



Researchstudie (Anno)

AGRARIUS AG



**„Erwarteter Flächenanstieg ist die Grundlage
für das künftige Wachstum;
finanzielle Basis soll durch geplante
Kapitalerhöhung geschaffen werden“**

Kursziel: 1,50 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20 ff

Fertigstellung: 08.11.2013

Erstveröffentlichung: 11.11.2013

AGRARIUS AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 1,50

aktueller Kurs: 0,90
08.11.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0SLN95

WKN: A0SLN9

Börsenkürzel: AU2

Aktienanzahl³: 8051,60

Marketcap³: 7246,44
EnterpriseValue³: 9135,08
³ in T/ in TEUR

Freefloat: 38,0 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Rohstoff

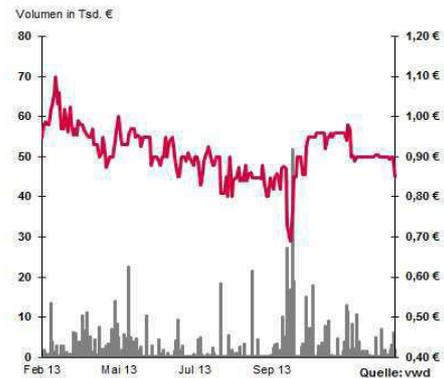
Fokus: Bewirtschaftung und Erwerb von
Ackerflächen

Mitarbeiter: 32 Stand: 31.12.2012

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 3.200 ha Ackerland mit den Kulturen Winterraps, Winterweizen, Sonnenblume und Körnermais. Für die Zukunft ist ein signifikanter Ausbau der bewirtschafteten Flächen 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 TEUR \ GJ.-Ende | 31.12.12 | 31.12.13e* | 31.12.14e* | 31.12.15e* |
|------------------------|-----------|------------|------------|------------|
| Umsatz | 2.344,89 | 3.194,24 | 6.762,01 | 9.892,59 |
| EBITDA | -782,81 | 396,35 | 1.650,32 | 2.643,39 |
| EBIT | -1.315,30 | -116,01 | 980,32 | 1.843,39 |
| Jahresüberschuss | -1.546,22 | -338,36 | 740,32 | 1.473,39 |

* Prognosen auf Basis erfolgreicher KE von mindestens 5,00 Mio. €

| Kennzahlen in EUR | | | | |
|--------------------|-------|--------|-------|-------|
| Gewinn je Aktie | -0,19 | -0,03* | 0,06* | 0,11* |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

* Auf Basis einer Aktienzahl von 13,05 Mio. (Post Money)

| Kennzahlen | | | | |
|------------|------|-------|------|------|
| EV/Umsatz | 3,90 | 2,86 | 1,35 | 0,92 |
| EV/EBITDA | neg. | 23,05 | 5,54 | 3,46 |
| EV/EBIT | neg. | neg. | 9,32 | 4,96 |
| KGV | neg. | neg. | 9,79 | 4,92 |
| KBV | 1,57 | | | |

Finanztermine:

Datum: Ereignis
04.12.2013: 16. MKK

**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..... | 3 |
| Kapitalerhöhung 2013..... | 3 |
| Konsolidierungskreis..... | 4 |
| Unternehmensstrategie..... | 4 |

Markt und Marktumfeld

| | |
|---|---|
| Bevölkerungsentwicklung und Nahrungsumstellung..... | 6 |
| Konkurrenz Bioenergie..... | 6 |
| Begrenztes Flächenangebot..... | 7 |
| Produktivitätsanstieg..... | 7 |
| Preisentwicklung Agrarrohstoffe..... | 8 |

Unternehmensentwicklung & Prognose

| | |
|--|----|
| Zahlen im Überblick..... | 9 |
| Geschäftsentwicklung 2012..... | 10 |
| Umsatzentwicklung..... | 10 |
| Ergebnisentwicklung..... | 11 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation..... | 12 |
| Geschäftsentwicklung 1 . HJ 2013..... | 13 |
| Prognose und Modellannahmen..... | 14 |
| Umsatzprognosen..... | 14 |
| Ergebnisprognosen..... | 16 |

Bewertung/Fazit

| | |
|-----------------------------------|----|
| DCF-Bewertung..... | 17 |
| Modellannahmen..... | 17 |
| Bestimmung der Kapitalkosten..... | 17 |
| Bewertungsergebnis..... | 17 |
| Fazit | 19 |

Anhang

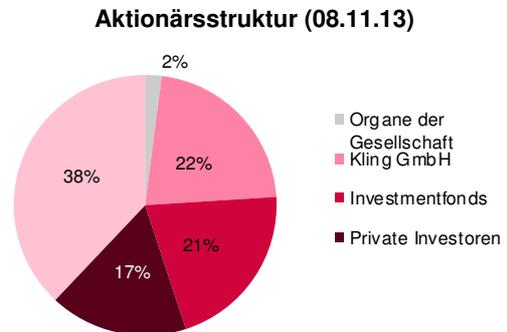
| | |
|--|----|
| Disclaimer und Haftungsausschluss | 20 |
| Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG..... | 22 |

Unternehmen

Aktionärsstruktur

| Anteilseigner | 31.12.2011 |
|-------------------------|-------------|
| Organe der Gesellschaft | 2 % |
| Kling GmbH | 22 % |
| Investmentfonds | 21 % |
| Private Investoren | 17 % |
| Streubesitz | 38 % |

Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG



Kapitalerhöhung 2013

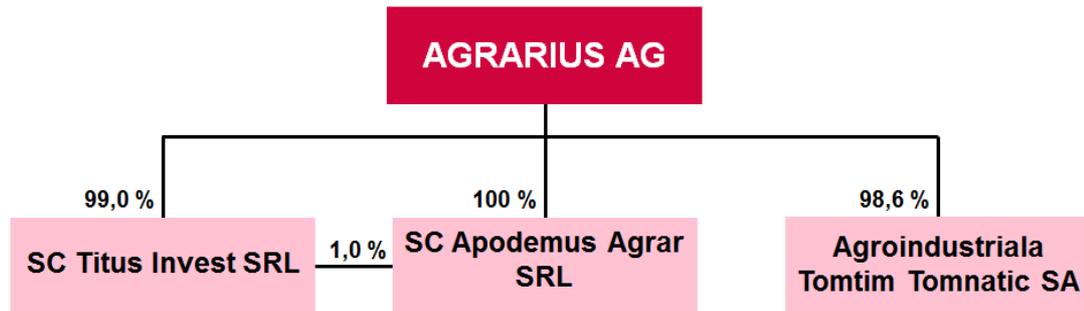
Die AGRARIUS AG verfügt derzeit über 3.200 ha an bewirtschafteten Flächen. Gemäß Unternehmensstrategie soll der Flächenbestand in den kommenden zwei bis drei Jahren auf über 10.000 ha vergrößert werden. Mögliche Maßnahmen hierfür sind wie bereits in der Vergangenheit der Direkterwerb oder die Pachtung von Flächen bzw. der Erwerb von Betrieben mit eigenen oder gepachteten Flächen. Flankierend hierzu soll auch die Infrastruktur durch den erforderlichen Ausbau des Maschinenparks an die Flächenausweitung angepasst werden.

Zur Finanzierung dieser Wachstumsstrategie führt die AGRARIUS AG derzeit eine Kapitalerhöhung durch. Auf Grundlage des Beschlusses der Hauptversammlung vom 30.08.2013 ist die Ausgabe von bis zu 10.064.501 neuen Aktien zu einem Ausgabepreis von 1,00 € je Aktie geplant. Bei einer unterstellten Vollplatzierung beläuft sich der Bruttoemissionserlös auf 10,06 Mio. € und der maximale Nettoemissionserlös (nach Abzug der Emissionskosten) auf 9,42 Mio. €. Zusätzlich zum erwähnten Flächenausbau soll der aus der Kapitalmaßnahme stammende Liquiditätszufluss auch für die Erweiterung der Lagerkapazitäten sowie die Bildung von Liquiditätsreserven verwendet werden. Die Kapitalerhöhung hat folgende Eckdaten:

| Kapitalerhöhung der AGRARIUS AG | |
|---|---------------------|
| Bezugsverhältnis: | 4:5 |
| Bezugspreis: | 1,00 € |
| Anzahl der Aktien (Pre Money): | 8,05 Mio. |
| Anzahl der neuen Aktien (bei Vollplatzierung): | bis zu 10,06 Mio. |
| Anzahl der Aktien (Post Money bei Vollplatzierung): | 18,12 Mio. |
| Geplanter Bruttoemissionserlös: | 10,06 Mio. € |
| Geplanter Nettoemissionserlös (maximal): | 9,42 Mio. € |
| Bezugszeitraum: | 08.11.13 - 07.12.13 |

Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Konsolidierungskreis



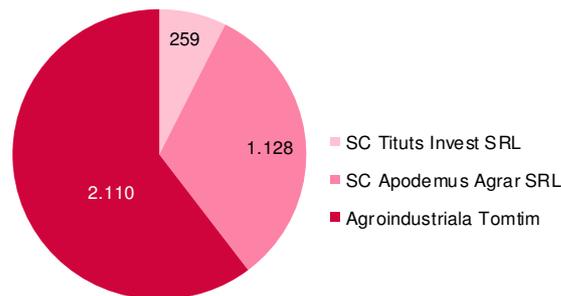
Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

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 31.12.2012 verfügte die Gesellschaft über Eigentumsflächen in Höhe von 259 ha (31.12.2011: 236 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 31.12.2012 über einen Pachtflächenbestand von 1.128 ha (31.12.2011: 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. Diese Tochtergesellschaft verfügt zum Bilanzstichtag 31.12.2012 über einen Pachtflächenbestand von 2.110 ha (31.12.2011: 2.151 ha).

In den nächsten Monaten werden gemäß Unternehmensangaben die Tochtergesellschaften Tomtim und SC Titus Invest SRL zur Tomtim Tomnatic S.R.L. fusionieren.

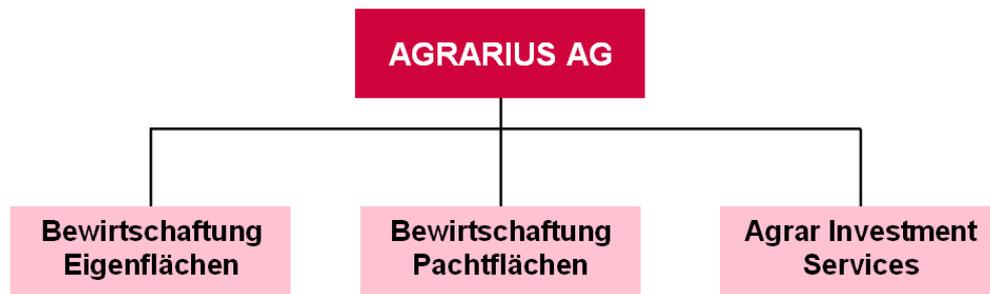
Aufteilung der bewirtschafteten Flächen (in ha)



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

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 somit 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.

