



## **Researchstudie (Anno)**



**Ziele in 2012 voll erreicht**

-  
**Weiterer Wachstumsschub in 2013 erwartet**

**Fairer Wert: 17,00 € (bisher: 17,00 €)**

**Rating: KAUFEN**

---

### **WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 15**

---

## KTG Energie AG \*5

**Rating: Kaufen**
**Kursziel: 17,00**

aktueller Kurs: 14,12  
10.6.2013 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A0HNG53

WKN: A0HNG5

Börsenkürzel: KB7

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 6,000
Marketcap<sup>3</sup>: 84,72  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 190,57  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 37,9 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
Donner & Reuschel AG

**Analysten:**

Felix Gode  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

Cosmin Filker  
[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite 17

**Unternehmensprofil**

Branche: Energie

Fokus: Biogas

Mitarbeiter: 52 Stand: 31.12.2012

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	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	21,46	31,60	56,50	81,50
EBITDA	6,10	9,04	16,18	24,58
EBIT	3,93	5,97	11,56	16,47
Jahresüberschuss*	0,79	-1,76	4,00	6,25

**Kennzahlen in EUR**

Gewinn je Aktie	0,16	-0,29	0,67	1,04
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,50	0,75

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

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	7,03	6,03	3,37	2,34
EV/EBITDA	24,74	21,08	11,78	7,75
EV/EBIT	38,36	31,92	16,49	11,57
KGV	107,38	neg.	21,18	13,56
KBV		4,56		

**Finanztermine:**
**\*\*letztes Research von GBC:**
**Datum: Ereignis**

21.06.2013: Hauptversammlung

**Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating**

21.3.2013: RS / 17,00 / KAUFEN

26.-28.08.2013: Small Cap Conference, Frankfurt

12.2.2013: RG / 17,00 / KAUFEN

28.09.2013: Zinstermin Unternehmensanleihe

1.2.2013: RS / 17,00 / KAUFEN

04./05.12.2013: 16. MKK, München

5.11.2012: RG / 17,00 / KAUFEN

22.10.2012: RS / 17,00 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# Inhaltsangabe

## **Unternehmen**

Aktionärsstruktur.....	3
Unternehmensstruktur und Standorte.....	3

## **Markt und Marktumfeld**

4

## **Unternehmensentwicklung & Prognose**

Zahlen im Überblick.....	5
Geschäftsentwicklung 2012.....	6
Umsatzentwicklung.....	6
Ergebnisentwicklung.....	7
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	8
SWOT-Analyse KTG Energie AG.....	9
Prognose und Modellannahmen.....	10
Umsatzprognosen.....	10
Ergebnisprognosen.....	11

## **Bewertung**

Discounted Cashflow-Bewertung.....	12
Modellannahmen.....	12
Bestimmung der Kapitalkosten.....	12
Bewertungsergebnis.....	12
Discounted Cashflow-Modell.....	13

## **Fazit**

14

## **Anhang**

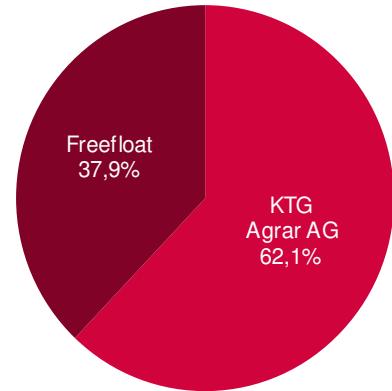
Disclaimer und Haftungsausschluss .....	15
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	17

## Unternehmen

### Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.12)

KTG Agrar AG	62,1 %
Freefloat	37,9 %
<b>Gesamt</b>	<b>100,0 %</b>



Quelle: KTG Energie AG, GBC

### Unternehmensstruktur und Standorte

Die KTG Energie AG ist eine 62,1 %ige Tochtergesellschaft der KTG Agrar AG. Die KTG Energie-Gruppe besteht aus der KTG Energie AG als Muttergesellschaft sowie 20 100%igen Tochtergesellschaften, die im Rahmen der Vollkonsolidierung in den Konzernabschluss einbezogen werden. Des Weiteren hält sie an einer weiteren Gesellschaft eine Beteiligung von 50%, die ebenfalls vollkonsolidiert wird. Derzeit betreibt das Unternehmen Biogasanlagen an 15 Standorten.

