weiterhin erfolgreichen Jahresverlauf 2012. Der planmäßige Ausbau der Anlagen, das damit einhergehende starke Umsatzwachstum sowie die Ausweitung der operativen Ergebnismargen bestärken die bestehenden Prognosen unserer Researchstudie (Initial Coverage) vom 11.09.2012.

So betrug der Anlagenbestand der KTG Energie AG zum 30.06.2012 30,6 MW. Dieser soll bis Ende 2012 auf etwa 35 MW und bis Ende 2014 auf über 60 MW ausgeweitet werden.

Entwicklung der Betriebsleistung der Biogasanlagen (in MWel)



Quelle: Berechnungen GBC AG

Diese starke Ausweitung der Anlagenbestände wird sich in den kommenden Perioden sehr positiv auf die Umsatzerlöse auswirken. Hierbei gehen wir, wie in nachfolgender Tabelle dargestellt, von einer deutlichen Umsatzausweitung in den kommenden drei Jahren aus.

Umsatzentwicklung	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Installierte Leistung gesamt zum Jahresende in MW	11,1	12,5	22,4	35,0	50,5	60,5
Differenz zum Vorjahr in MW	3,2	1,4	9,9	12,6	15,5	10,0
durchschnittlich installierte Leistung in MW	6,8	11,8	15,0	21,5	37,9	54,4
Laufleistung p.a. in Stunden	8.060	8.060	8.060	8.060	8.060	8.060
durchschnittlicher Vergütungssatz in Cent/kWh	20,25	20,05	19,87	18,98	18,98	18,76
Einspeisevergütung in Mio. €	11,09	13,49	19,95	30,00	55,00	80,00
zzgl. Sonstige Umsatzerlöse	0,73	0,76	1,51	1,50	1,50	1,50
Umsatzerlöse gesamt in Mio. €	11,82	14,26	21,46	31,50	56,50	81,50

Quelle: Berechnungen GBC AG

Diese Umsatzentwicklung wird sich auch positiv bei den Ergebniskennzahlen bemerkbar machen. Wie bereits im 1. HJ 2012 erkennbar, sind weitere Erhöhungen bei der EBITDA-Marge durch die Kombination aus Skaleneffekten sowie langfristig gesicherten Preisen bei den Einsatzstoffen erzielbar. Dies wird sich in stetig steigenden EBITDA-Margen niederschlagen. Bis zum GJ 2014 erwarten wir, dass eine Größenordnung von 29,4 % bei der EBITDA-Marge erreicht werden wird.

Trotz voraussichtlich stark steigender Abschreibungen im Zuge des Anlagenausbau und höherer Zinsaufwendungen auf Grund der Finanzierung dieser, wird die KTG Energie AG ab dem Jahr 2013 merklich steigende Jahresüberschüsse erwirtschaften, welche die Ausschüttung einer attraktiven Dividende erlauben. Wir rechnen damit, dass die Erstdividende für das GJ 2013 bei 0,50 € je Aktie liegen wird, was einer Dividendenrendite von derzeit attraktiven 3,7 % entsprechen würde.

Bewertung

Discounted Cashflow-Bewertung

Modellannahmen

Die KTG Energie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 bis 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 0,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 30,5 % angesetzt. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 29,8 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir konservativ eine Wachstumsrate von 0,0 % und gehen von keinen weiteren Anlageninvestitionen aus.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,54 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir gemäß dem Finanzierungsmix der Gesellschaft für neue Biogasanlagen eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 5,23 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Unter Verwendung der entsprechenden Kapitalkosten (WACC) von 5,23 % resultiert für die KTG Energie AG zum Ende des Geschäftsjahres 2013 ein fairer Wert je Aktie in Höhe von **17,00 €**. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel der Researchstudie (Initial Coverage) vom 11.09.2012 bestätigt.

KTG Energie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Wachstum Gesamtleistung	2,0%	ewiges Wachstum Gesamtleistung	0,0%
EBITDA-Marge	30,5%	ewige EBITA - Marge	23,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	50,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Gesamtleistung (GL)	33,75	58,75	83,75	85,43	87,13	88,88	90,65	92,47	
GL Veränderung	44,1%	74,1%	42,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,37	0,41	0,43	0,46	0,49	0,52	0,55	0,58	
EBITDA	8,83	16,18	24,58	26,05	26,58	27,11	27,65	28,20	
EBITDA-Marge	26,2%	27,5%	29,4%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	
EBITA	6,12	12,03	16,83	18,26	19,09	19,92	20,75	21,58	
EBITA-Marge	18,1%	20,5%	20,1%	21,4%	21,9%	22,4%	22,9%	23,3%	23,1%
Steuern auf EBITA	-1,82	-3,59	-5,02	-5,44	-5,69	-5,94	-6,18	-6,43	
zu EBITA	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
EBI (NOPLAT)	4,30	8,45	11,82	12,82	13,40	13,99	14,57	15,15	
Kapitalrendite	5,2%	7,8%	6,8%	5,4%	5,8%	6,3%	6,7%	7,2%	7,3%
Working Capital (WC)	17,22	29,38	41,88	42,71	43,57	44,44	45,33	46,23	
WC zur Gesamtleistung	51,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	
Investitionen in WC	-5,65	-12,15	-12,50	-0,84	-0,85	-0,87	-0,89	-0,91	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	91,74	144,79	194,92	187,12	179,64	172,45	165,55	158,93	
AFA auf OAV	-2,71	-4,15	-7,75	-7,80	-7,48	-7,19	-6,90	-6,62	
AFA zu OAV	3,0%	2,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Investitionen in OAV	-22,95	-57,20	-57,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investiertes Kapital	108,96	174,17	236,80	229,84	223,21	216,89	210,88	205,17	
EBITDA	8,83	16,18	24,58	26,05	26,58	27,11	27,65	28,20	
Steuern auf EBITA	-1,82	-3,59	-5,02	-5,44	-5,69	-5,94	-6,18	-6,43	
Investitionen gesamt	-28,61	-69,35	-70,38	-0,84	-0,85	-0,87	-0,89	-0,91	
Investitionen in OAV	-22,95	-57,20	-57,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in WC	-5,65	-12,15	-12,50	-0,84	-0,85	-0,87	-0,89	-0,91	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-21,60	-56,76	-50,81	19,78	20,03	20,30	20,58	20,86	286,82
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	179,72	245,87							
Barwert expliziter FCFs	-21,02	34,63							
Barwert des Continuing Value	200,74	211,24							
Nettoschulden (Net debt)	82,32	143,74							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	97,39	102,13							
Fremde Gewinnanteile	-0,12	-0,13							
Wert des Aktienkapitals	97,27	102,00							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,000	6,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,21	17,00							