Dabei liegt der Bewirtschaftungsschwerpunkt im konventionellen Anbau von Marktfrüchten, insbesondere von Getreide, Mais und Sonnenblumen sowie deren Vermarktung. Zum 31.12.2012 verfügte die AGRARIUS AG über einen Flächenbestand von 3.497 ha, wobei sich hiervon 259 ha im Eigentum befinden und 3.238 ha angepachtet sind. In der Regel unterliegen die Pachtflächen aufgrund der Struktur der Pachtverträge einer höheren Volatilität. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Pachtverträge beläuft sich auf 5 Jahre, was jedoch eine vergleichsweise hohe Planbarkeit ermöglicht. Zugleich wurden im Rahmen der Pachtverträge Vorkaufsrechte vereinbart.

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

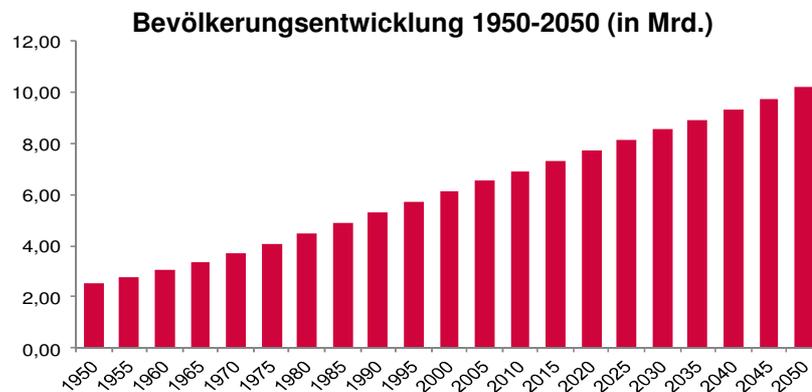
Im Rahmen der Agrar Investment Services stellt die AGRARIUS AG ihr Know-How institutionellen Anlegern als Dienstleistung zur Verfügung. Hier wird u.a. der Abschluss von Managementverträgen für die Analyse und Einkauf, die Auftragsbewirtschaftung und die Verwaltung von landwirtschaftlichen Flächen angestrebt. 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 als Provision am Investitionsvolumen der Vertragspartner. Nach Unternehmensangaben wurden bereits konkrete Verhandlungen zum Ausbau dieses Geschäftsbereiches angestoßen, die zusätzlichen möglichen Umsatzpotenziale hieraus haben wir jedoch in unseren Planungen konservativ nicht berücksichtigt.

Markt und Marktumfeld

Zwar befinden sich die bewirtschafteten Flächen der AGRARIUS AG ausschließlich in Rumänien, dennoch weist die Gesellschaft eine hohe Abhängigkeit zu den globalen Trends der Agrarbranche auf. Langfristige, so genannte Makrotrends, wie etwa die Bevölkerungsentwicklung, eine weltweite Umstellung der Nahrungsgewohnheiten sowie ein begrenztes Flächenangebot sind die wichtigsten Determinanten des weltweiten Agrarmarktes. Hinzu kommt auch eine immer stärker werdende Ressourcen-Konkurrenz mit den alternativen Biokraftstoffen, die einen weiteren Nachfrageanstieg nach Agrarprodukten erwarten lässt. Zusammengefasst lassen diese derzeit vorherrschenden Trends die langfristige Erwartung einer zunehmenden Verteuerung von Agrarprodukten zu. Kurzfristige, vornehmlich klimatische Einflüsse, sind in der nachfolgenden Marktanalyse nicht berücksichtigt.

Bevölkerungsentwicklung und Nahrungsumstellung

Die Nachfrageentwicklung nach Agrarprodukten wird auch zukünftig hauptsächlich durch die weltweite Bevölkerungsentwicklung determiniert werden. Gemäß offizieller UN-Schätzungen dürfte die Weltbevölkerung bis 2050 auf über 10,00 Mrd. ansteigen. Jährlich bedeutet dies ein Wachstum von 82,4 Mio. Menschen. In den aktuellen UN-Schätzungen wurde damit die bisherige Wachstumsdynamik fortgeschrieben.

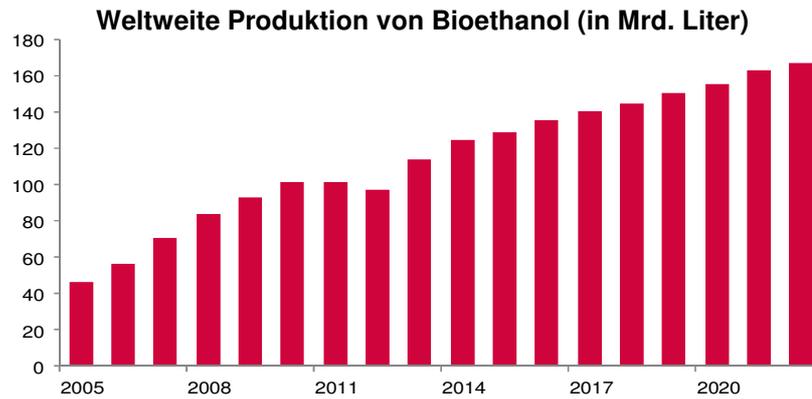


Quelle: United Nations; World Population Prospects: The 2012 Revision; GBC AG

Der daraus abzuleitende Nachfrageanstieg nach Nahrungsmitteln und damit nach Agrarprodukten dürfte zusätzlich durch eine weltweit beobachtbare Umstellung der Nahrungsgewohnheiten verstärkt werden. Ein wesentlicher Faktor hierfür ist die zunehmende Industrialisierung, wodurch tendenziell eine Verschiebung der Nahrungszusammensetzung hin zu tierischen Produkten entsteht. Dies ist insofern für die Agrarindustrie von Bedeutung, als dass rund die Hälfte der globalen Agrarproduktion für Viehnahrung benötigt wird. Darüber hinaus ist der Flächenbedarf für die Produktion der gleichen tierischen Energiemenge deutlich höher als bei Agrarprodukten. Der Anteil tierischer Produkte dürfte gemäß aktueller Statistiken speziell in den Entwicklungsländern zunehmen. Während noch in den Jahren 1969/1971 rund 13,7 kg/p.a./Person Fleisch konsumiert wurde, wird bis zum Jahr 2050 mit einem Anstieg auf 45,5 kg/p.a./Person gerechnet. (Quelle: FAO: World Agriculture Towards 2030/2050; The 2012 Revision)