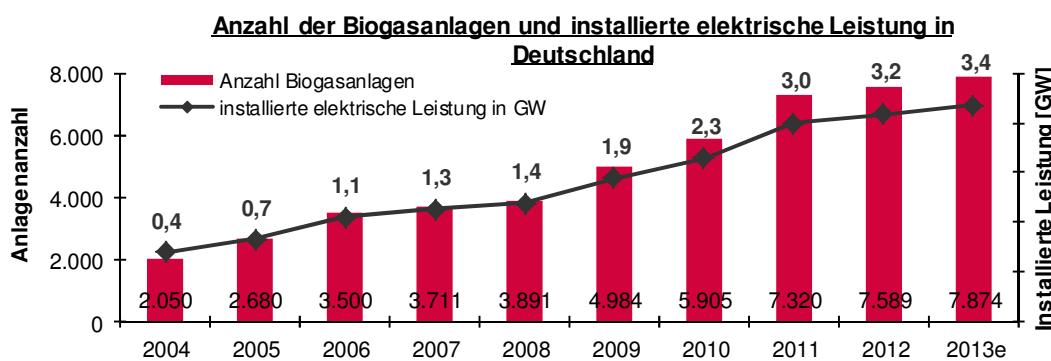


Quelle: KTG Energie AG

## Markt und Marktumfeld

### Bedeutung von Biogas im Energiemix festigt sich im Jahr 2012 weiter

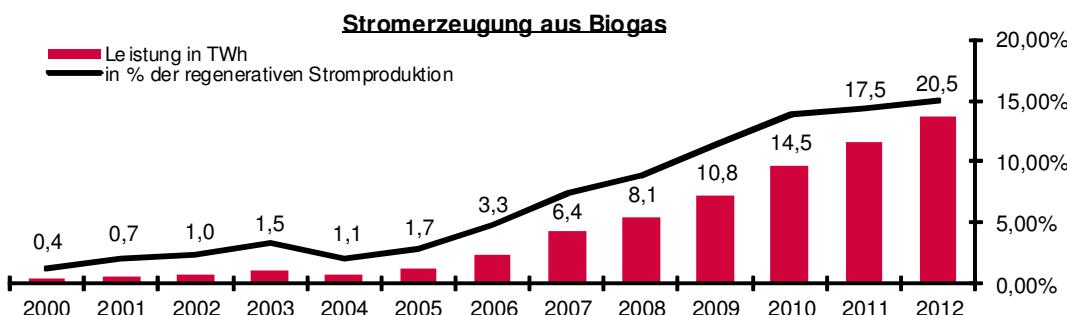
Die positive Entwicklung des deutschen Marktes für Biogasanlagen setzte sich auch im GJ 2012 fort. Gegenüber dem Vorjahr wurde der Anlagenbestand im Jahr 2012 gemäß vorläufigen Prognosen des Fachverband Biogas e.V. vom November 2012 auf ca. 7.600 Stück ausgeweitet. Der Zuwachs um 3,7 % bzw. rund 270 Anlagen gegenüber dem Vorjahr fiel damit deutlich niedriger aus als in den Vorjahren, wo jeweils zweistellige Zuwachsraten zu verzeichnen waren. Als Gründe für die Zurückhaltung beim Neuanlagenbau sind insbesondere die Planungsunsicherheiten um die Einspeisevergütung zu sehen, welche mit der vorgeschlagenen „Strompreisbremse“ von Umweltminister Peter Altmaier noch verschärft wurde, insbesondere auf Grund des geplanten Eingriffs in den Bestandsschutz schon errichteter Anlagen. Dies hat Investitionen zurückgehalten.



Quelle: Fachverband Biogas e.V.

Im Zuge dessen wurde die elektrische Leistung der in Deutschland installierten Anlagen im Jahr 2012 deutlich unterhalb der Vorjahresniveaus um 6,1 % auf 3.179 MW ausgeweitet. Für das laufende Jahr sieht der Fachverband zunächst keine wesentliche Verbesserung der Situation und geht auch für 2013 von einem geringen Zuwachs des Anlagenbestandes um 3,8 % auf ca. 7.900 Anlagen aus.

Trotz der im Vergleich zu den Vorjahren geringen Ausweitung des Anlagenbestandes im Jahr 2013 hat die Bedeutung von Biogas an der Gesamtstromproduktion in Deutschland zugenommen. So erhöhte sich der mittels Biogas gewonnene Strom von 17,5 Terrawattstunden (TWh) auf nunmehr 20,5 TWh. Der Anteil an der gesamten Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien erhöhte sich im Zuge dessen auf 15,1 %, nach 14,4 % im Vorjahr. Insgesamt setzte sich die erfolgreiche Entwicklung von Biogas auch in 2012 fort, wenngleich in einem etwas verlangsamten Tempo.



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

Die genannten Verunsicherungen auf dem Biogas-Markt und das derzeit fehlende Bekenntnis der Politik zur speziellen Förderung von Biogas ist ein Grund, warum sich die KTG Energie AG auf die Produktion von Biomethan fokussiert. Das Biomethan wird dabei in das bestehende Gasnetz eingespeist. Zudem bestehen Abnahmeverträge mit verschiedenen Kunden, welche das Biomethan dann in eigenen Kraft-Wärmekopplungs-Anlagen (KWK-Anlagen) verstromen und den generierten Strom sowie Wärme für den eigenen Verbrauch verwenden. Die KTG Energie AG macht sich mit dieser Ausrichtung zunehmend unabhängig von der EEG-Vergütung und setzt auf ein Modell der freien Vermarktung des Biogases.

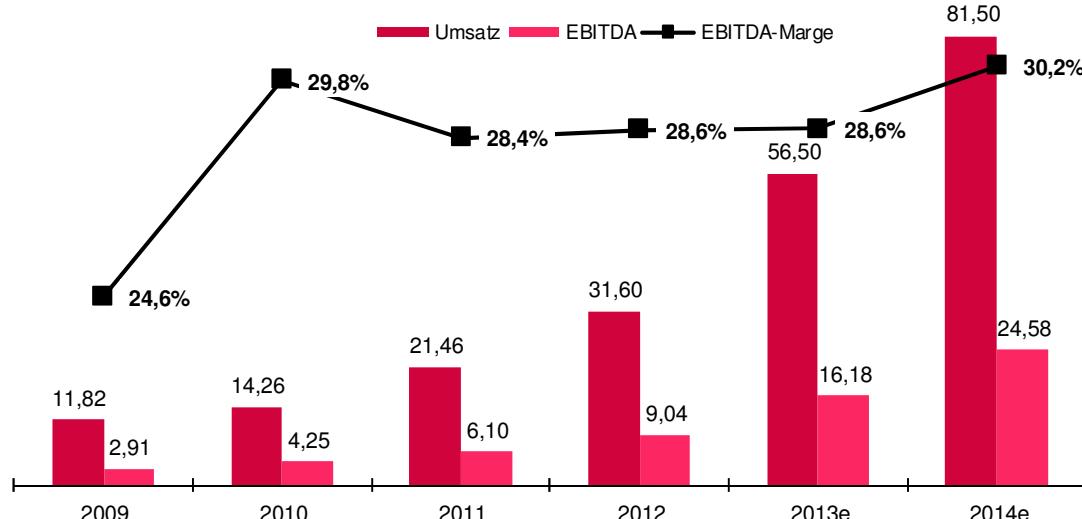
## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	in %	GJ 2011	in %	GJ 2012	in %	GJ 2013e	in %	GJ 2014e	in %
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>14,257</b>	<b>100,00%</b>	<b>21,458</b>	<b>100,00%</b>	<b>31,601</b>	<b>100,00%</b>	<b>56,500</b>	<b>100,00%</b>	<b>81,500</b>	<b>100,00%</b>
Bestandsveränderungen	-0,597	-4,19%	-0,189	-0,88%	-0,037	-0,12%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
aktivierte Eigenleistungen	1,163	8,16%	0,895	4,17%	0,396	1,25%	1,000	1,77%	1,000	1,23%
sonstige betriebliche Erträge	1,433	10,05%	1,253	5,84%	5,766	18,25%	1,250	2,21%	1,250	1,53%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>16,256</b>	<b>114,02%</b>	<b>23,417</b>	<b>109,13%</b>	<b>37,726</b>	<b>119,38%</b>	<b>58,750</b>	<b>103,98%</b>	<b>83,750</b>	<b>102,76%</b>
Materialaufwand	-6,669	-46,78%	-9,669	-45,06%	-14,056	-44,48%	-24,088	-42,63%	-34,338	-42,13%
Personalaufwand	-0,990	-6,94%	-1,409	-6,57%	-2,188	-6,92%	-2,950	-5,22%	-3,540	-4,34%
Abschreibungen	-1,534	-10,76%	-2,166	-10,09%	-3,068	-9,71%	-4,620	-8,18%	-8,110	-9,95%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-4,348	-30,50%	-6,239	-29,08%	-12,444	-39,38%	-15,533	-27,49%	-21,293	-26,13%
<b>EBIT</b>	<b>2,715</b>	<b>19,05%</b>	<b>3,934</b>	<b>18,33%</b>	<b>5,971</b>	<b>18,89%</b>	<b>11,560</b>	<b>20,46%</b>	<b>16,470</b>	<b>20,21%</b>
Zinserträge	0,013	0,09%	0,056	0,26%	0,453	1,43%	0,058	0,10%	0,050	0,06%
Zinsaufwendungen	-1,632	-11,45%	-2,620	-12,21%	-3,818	-12,08%	-5,920	-10,48%	-7,620	-9,35%
<b>EBT</b>	<b>1,096</b>	<b>7,69%</b>	<b>1,371</b>	<b>6,39%</b>	<b>2,607</b>	<b>8,25%</b>	<b>5,698</b>	<b>10,08%</b>	<b>8,900</b>	<b>10,92%</b>
Außerordentliches Ergebnis	-0,825	-5,79%	-0,082	-0,38%	-4,080*	-12,91%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,161	-1,13%	-0,491	-2,29%	-0,269	-0,85%	-1,698	-3,01%	-2,652	-3,25%
Sonstige Steuern	-0,008	-0,06%	-0,009	-0,04%	-0,021	-0,07%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,102</b>	<b>0,71%</b>	<b>0,789</b>	<b>3,68%</b>	<b>-1,763</b>	<b>-5,58%</b>	<b>4,000</b>	<b>7,08%</b>	<b>6,247</b>	<b>7,67%</b>
EBITDA	4,250		6,100		9,039		16,180		24,580	
in % vom Umsatz	29,8		28,4		28,6		28,6		30,2	
EBIT	2,715		3,93		5,971		11,560		16,470	
in % vom Umsatz	19,1		18,3		18,9		20,5		20,2	
Ergebnis je Aktie	0,02		0,16		-0,29		0,67		1,04	
Dividende je Aktie	0,00		0,00		0,00		0,50		0,75	
Aktienanzahl in Mio. Stück	5,000		5,000		6,000		6,000		6,000	