Kapitalkostenermittlung :

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

WACC 5,2%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	4,7%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%
6,8%	19,11	16,73	14,59	12,65	10,89
7,1%	20,48	18,02	15,80	13,79	11,96
7,3%	21,85	19,30	17,00	14,92	13,03
7,6%	23,22	20,58	18,20	16,05	14,10
7,8%	24,59	21,86	19,41	17,18	15,16

Fazit

Planmäßiger Ausbau des Anlagenbestandes - deutlicher Umsatz- und Ergebnissprung - Cashflow erneut deutlich positiv - Kursziel von 17,00 € und Rating KAUFEN bestätigt

Die Entwicklung der KTG Energie AG im 1. HJ 2012 lag voll im Rahmen unserer Erwartungen. Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2012 konnte hierbei der positive Umsatztrend fortgeführt werden. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 13,37 Mio. € wurde dabei der Vorjahreswert von 8,88 Mio. € deutlich um 50,6 % übertroffen. Diese Entwicklung wurde durch den planmäßigen Ausbau der Biogasanlagen getragen.

Die Dynamik des Umsatzwachstums findet sich auch im operativen Ergebnis wieder. Kostendegressionen durch Skaleneffekte stärkten das EBITDA, welches gegenüber dem Vorjahr um 44,8 % auf 3,96 Mio. € stieg. Trotz erhöhter Abschreibungen, auf Grund der Ausweitung des Anlagenbestandes, verbesserte sich auch die operative Marge auf Ebene des EBIT. Diese konnte um 3,2 Prozentpunkte auf 19,1 % gesteigert werden, was einer Steigerung des operativen Ergebnisses um 45,1 % auf 2,63 Mio. € entsprach.

Der Jahresüberschuss hingegen fiel aufgrund der mit dem Börsengang zusammenhängenden Einmalkosten in Höhe von 1,34 Mio. € mit 0,12 Mio. € um 64% niedriger aus als im Vorjahr. Bereinigt um diesen Einmaleffekt beträgt das Ergebnis hingegen über das vierfache des Vorjahresniveaus.

Die weitere Aussicht ist, basierend auf dem Geschäftsmodell der KTG Energie AG, weiterhin positiv zu bewerten. So bietet die Abnahmesicherheit der produzierten Energie zu einem festen Preis eine stabile Ertragsquelle, während auf der Kostenseite aufgrund der Versorgung durch die Muttergesellschaft KTG Agrar AG mit Einsatzstoffen stabile Kosten gewährleistet sind. Durch die Ausweitung des Anlagenbestandes ist mit weiteren Skaleneffekten und damit einhergehenden Kostendegressionen zu rechnen.

Für das GJ 2012 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 31,50 Mio. €. Gleichzeitig erwarten wir eine Verbesserung des EBITDA um 44,8 % auf 8,83 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 26,2 % entspricht. Bis zum GJ 2014 sollte der Anlagenbestand dann auf über 60 MW ausgebaut werden, was Umsatzerlöse von dann 81,50 Mio. € nach sich ziehen sollte. Die EBITDA-Marge wird im Zuge dessen gemäß unseren Prognosen auf 29,4 % ansteigen. Die im September emittierte Anleihe ist dabei ein Element der strategischen Erweiterung der Geschäftstätigkeit und dient der mittel- und langfristigen Finanzierung des Anlagenausbaus.

Dieser soll auch anorganisch erfolgen, sofern sich attraktive Übernahmemöglichkeiten bieten. Nachdem die Übernahme der Mehrheit an der Deutsche Biogas AG jüngst abgesagt wurde, schaut sich das Management aktiv nach neuen Zielunternehmen um, welche das Anlagenportfolio der KTG Energie AG stärken können.

Auf Grundlage der unverändert belassenen Schätzungen bestätigen wir auch unser Kursziel von 17,00 € je Aktie. Ausgehend von einem derzeitigen Kursniveau von 13,55 € beläuft sich das Kurspotenzial damit auf rund 25 %. Auf Grund dessen bestätigen wir auch unser bisheriges Rating KAUFEN.

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/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 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/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:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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