Konkurrenz Bioenergie

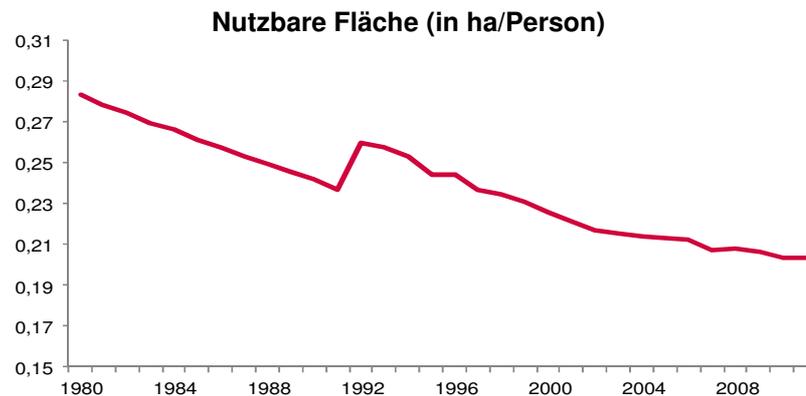
Flankierend hierzu tritt die Produktion von Biokraftstoffen ebenfalls als ein Konkurrent um die knappen Agrarressourcen auf. Getrieben von einem weltweit erhöhten Energiebedarf aber auch durch steigende Rohölkosten, hat sich der Trend zur Energieproduktion aus Agrarprodukten in den letzten Jahren verstärkt. Hauptsächlich die drei großen Hersteller von Biotreibstoffen USA, Brasilien und Europa haben die Produktion auch aufgrund staatlicher Vorgaben und Förderungen erheblich ausgeweitet. Bezeichnend hierfür ist der von der OECD projizierte weltweite Produktionsanstieg von Bioethanol. Bis 2022 sollen weltweit rund 168 Mrd. Liter Bioethanol hergestellt werden. Gegenüber der Vorjahresproduktion (2012: 97,40 Mrd. Liter) bedeutet dies eine signifikante Zunahme um +71,8 %.



Quelle: OECD-FAO: Agricultural Outlook 2013-2022; GBC AG

Begrenztes Flächenangebot

Den genannten Faktoren, die einen Nachfrageanstieg nach Agrarprodukten erwarten lassen, steht jedoch ein nur begrenztes Flächenangebot entgegen. Insbesondere das weltweite Pro-Kopf-Angebot an landwirtschaftlich nutzbaren Flächen dürfte sukzessive weiter zurückgehen. Einerseits ist dies auf die erwartete steigende Bevölkerungszahl sowie andererseits auf den Flächenverlust zurückzuführen. Die absolute Verknappung nutzbarer Flächen ist neben der fortschreitenden Bodenerosion auch auf die so genannte Desertifikation zurückzuführen. Gemäß Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit haben sich die Ackerflächen in den letzten 40 Jahren um rund ein Drittel gemindert. Für den Flächenrückgang sind auch Effekte im Zusammenhang mit der Urbanisierung und dem damit verbundenen Flächenbedarf für die Infrastruktur verantwortlich.



Quelle: Weltbank; GBC AG

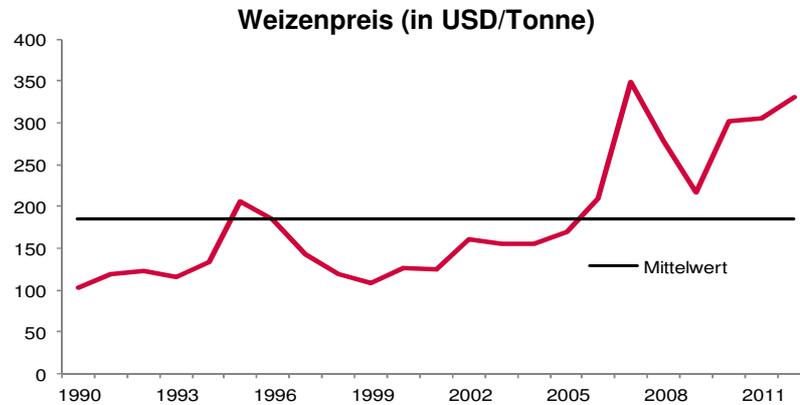
Die aufgezeigte Tendenz einer rückläufigen Entwicklung der Nutzflächen dürfte sich auch künftig fortsetzen. Gemäß Prognosen der FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations) dürfte sich die Pro-Kopf-Nutzfläche bis 2050 weltweit auf 0,18 ha weiter reduzieren.