\* Kosten des Börsengangs und der Anleiheemission

Entwicklung Umsatz, EBITDA und EBITDA-Marge



Quelle: KTG, GBC

## Geschäftsentwicklung 2012 - GBC-Prognosen erfüllt - Anlagenbestand bei 35 MW

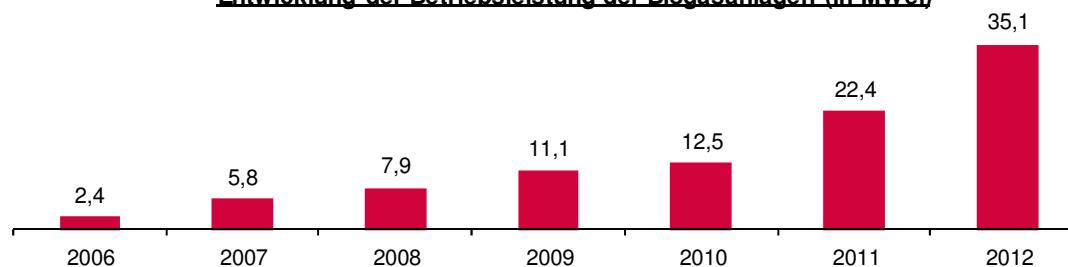
in Mio. €	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012	GBC-Prognose 2012
Umsatzerlöse	21,46	+47,3 %	31,60	31,50
Gesamtleistung	23,42	+61,1 %	37,73	33,75
EBITDA (Marge)	6,10 (28,4 %)	+48,2 %	9,04 (28,6 %)	8,83 (28,0 %)
EBIT (Marge)	3,93 (18,3 %)	+51,8 %	5,97 (18,9 %)	6,12 (19,4 %)
Jahresüberschuss	0,79	+193,7 %	2,32*	2,32*

Quelle: KTG, GBC; \* vor Einmalaufwendungen aus dem Börsengang sowie der Anleiheemission in Höhe von 4,08 Mio. €

### Umsatzentwicklung - Biomethan entwickelt sich zu wichtigem Umsatzfaktor

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 31,60 Mio. € konnte die KTG Energie AG unsere Prognosen von 31,50 Mio. € nicht nur vollständig erfüllen, sondern sogar leicht übertreffen. Die Steigerung gegenüber dem Vorjahr betrug 47,3 %, womit die hohe Dynamik des Vorjahres beibehalten werden konnte. Zum Ende des GJ 2012 wies die KTG Energie AG eine installierte Betriebsleistung an Biogasanlagen von 35,1 Megawatt (MW) auf, 12,7 MW bzw. 56,7 % mehr als zum Vorjahreszeitpunkt. Die eigenen Unternehmensziele wurden dahingehend ebenfalls erreicht. Die leicht unterproportionale Umsatzsteigerung zur Steigerung der Anlagenleistung röhrt auch aus der unterjährigen Errichtung und Inbetriebnahme der neuen Anlagen, die damit noch keinen vollen Umsatzbeitrag beisteuerten. Dies wird sich entsprechend positiv im GJ 2013 niederschlagen.

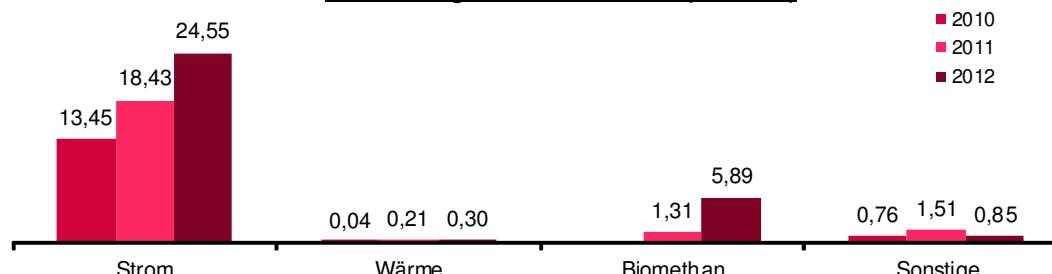
Entwicklung der Betriebsleistung der Biogasanlagen (in MWel)



Quelle: KTG, GBC

Besonders erfreulich ist die Umsatzentwicklung im Bereich Biomethan (Biogas) gewesen, worauf das Unternehmen einen besonderen Wachstumsfokus legt. Hier konnte eine signifikante Umsatzsteigerung von 1,31 Mio. € im Vorjahr auf nunmehr 5,89 Mio. € erreicht werden. Der Umsatzanteil von Biomethan betrug damit bereits 18,6 % der Umsatzerlöse. Inzwischen verfügt die KTG Energie AG über 13 MW Biomethan-Aufbereitungsanlagen, speist das produzierte Biogas dort in die vorhandenen Erdgasnetze ein und hat feste Abnahmeverträge mit verschiedenen Kunden geschlossen. Der große Vorteil der Einspeisung als Gas ist, dass mit dem Erdgasnetz die Speicherbarkeit ohne weitere Investitionen gegeben ist, was hinsichtlich dem bedarfsoorientierten Verbrauch ein erheblicher Vorteil gegenüber anderen erneuerbaren Energiequellen wie Wind oder Solar ist. Auch die in 2012 neu gebauten und für 2013 geplanten Anlagen sind derzeit alle auf die Biomethan-Produktion ausgelegt, da das Unternehmen für Biomethan aus den genannten Gründen zukünftig bessere Marktkonditionen sieht.