Produktivitätsanstieg verhinderte bisher massiven Nachfrageanstieg

Dennoch gehen die Statistiken, vornehmlich für die Entwicklungsländer, von einem weiteren Anstieg der Ausbringungsmengen aus. Weltweit dürfte die Erntemenge bis zum Jahr 2030 durchschnittlich um +1,3 % p.a. zulegen. Verantwortlich ist hierfür die angenommene Produktivitätssteigerung, welche sich beispielsweise bei Weizen für rund 81 % (Quelle: FAO) des Mengenanstieges verantwortlich zeigen dürfte. Jedoch wird vielfach von einer so genannten natürlichen Barriere in der technologischen Entwicklung aber auch in der Intensität der Kultivierung von Agrarflächen gesprochen, so dass langfristig die Ausbringungsmenge nicht mehr mit der Nachfrage korrespondieren dürfte. Vor diesem Hintergrund könnte es zu einem deutlichen Nachfrageüberhang an Agrarprodukten kommen, was in Konsequenz Preissteigerungen zur Folge hätte. In der Vergangenheit lassen sich vor diesem Hintergrund tendenziell höhere Preise bei Agrarprodukten beobachten.

Preisentwicklung Agrarrohstoffe

Stellvertretend für die Preisentwicklung von Agrarprodukten haben wir die Preisentwicklung bei Weizen herausgegriffen. Laut aktuellen Statistiken lässt sich speziell in den letzten Jahren ein überdurchschnittlich hohes Preisniveau beobachten. Im vom Ernteaussfällen geprägten vergangenen Kalenderjahr 2012 lag das Preisniveau bei Weizen mit 331,4 US-Dollar/Tonne sogar auf dem zweithöchsten Niveau der letzten zwanzig Jahre:



Quelle: OECD-FAO Database

Diese Tendenz der letzten Jahre sollte sich gemäß Prognosen der OECD auch für die kommenden Jahre fortsetzen. Bis zum Jahr 2020 wird mit einem durchschnittlichen und nachhaltigen Preisniveau von etwa 270 USD/Tonne Weizen gerechnet. In den letzten zwanzig Jahren lag das durchschnittliche Preisniveau mit 184,3 USD/Tonne Weizen deutlich unterhalb des prognostizierten Wertes.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

| GuV (in T€) | GJ 2011 | GJ 2012 | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e |
|----------------------------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Umsatzerlöse | 3.550,14 | 2.344,89 | 3.194,24 | 6.762,01 | 9.892,59 |
| Umsatzkosten | -3.344,34 | -2.580,79 | -2.535,25 | -4.741,69 | -6.879,20 |
| Bruttoergebnis | 205,80 | -235,90 | 658,99 | 2.020,32 | 3.013,39 |
| Vertriebskosten | -74,26 | -45,91 | -75,00 | -90,00 | -120,00 |
| Verwaltungskosten | -905,17 | -1.144,85 | -850,00 | -1.000,00 | -1.100,00 |
| Sonstiges betriebliches Ergebnis | 766,12 | 108,35 | 150,00 | 50,00 | 50,00 |
| Zinserträge | 140,36 | 293,67 | 290,00 | 150,00 | 100,00 |
| Zinsaufwendungen | -407,24 | -509,12 | -512,35 | -320,00 | -350,00 |
| EBT | -274,40 | -1.530,75 | -338,36 | 810,32 | 1.593,39 |
| Steuern | -63,57 | -26,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EAT | -337,98 | -1.556,75 | -338,36 | 810,32 | 1.593,39 |
| Minderheiten | -37,34 | 10,54 | 0,00 | -70,00 | -120,00 |
| Jahresüberschuss | -375,32 | -1.546,22 | -338,36 | 740,32 | 1.473,39 |
| | | | | | |
| EBITDA | 302,73 | -782,81 | 396,35 | 1.650,32 | 2.643,39 |
| in % vom Umsatz | 8,5 | neg. | 12,4 | 24,4 | 26,7 |
| EBIT | -7,52 | -1.315,30 | -116,01 | 980,32 | 1.843,39 |
| in % vom Umsatz | neg. | neg. | neg. | 14,5 | 18,6 |
| Aktienzahl in Tausend Stück | 7.551,60 | 8.051,61 | 13.051,60* | 13.051,60* | 13.051,60* |
| Ergebnis je Aktie in € | -0,05 | -0,19 | -0,03 | 0,06 | 0,11 |
| Dividende je Aktie in € | - | - | - | - | - |

* Aktienzahl (Post Money) unter der Annahme der Platzierung von 5,00 Mio. neuen Aktien (GBC Mid Case)

Geschäftsentwicklung 2012 - Klimatische Bedingungen belasteten Erträge

| in T€ | GJ 2010 | GJ 2011 | GJ 2012 |
|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Umsatzerlöse | 192,13 | 3.550,14 | 2.344,89 |
| Bruttoergebnis | -83,02 | 205,80 | -235,90 |
| EBITDA (Marge) | -721,05 (neg.) | 302,73 (8,5 %) | -782,81 (neg.) |
| EBIT (Marge) | -750,23 (neg.) | -7,52 (neg.) | -1.315,30 (neg.) |
| Jahresüberschuss | -771,12 | -375,32 | -1.546,22 |
| EPS in € | -0,10 ^{*1} | -0,05 ^{*1} | -0,19 ^{*2} |

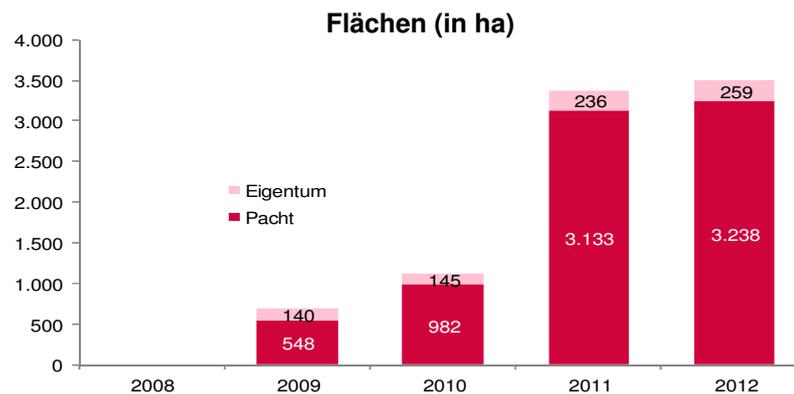
*1 Berechnung des EPS ist auf Basis einer Aktienzahl von 7,55 Mio. vorgenommen worden

*2 Berechnung des EPS ist auf Basis einer Aktienzahl von 8,05 Mio. (Post Money) vorgenommen worden

Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

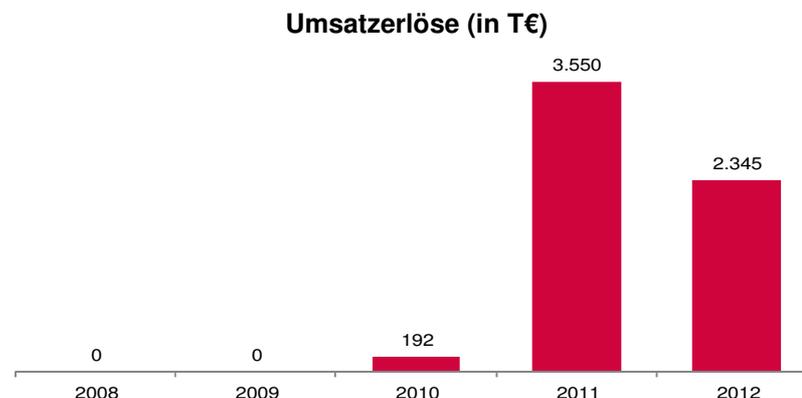
Umsatzentwicklung - Rückläufige Erlöse durch Hitze und Trockenheit in 2012

Die noch in den letzten Geschäftsjahren erreichte hohe Wachstumsdynamik konnte die AGRARIUS AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 nicht fortsetzen. Bezeichnend hierfür steht die nahezu unveränderte Entwicklung der bewirtschafteten Flächen (Eigentumsflächen + Pachtflächen), welche sich zum Stichtag 31.12.2012 auf 3.497 ha (VJ: 3.369 ha) beliefen. Noch im Geschäftsjahr 2011 gelang es der AGRARIUS AG hauptsächlich durch den mehrheitlichen Erwerb der SC Agroindustrialia Tomtim Tomnatic S.A. eine deutliche Flächenausweitung um 2.242 ha umzusetzen:



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Trotz einer nahezu unveränderten Flächenentwicklung reduzierten sich die Umsatzerlöse deutlich auf 2.344,89 T€ (VJ: 3.550,14 T€). Verantwortlich für diese Entwicklung zeichnet sich dabei hauptsächlich eine signifikante Ernteminderung beim Körnermais. Extreme Hitze und Trockenheit haben gemäß Gesellschaftsangaben zu einer Erntemenge geführt, welche um 61 % unterhalb der Unternehmensplanungen lag (2012: 3,2 t/ha; 2011: 7,0 t/ha).



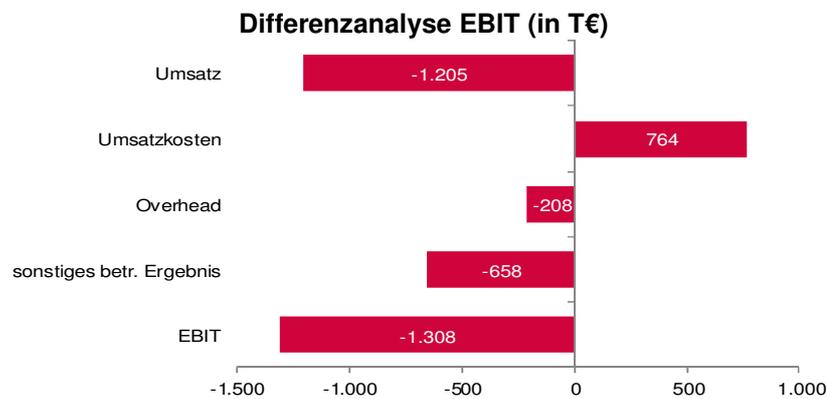
Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Auf Basis von Erfahrungswerten beziffert die Gesellschaft den hieraus stammenden negativen Effekt auf 601,00 T€. Darüber hinaus war die AGRARIUS AG nicht in der Lage an den Preissteigerungen bei Mais zu partizipieren. Vor dem Hintergrund der besseren Planbarkeit und Preisabsicherung hatte die Gesellschaft im Vorfeld Kontrakte zu schlechteren Preiskonditionen abgeschlossen. Die weiteren Kulturen (Winterweizen, Sonnenblume) waren zwar weniger stark von den klimatischen Bedingungen betroffen, konnten jedoch die negativen Effekte beim Maisanbau nicht ausgleichen. Ein weiterer wesentlicher, für die Umsatzreduktion verantwortlicher Faktor, war ein Rückgang der bewirtschafteten Flächen in einem Volumen von 591 ha. Dieser Rückgang ist hauptsächlich auf den Auslauf von Pachtverträgen zurückzuführen.