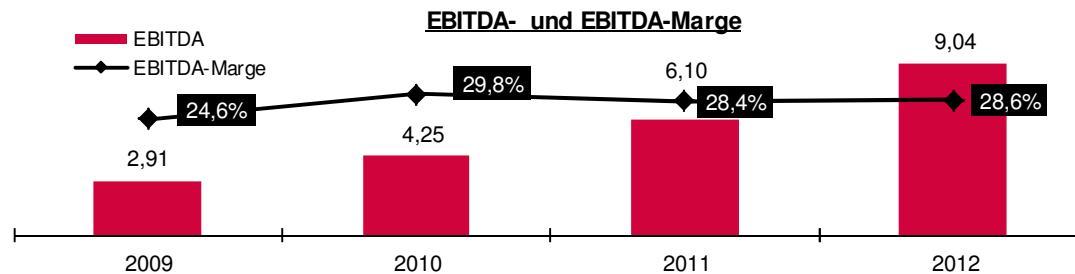
Entwicklung der Umsatzanteile (in Mio. €)



Quelle: KTG, GBC

## Ergebnisentwicklung - Vorlaufkosten belasten EBITDA-Marge vorübergehend

Auch ergebnisseitig hat die KTG Energie AG unsere Prognosen erfüllt. So lag das EBITDA mit 9,04 Mio. € sogar leicht über unseren Erwartungen, die von 8,83 Mio. € ausgegangen waren. Die EBITDA-Marge stieg im gleichen Zuge leicht auf 28,6 %.

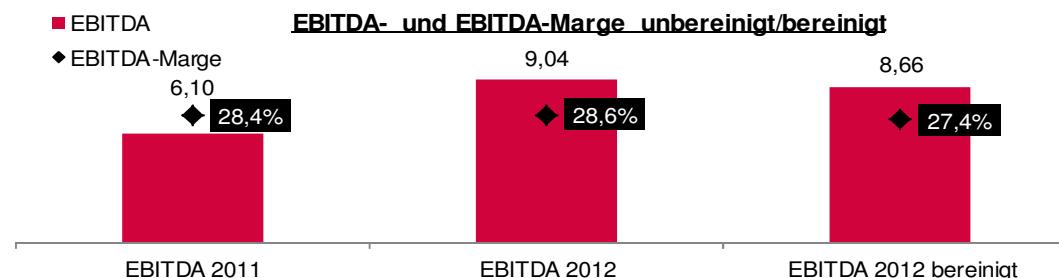


Quelle: KTG, GBC

Dabei ist zu berücksichtigen, dass im Ergebnis 2012 einige Sondereffekte enthalten waren. So vollzog das Unternehmen ein Sale-and-Lease-Back-Geschäft der Biogasaufbereitungsanlage am Standort Seelow, was zum einen sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 3,00 Mio. € verursachte, jedoch sonstige betriebliche Aufwendungen in entsprechender Höhe entgegenstanden, so dass die Transaktion insgesamt ergebnisneutral war. Zudem war das operative Ergebnis durch positive Einmaleffekte in Höhe von 1,61 Mio. € geprägt, die im Zusammenhang mit Versicherungserstattungen aus einer Betriebsunterbrechung (1,23 Mio. €) sowie einer Abwicklungszahlung aus einem Insolvenzverfahren eines Lieferanten (0,38 Mio. €) stehen. Jedoch sind die Erstattungen als Ersatz für vorübergehend entfallene Umsatzerlöse und daher nicht als Einmalertrag zu werten. Vielmehr sind die Erstattungen tendenziell niedriger, als der potenzielle Umsatz ohne die Betriebsunterbrechung.

Zur Darstellung des bereinigten EBITDA ist daher nur die Abwicklungszahlung über 0,38 Mio. € zu korrigieren. Ohne diese lag das EBITDA bei 8,66 Mio. € was noch immer einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr um 42,0 % entspricht. Die bereinigte EBITDA-Marge lag mit 27,4 % um ca. 1,0 Prozentpunkt unterhalb des Vorjahresniveaus. Als Gründe für die leichte Margenerosion sind niedrigere aktivierte Eigenleistungen sowie Vorlaufkosten für die neuen, im Jahresverlauf errichteten Anlagen zu nennen.

Während die aktivierten Eigenleistungen im GJ 2012 um 0,50 Mio. € niedriger ausfielen und damit einen Beitrag zur Steigerung der Ergebnisqualität herbeiführten, standen den erhöhten Fixkosten (Personal, sonstige betriebliche Aufwendungen) für die im Jahresverlauf 2012 neu errichteten Anlagen noch nicht die vollen Umsatzerlöse gegenüber, da die neuen Anlagen noch nicht über den gesamten Zeitraum unter Volllastbetrieb liefen. In den kommenden Perioden ist jedoch von einer merklichen Fixkostendegression bei diesen Anlagen zu rechnen.



Quelle: KTG, GBC

Die weiteren Kostenpositionen betreffend, machte sich der erhöhte Anlagenbestand in gesteigerten Abschreibungen und Zinsaufwendungen bemerkbar. Beide Positionen lagen leicht über unseren Erwartungen. Bereinigt um die einmalig angefallenen Kosten für den Börsengang und die erfolgte Anleiheemission in Höhe von 4,08 Mio. € erzielte die KTG Energie AG einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,32 Mio. € und damit deutlich über Vorjahresniveau. Insgesamt machen die Zahlen der KTG Energie AG des GJ 2012 jedoch deutlich, dass das hohe Wachstum auch in steigenden operativen Ergebnissen mündet. Zudem erwarten wir, dass die Skaleneffekte aus dem gesteigerten Anlagenbestand in den kommenden Perioden zum Tragen kommen und das Rentabilitätsniveau weiter heben.