Ergebnisentwicklung - Kostendeckung durch rückläufige Erträge nicht erreicht

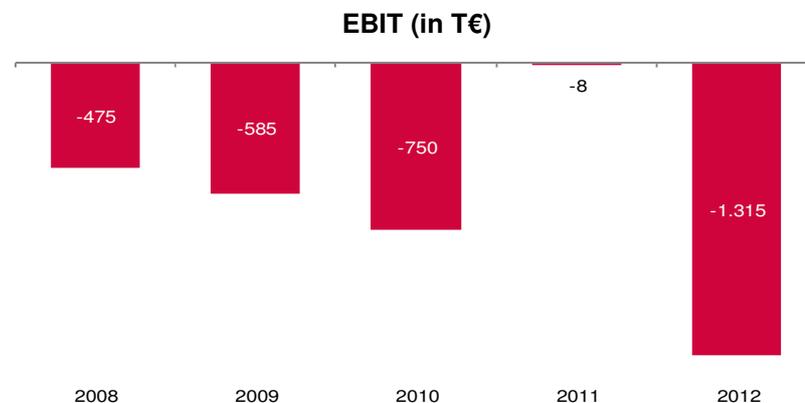
Flankierend zur rückläufigen Umsatzentwicklung haben sich zwar die Umsatzkosten (direkt zurechenbare Kosten für die Ernte, Pachtaufwendungen, Vorratsveränderungen) um -22,8 % auf 2.580,79 T€ (VJ: 3.344,34 T€) gemindert, jedoch nicht im gleichen Maße wie die Umsatzerlöse reduziert. Erwartungsgemäß konnte die AGRARIUS AG damit noch nicht von Skaleneffekten profitieren.

Zugleich legten die Overheadkosten (Vertriebskosten; Verwaltungskosten) auf 1.187,76 T€ (VJ: 979,44 T€) insbesondere aufgrund einmaliger Rechtsberatungsaufwendungen zu, so dass sich das EBIT in Summe auf -1.315,30 T€ (VJ: -7,52 T€) reduziert hat.



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Gemäß obiger Darstellung konnte einerseits die Reduktion der Umsatzkosten die Minderung der Umsatzerlöse nicht auffangen. Darüber hinaus verzeichnete die AGRARIUS AG Mehrbelastungen im Overhead-Bereich sowie ein um 657,77 T€ niedrigeres sonstiges Ergebnis. Auch ist der deutliche Anstieg der Abschreibungen auf 532,49 T€ (VJ: 310,25 T€) erwähnenswert. Folglich hat die AGRARIUS AG das Ziel eines Break-Even auf EBIT-Basis für 2012 verpasst.



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

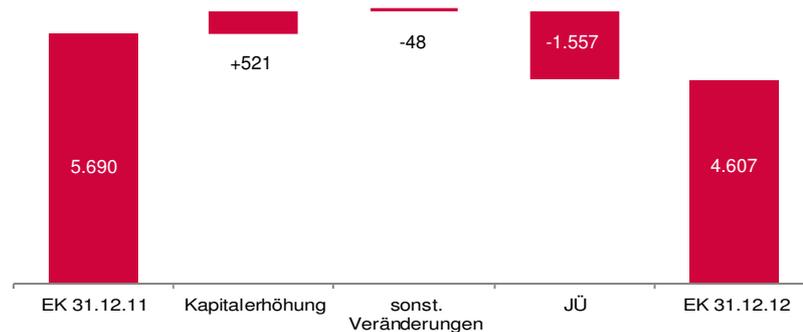
Bilanzielle und finanzielle Situation - Solide Relationen mit EK-Quote iHv 60,3 %

| in T€ | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 |
|---------------------------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital | 3.945,13 | 5.690,49 | 4.607,01 |
| EK-Quote in % | 90,4 % | 77,1 % | 60,3 % |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 515,55 | 4.469,23 | 4.534,98 |
| Working Capital (WC) | -90,44 | 1.551,07 | 1.966,81 |
| Liquide Mittel | 3.520,03 | 799,49 | 204,80 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 0,00 | 1.152,89 | 2.093,71 |

Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Zur Stärkung des Eigenkapitals sowie der Liquiditätsbasis hat die AGRARIUS AG in den vergangenen Geschäftsjahren mehrere Kapitalmaßnahmen durchgeführt. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 wurde durch die Ausgabe von 500.000 Aktien zu einem Ausgabepreis von 1,05 € eine Kapitalerhöhung erfolgreich durchgeführt. Trotz des somit vereinnahmten Bruttoemissionserlöses von 525,00 T€ reduzierte sich das Eigenkapital insbesondere aufgrund des negativen Nachsteuerergebnisses auf 4.607,01 T€ (31.12.11: 5.690,49 T€). An der im Vergleich zum Vorjahr nahezu unveränderten Bilanzsumme stellt beläuft sich die Eigenkapitalquote auf 60,3 % (31.12.11: 77,1 %). Diese Größenordnung ist somit weiterhin als überdurchschnittlich hoch zu werten.

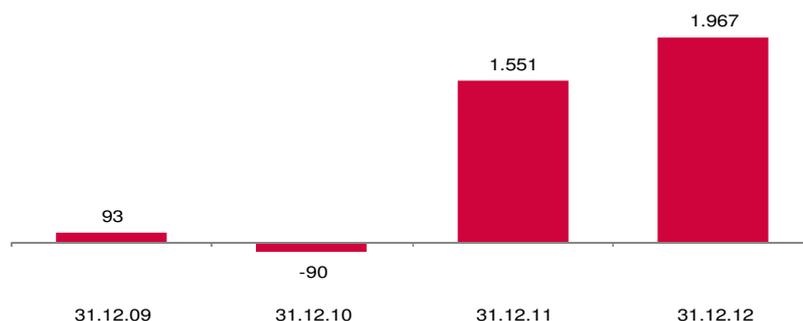
EK-Veränderungsrechnung (in T€)



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 hat die AGRARIUS AG Investitionen in Höhe von 692,43 T€ (VJ: 4.639,25 T€) und damit nur in einem vergleichsweise geringen Umfang getätigt. Demzufolge weist das operative Anlagevermögen mit 4.534,98 (31.12.11: 4.469,23 T€) nur geringe Veränderungen auf. Dem steht jedoch ein Anstieg des Working Capitals (Nettoumlaufvermögen) auf 1.966,81 T€ (31.12.11: 1.551,07 T€) gegenüber. Vornehmlich handelt es sich hierbei um einen Ausbau des Vorratsvermögens (biologische Vermögenswerte, Betriebsmittel) sowie der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.