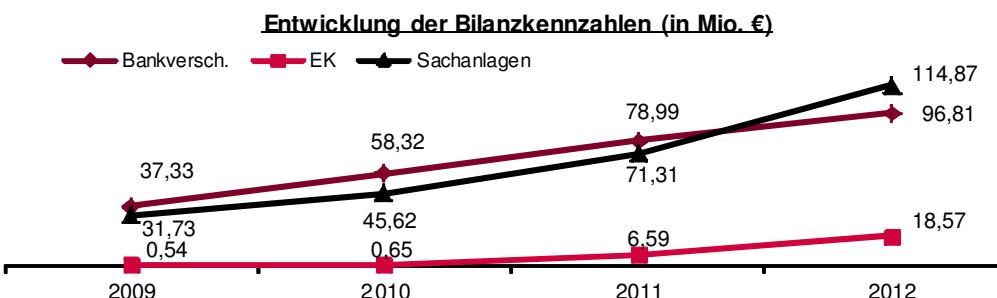
## Bilanzielle und finanzielle Situation - Bilanz von Anlagenausweitung geprägt

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012
Eigenkapital (EK-Quote)	0,54 (1,2 %)	0,64 (1,0 %)	6,59 (6,9 %)	18,57 (10,9 %)
Finanzverbindlichkeiten	37,33	58,32	68,62	127,28
Liquide Mittel	2,25	1,81	2,52	21,50
Nettofinanzverbindlichkeiten	35,08	56,50	66,10	105,78
Operatives Anlagevermögen	31,78	45,82	71,50	115,76
Net Working Capital	3,02	11,33	1,19	8,61
Bilanzsumme	45,45	63,16	95,17	170,39

Quelle: Berechnungen GBC

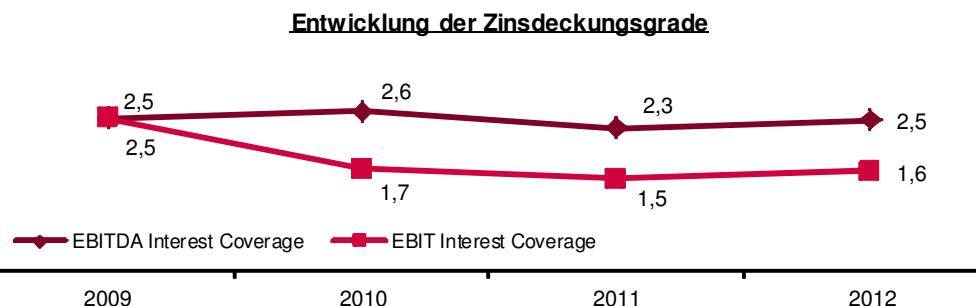
Die bilanzielle Entwicklung der KTG Energie AG war im GJ 2012 maßgeblich vom Börsengang, der Anleiheemission sowie dem dadurch finanzierten Kapazitätsausbau geprägt. Im Rahmen des Börsengangs erzielte das Unternehmen einen Bruttoemissionserlös von 13,80 Mio. € und stärkte das Eigenkapital entsprechend. Durch die Anleihe wurden zudem Mittel in Höhe von 25,00 Mio. € eingeworben. Des Weiteren wurde der Bestand an Bankverbindlichkeiten auf 63,80 Mio. € ausgeweitet, was im Zusammenhang mit der Umfinanzierung von konzerninternen Vorfinanzierungen für die Errichtung von Biogasanlagen zu sehen ist.

Die Mittel investierte das Unternehmen in die Finanzierung neuer Biogasanlagen, was sich in einem Anstieg des Sachanlagevermögens auf 114,87 Mio. € niederschlug. Das Investitionsvolumen belief sich im GJ 2012 auf 38,56 Mio. €.



Quelle: Berechnungen GBC

Trotz der expansionsbedingten Ausweitung der zinsbaren Verbindlichkeiten auf insgesamt 127,28 Mio. € weist die KTG Energie AG unverändert gute Bonitätskennzahlen auf. So lagen die auf das EBITDA und EBIT bezogenen Zinsdeckungsgrade im GJ 2012 bei 2,5, respektive 1,6. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Anleihezinsen in 2012 nur anteilig enthalten waren. Jedoch steht demgegenüber auch nur ein anteiliger Ertrag der neuen Biogasanlagen. Daher gehen wir davon aus, dass sich die Kennzahlen, welche die Fähigkeit des Zinsdienstes zum Ausdruck bringen, in den kommenden Perioden tendenziell weiter verbessern werden.



Quelle: Berechnungen GBC

Insgesamt erachten wir die bilanzielle Situation der KTG Energie AG daher dem Geschäftsmodell entsprechend als gut, wobei die Biogasanlagen überwiegend fremdkapitalfinanziert werden. Durch die gesetzlich gesicherten Einspeisevergütungen sowie die Versorgungssicherheit mit Inputstoffen durch die Muttergesellschaft KTG Agrar AG schätzen wir das Risiko aus der hohen Fremdkapitalfinanzierung als überschaubar ein.

## SWOT - Analyse KTG Energie AG

### Stärken

- Sicherung der Belieferung mit Substraten durch die KTG Agrar AG
- 60% der Einsatzstoffe bestehen aus Zweitfrüchten - diese können zu einem günstigeren und stabilen Preis erworben werden als konventionelle Früchte
- Niedrige Kostenbasis der Gesellschaft erlaubt das Erzielen hoher Ergebnismargen und Nettoergebnisse, was die Ausschüttung einer stabilen Dividende ermöglicht
- Die durch das EEG festgelegte Einspeisevergütung sorgt für einen stabilen Cashflow über die nächsten 20 Jahre

### Schwächen

- Abhängigkeit bezüglich der Einsatzstoffe von der KTG Agrar AG
- Die Errichtung von Biogasanlagen erfordert einen hohen Fremdfinanzierungsbedarf, was hohe Zinsaufwendungen hervorruft und die Eigenkapitalquote belastet
- Abhängigkeit von regulatorischen Rahmenbedingungen und staatlichen Subventionen für Biogasanlagen
- Die erzielbaren Kapitalrenditen sind in der Wachstumsphase auf Grund der noch nicht unter Vollast betriebenen Anlagen noch unterdurchschnittlich

### Chancen

- Bisher sind Anlagen mit einer Kapazität von 35 MW in Betrieb. Das Ausbaupotenzial beträgt etwa 120 MW, womit der Ausbau noch klar vorangetrieben werden kann
- Der Markt ist extrem fragmentiert und durch bäuerlich geprägte Einzelanlagen mit geringem Produktionsvolumen dominiert. Die Vormachtstellung der KTG Energie AG als Betreiber von Großanlagen kann weiter ausgebaut werden
- Wachstumsmarkt: Die Anzahl der Biogasanlagen hat sich mit fast 7.600 Ende 2012 seit 2007 verdoppelt
- Biogas ermöglicht durch seine Speicherbarkeit im Gegensatz zu anderen alternativen Energien eine variable Deckung des Energiebedarfs, weshalb von weiterem Wachstumspotenzial des Marktes ausgegangen werden kann

### Risiken

- Der starke Ausbau der Biogaskapazitäten kann zu einem Engpass bei Einsatzstoffen führen, die dann am Markt beschafft werden müssen, was u.U. höhere Preise fordert
- Beschränkte Verfügbarkeit geeigneter Standorte für Biogasanlagen
- Abhängigkeit von der Akzeptanz von Biogas. Dies ist besonders problematisch, da zum Teil potenzielle Nahrungsmittel zur Energieherstellung genutzt werden
- Die Förderungsbedingungen für Biogas könnten sich mit dem Auslaufen des EEG in der aktuellen Fassung im Jahr 2015 deutlich verschlechtern oder ganz entfallen

## Prognose und Modellannahmen - Prognosen bestätigt - deutliches Wachstum in 2013

Umsatzprognosen - Wachstum organisch und durch Zukäufe erwartet

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e (alt)	GJ 2013e (neu)	GJ 2014e (alt)	GJ 2014e (neu)
Umsatzerlöse	31,60	56,50	56,50	81,50	81,50
Gesamtleistung	37,73	58,75	58,75	83,75	83,75
EBITDA (Marge)	9,04 (28,6 %)	16,18 (28,6 %)	16,18 (28,6 %)	24,58 (30,2 %)	24,58 (30,2 %)
EBIT (Marge)	5,97 (18,9 %)	12,03 (21,3 %)	11,56 (20,5 %)	16,83 (20,7 %)	16,47 (20,2 %)
Jahresüberschuss	-1,76*	5,18	4,00	7,34	6,25

Quelle: Berechnung GBC; \*inkl. 4,1 Mio. € Emissionskosten

Nach dem planmäßigen Ausbau der Anlagenkapazitäten sowie der vollständig erfüllten Umsatzerwartung im GJ 2012 belassen wir unsere Erwartungen für das GJ 2013 unverändert und gehen weiterhin von einer deutlichen Umsatzsteigerung auf 56,50 Mio. € aus. Dabei sollten mehrere Faktoren zu diesem Wachstum beitragen.

Das Unternehmen hat die Zielsetzung ausgegeben, bis zum Jahresende 2014 den Anlagenbestand auf über 50 MW auszuweiten. Dabei hat das Unternehmen Anfang des Jahres 2013 5 neue Standorte mit einem Potenzial von 5 MW gekauft. Bis Ende des Jahres soll die komplette Kapazität ausgebaut und am Netz angeschlossen sein. Zudem werden die in 2012 installierten Anlagen im GJ 2013 nun erstmals unter Volllast laufen und damit nun den vollen Umsatzbeitrag beisteuern können. Dies wird nicht nur einen steigenden Umsatzbeitrag beisteuern, sondern auch zu Fixkostendegressionen und damit steigenden Ergebnis- und Margenbeiträgen für diese Anlagen führen.

Nicht zuletzt gehen wir unverändert davon aus, dass die KTG Energie AG ihren Anlagenbestand darüber hinaus anorganisch erweitern wird und diesen durch Zukäufe bis zum Jahresende von 35,1 MW Ende 2012 auf dann 50,5 MW ausbauen wird. Das Bestreben nach anorganischem Wachstum verdeutlichte das Unternehmen Ende 2012 mit der Absicht der Übernahme der Deutsche Biogas AG, welche letztendlich nicht durchgeführt wurde.

Unsere bisherigen Annahmen haben wir daher nicht verändert und wir gehen weiterhin von Umsatzerlösen in Höhe von 56,50 Mio. € aus, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr um 78,8 % entspricht. Für das GJ 2014 erwarten wir eine weitere dynamische Steigerung der Umsatzerlöse auf dann 81,50 Mio. €, welche ebenfalls erwartete anorganische Wachstumsbeiträge beinhalten.

Umsatzentwicklung	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Installierte Leistung gesamt zum Jahresende in MW	11,1	12,5	22,4	35,1	50,5	60,5
Differenz zum Vorjahr in MW	3,2	1,4	9,9	12,7	15,4	10,0
durchschnittlich installierte Leistung in MW	6,8	11,8	15,0	22,0	37,8	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
<b>Einspeisevergütung in Mio. €</b>	<b>11,09</b>	<b>13,49</b>	<b>19,95</b>	<b>30,74</b>	<b>55,00</b>	<b>80,00</b>
zzgl. Sonstige Umsatzerlöse	0,73	0,76	1,51	0,85	1,50	1,50
<b>Umsatzerlöse gesamt in Mio. €</b>	<b>11,82</b>	<b>14,26</b>	<b>21,46</b>	<b>31,60</b>	<b>56,50</b>	<b>81,50</b>

Quelle: Berechnung GBC

Dabei vermarktet das Unternehmen nunmehr Energie aus Anlagen mit einer Kapazität von 17,4 MW direkt, wobei der Strom nicht mehr über das bisherige EEG-Vergütungsmodell vergütet, sondern direkt über die Strombörse veräußert wird. Der direkt vermarktete Strom wird zudem mit einer Marktpremie zusätzlich vergütet, was einen garantierten Mehrertrag gegenüber der herkömmlichen EEG-Förderung bietet. Konservativ haben wir den durchschnittlichen Vergütungssatz dennoch bei rund 19 Cent belassen.

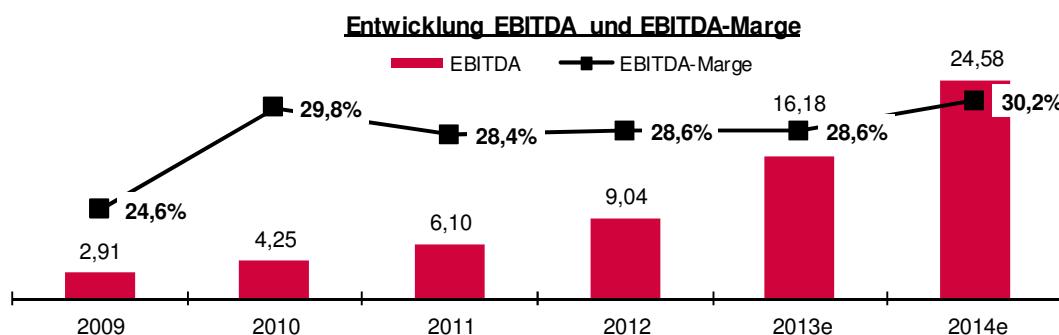
Insgesamt gehen wir davon aus, dass das Ziel, die Anlagenkapazität auf 50 MW auszuweiten, bereits in diesem Jahr erreicht und die KTG Energie AG damit ihre Position unter den drei größten Biogasproduzenten Deutschlands festigen wird.

### Ergebnisprognosen - deutliche Steigerungen des EBITDA zu erwarten

Die EBITDA-Erwartungen betreffend, haben wir ebenfalls keine Veränderungen vorgenommen und bestätigen unsere bisherigen Schätzungen. Damit gehen wir unverändert davon aus, dass im GJ 2013 ein EBITDA in Höhe von 16,18 Mio. € erwirtschaftet werden wird. Die EBITDA-Marge sollte dabei mit 28,6 % gehalten werden können.

Hintergrund der unverändert belassenen EBITDA-Prognosen sind die den Erwartungen entsprechenden Entwicklungen der Kostenpositionen im GJ 2012 gewesen. Insbesondere im Bereich der Fixkosten (Personalaufwendungen sowie sonstige betriebliche Aufwendungen) haben sich die Erhöhungen entsprechend unseren Erwartungen eingestellt und wiesen keine disproportionalen Verschiebungen auf. Dies indiziert, dass das starke Wachstum entsprechend gesteuert werden kann, mit stabilen Kostenquoten.

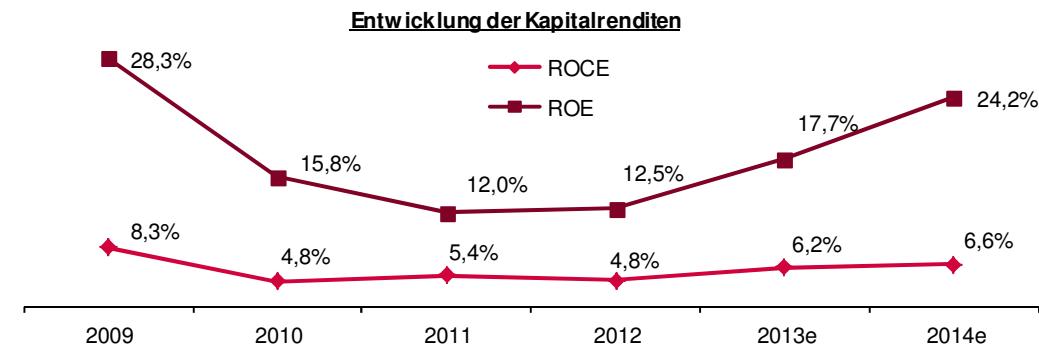
Positiv auf das Ergebnis im GJ 2013 werden sich die in 2012 in Betrieb genommenen Anlagen auswirken, die auf Grund des sich im Jahresverlauf einstellenden Volllastbetriebs eine Fixkostendegression verursachen sollten, was sich vermeintlich positiv auf die Ergebnisse niederschlägt.



Quelle: Berechnung GBC

Bei den Abschreibungen und Finanzierungsaufwendungen haben sich hingegen im GJ 2012 leicht höhere Werte ergeben, als zunächst von uns prognostiziert. Dies ist im Zusammenhang mit dem starken Anlagenausbau sowie dessen Finanzierung zu sehen. Daher haben wir unsere Prognosen für das GJ 2013 das EBIT und den Jahresüberschuss betreffend leicht reduziert. Nunmehr erwarten wir ein EBIT in Höhe von 11,56 Mio. €, nach bislang 12,03 Mio. €. Die Reduktion ist damit nur geringfügig. Beim Jahresüberschuss gehen wir nun von einem Wert von 4,00 Mio. € aus, nachdem wir bislang 5,18 Mio. € veranschlagt hatten.

Insgesamt wird sich die Rentabilität der KTG Energie AG im GJ 2013 und GJ 2014 gemäß unseren Schätzungen weiter erhöhen, was auch die prognostizierten Kapitalrenditen indizieren. So gehen wir davon aus, dass das Unternehmen in 2013 eine Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) in Höhe von 6,2 % erreichen kann, trotz des erwartet weiteren starken Ausbaus des Anlagenbestandes. Die starke Steigerung der Eigenkapitalrendite wird neben den steigenden absoluten Jahresüberschüssen insbesondere auch von der überwiegenden Fremdfinanzierung des Anlagenausbau begünstigt.



Quelle: Berechnung GBC; \*Berechnung ROE 2012 bereinigt um Kosten des Börsengangs und Anleiheemission

## Bewertung

### Discounted Cashflow-Bewertung

#### Modellannahmen

Die KTG Energie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Anfangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 und 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 30,2 % 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 8,5 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir gemäß dem Finanzierungsmix der Gesellschaft für neue Biogasanlagen eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich bei Fremdkapitalkosten in Höhe von 4,5 % gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 4,7 %.

#### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Unter Verwendung der entsprechenden Kapitalkosten (WACC) von 4,7 % resultiert für die KTG Energie AG zum Ende des Geschäftsjahres 2013 ein fairer Wert je Aktie in Höhe von **17,00 €**.

## KTG Energie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

	consistency - Phase		final - Phase
Wachstum Umsatzerlöse	2,0%		
EBITDA-Marge	30,2%		
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,0%		
Working Capital zu Umsatz	29,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency						final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e		
Umsatzerlöse	56,50	81,50	83,16	84,86	86,59	88,36	90,16	92,00		
<i>Umsatzerlöse Veränderung</i>	78,8%	44,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%
<i>Umsatzerlöse zu operativen Anlagevermögen</i>	0,33	0,36	0,38	0,40	0,43	0,45	0,48	0,51		
EBITDA	16,18	24,58	25,15	25,66	26,18	26,72	27,26	27,82		
<i>EBITDA-Marge</i>	28,6%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%
EBITA	11,56	16,47	15,98	16,86	17,73	18,60	19,47	20,34		
<i>EBITA-Marge</i>	20,5%	20,2%	19,2%	19,9%	20,5%	21,1%	21,6%	22,1%	22,1%	22,1%
Steuern auf EBITA	-3,44	-4,91	-4,76	-5,02	-5,28	-5,54	-5,80	-6,06		
<i>zu EBITA</i>	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
EBI (NOPLAT)	8,11	11,56	11,22	11,83	12,45	13,06	13,67	14,28		
Kapitalrendite	6,5%	6,2%	4,5%	4,8%	5,3%	5,7%	6,2%	6,7%	6,9%	
Working Capital (WC)	13,98	22,15	24,53	25,03	25,54	26,07	26,60	27,14		
<i>WC zu Umsatzerlöse</i>	24,7%	27,2%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%
Investitionen in WC	-5,36	-8,18	-2,38	-0,50	-0,51	-0,52	-0,53	-0,54		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	171,41	229,28	220,11	211,31	202,85	194,74	186,95	179,47		
<i>AFA auf OAV</i>	-4,62	-8,11	-9,17	-8,80	-8,45	-8,11	-7,79	-7,48		
<i>AFA zu OAV</i>	2,7%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Investitionen in OAV	-60,27	-65,98	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investiertes Kapital	185,39	251,43	244,64	236,34	228,40	220,81	213,55	206,61		
EBITDA	16,18	24,58	25,15	25,66	26,18	26,72	27,26	27,82		
Steuern auf EBITA	-3,44	-4,91	-4,76	-5,02	-5,28	-5,54	-5,80	-6,06		
Investitionen gesamt	-65,63	-74,16	-2,38	-0,50	-0,51	-0,52	-0,53	-0,54		
<i>Investitionen in OAV</i>	-60,27	-65,98	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>Investitionen in WC</i>	-5,36	-8,18	-2,38	-0,50	-0,51	-0,52	-0,53	-0,54		
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-52,90	-54,48	18,00	20,14	20,39	20,65	20,93	21,22	306,57	
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	269,54	336,59								
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	46,72	103,38								
<i>Barwert des Continuing Value</i>	222,82	233,21								
Nettoschulden (Net debt)	167,54	232,60								
Wert des Eigenkapitals	101,99	103,99								
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00								
Wert des Aktienkapitals	101,99	103,99								
Ausstehende Aktien in Mio.	6,000	6,000								
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,00	17,33								

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	0,0%
Marktrisikoprämie	0,0%
Beta	1,19
Eigenkapitalkosten	8,5%
<i>Zielgewichtung</i>	25,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
<i>Zielgewichtung</i>	75,0%
Taxshield	25,1%
WACC	<b>4,7%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

	WACC				
Kapitalrendite	4,1%	4,4%	4,7%	5,0%	5,3%
6,4%	21,03	17,43	14,32	11,59	9,19
6,7%	22,63	18,89	15,66	12,83	10,33
6,9%	24,23	20,36	17,00	14,06	11,48
7,2%	25,83	21,82	18,34	15,30	12,62
7,4%	27,44	23,28	19,68	16,53	13,76

## Fazit

Ausbauziele und GBC-Prognosen im GJ 2012 erreicht - GJ 2013 mit weiterem Wachstum bei Umsatz und Ergebnis erwartet - Kursziel von 17,00 € bestätigt - Rating: KAUFEN

Die KTG Energie AG konnte ihre gesteckten Ziele für das GJ 2012 erreichen und auch unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen erfüllen. So wurde der Anlagenbestand planmäßig auf 35 MW ausgebaut. Unsere Umsatzerwartung von 31,50 Mio. € wurde mit 31,60 Mio. € sogar leicht übertroffen. Auch beim EBITDA lag der tatsächlich erreichte Wert mit 9,04 Mio. € leicht über den von uns prognostizierten 8,83 Mio. €.

Besonders erwähnenswert ist die Umsatzentwicklung im Bereich Biomethan (Biogas) gewesen, worauf das Unternehmen einen besonderen Wachstumsfokus legt. Hier konnte eine signifikante Umsatzsteigerung von 1,31 Mio. € im Vorjahr auf nunmehr 5,89 Mio. € erreicht werden. Der Umsatzanteil von Biomethan betrug damit bereits 18,6 % der Umsatzerlöse. Inzwischen verfügt die KTG Energie AG über 13 MW Biomethan-Aufbereitungsanlagen, speist das produzierte Biogas dort in die vorhandenen Erdgasnetze ein und hat feste Abnahmeverträge mit verschiedenen Kunden geschlossen. Der große Vorteil der Einspeisung als Gas ist, dass mit dem Erdgasnetz die Speicherbarkeit ohne weitere Investitionen gegeben ist, was hinsichtlich dem bedarfsorientierten Verbrauch ein erheblicher Vorteil gegenüber anderen erneuerbaren Energiequellen wie Wind oder Solar ist. Auch die in 2012 neu gebauten und für 2013 geplanten Anlagen sind derzeit alle auf die Biomethan-Produktion ausgelegt, da das Unternehmen für Biomethan aus den genannten Gründen zukünftig bessere Marktkonditionen sieht.

Der Strom aus Anlagen mit einer Kapazität von 17,4 MW wird seit April 2013 darüber hinaus direkt vermarktet. Dabei wird der Strom nicht mehr über das bisherige EEG-Vergütungsmodell vergütet, sondern direkt über die Strombörse veräußert. Der direkt vermarktete Strom wird zudem mit einer Marktprämie zusätzlich vergütet, was einen garantierteren Mehrertrag gegenüber der herkömmlichen EEG-Förderung bietet.

Aus diesen Gründen, aber auch auf Grund des weiteren Ausbaus des Anlagenbestandes, erwarten wir für das GJ 2013 eine Steigerung der Umsatzerlöse. Neben dem Erreichen der Volllastkapazitäten von in 2012 errichteten Anlagen werden auch neue Anlagen in Betrieb genommen werden. Nicht zuletzt rechnen wir für das GJ 2013 mit weiteren Übernahmen von zusätzlichen Anlagenkapazitäten.

Insgesamt gehen wir unverändert davon aus, dass die KTG Energie AG im GJ 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 56,50 Mio. € erzielen wird, was einer Steigerung um 78,8 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Gleichzeitig erwarten wir eine nahezu proportionale Steigerung des EBITDA auf 16,18 Mio. €. Die EBITDA-Erwartung haben wir damit ebenfalls unverändert belassen.

Auf Grund von etwas höherer Abschreibungen und Finanzierungsaufwendungen im GJ 2012 als von uns prognostiziert, haben wir eine leichte Adjustierung der EBIT-Schätzungen vorgenommen. Damit sieht unsere Erwartung für das GJ 2013 nun ein EBIT in Höhe von 11,56 Mio. € vor, nach bislang 12,03 Mio. €.

**Auf Grundlage der unverändert belassenen Umsatz- und EBITDA-Schätzungen bestätigen wir unser Kursziel für das GJ 2013 mit 17,00 €. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus errechnet sich damit für die Aktie ein Kurspotenzial von über 20 %. Das Rating KAUFEN bestätigen wir vor diesem Hintergrund ebenfalls.**

## 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 Wertpapiergeze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

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

*Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:  
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatischen 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 >= + 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 <= - 10 %.

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

### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

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

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

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)