Working Capital (in T€)



Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Der Anstieg des Working Capitals, die getätigten Investitionen sowie das negative Periodenergebnis hatten in Summe einen Rückgang der Liquidität (Free Cashflow: -2.161,90 T€) zur Folge. Neben der im Dezember 2012 durchgeführten Kapitalerhöhung wurde zur Deckung der Liquiditätsbedürfnisse neues Fremdkapital aufgenommen. Es handelt sich hierbei größtenteils um Bankkredite sowie um Gesellschafterdarlehen. Folglich haben sich die zinstragenden Verbindlichkeiten von 1.152,89 T€ (31.12.11) auf 2.093,71 T€ (31.12.12) erhöht.

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2013 - Erntezeit steht noch bevor

| in T€ | 1.HJ 2012 | 1.HJ 2013 |
|--------------------|---------------------|---------------------|
| Umsatzerlöse | 0,00 | 9,96 |
| Bruttoergebnis | -249,60 | -1,61 |
| EBITDA (Marge) | -504,43 | -184,05 |
| EBIT (Marge) | -760,48 | -463,67 |
| Periodenüberschuss | -914,53 | -588,33 |
| EPS in € | -0,12 ^{*1} | -0,07 ^{*2} |

^{*1} Berechnung des EPS ist auf Basis einer Aktienzahl von 7,55 Mio. vorgenommen worden

^{*2} Berechnung des EPS ist auf Basis einer Aktienzahl von 8,05 Mio. (Post Money) vorgenommen worden

Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Gemäß ihrem Geschäftsmodell weist die AGRARIUS AG sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene eine hohe Saisonalität auf. Insbesondere das erste Halbjahr eines Geschäftsjahres ist dabei von geringen Einnahmen geprägt. Erst im zweiten Halbjahr eines Geschäftsjahres werden nach der Erntezeit Einnahmen aus der Veräußerung von Teilen der Ernte und damit auch der überwiegende Anteil der Mittelzuflüsse erwirtschaftet. Daher lassen sich aus der Analyse der Halbjahreszahlen noch keine Rückschlüsse auf die Entwicklung eines Geschäftsjahres ableiten.

Bezeichnend dafür steht der geringe Umfang der im ersten Halbjahr 2013 erzielten Umsatzerlöse in Höhe von 9,96 T€ (VJ: 0,00 T€). Erwartungsgemäß hat dies nicht zur Deckung der laufenden Aufwendungen ausgereicht, so dass die AGRARIUS AG auf Basis des ersten Halbjahres 2013 ein negatives EBIT in Höhe von -463,67 T€ (VJ: -760,48 T€) präsentiert hat. Erwähnenswert ist jedoch ein allgemeiner Rückgang der Overheadkosten um -21,1 % auf 405,86 T€ (VJ: 514,71 T€). Hier war die Gesellschaft in der Lage besonders im Bereich der Verwaltungsaufwendungen Einsparungen zu erzielen.

Das Bilanzbild der AGRARIUS AG zum 30.06.2013 ist ebenfalls von unterjährigen, saison-typischen Effekten geprägt. Infolge der Flächenbewirtschaftung und der damit eingegangenen Vorleistungen liegt das Working Capital mit 2.518,50 T€ deutlich oberhalb des Niveaus zum Geschäftsjahresende 2012 (1.966,81 T€). Auf Grundlage der damit einhergehenden Bilanzsummenausweitung sowie als Folge des ergebnisbedingten Rückgangs des Eigenkapitals auf 4.067,15 T€ (31.12.12: 4.607,01 T€) hat sich die Eigenkapitalquote auf 50,6 % (31.12.12: 60,3 %) reduziert.

Gemäß aktueller Unternehmensangaben ist die diesjährige Ernteentwicklung positiv verlaufen. Dabei konnten sowohl die Erntemengen der vergangenen Jahre als auch zum Teil die langfristig erwarteten Erntemengen (siehe Seite 15) übertroffen werden:

| Feldfrucht | Ertrag in t/ha |
|--------------|----------------|
| Winterweizen | 5,7 |
| Triticale | 6,0 |
| Sonnenblume | 3,3 |
| Körnermais | 8,5 |
| Soja | 3,4 |
| Sorghum | 6,0 |

Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen - Deutlicher Flächenanstieg erwartet

| in T€ | GJ 2012 | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e |
|------------------|-----------|----------|----------|----------|
| Umsatzerlöse | 2.344,89 | 3.194,24 | 6.762,01 | 9.892,59 |
| Bruttoergebnis | -235,90 | 658,99 | 2.020,32 | 3.013,39 |
| EBITDA | -782,81 | 396,35 | 1.650,32 | 2.643,39 |
| EBIT | -1.315,30 | -116,01 | 980,32 | 1.843,39 |
| Jahresüberschuss | -1.546,22 | -338,36 | 740,32 | 1.473,39 |
| EPS in € | -0,19 | -0,03* | 0,06* | 0,11* |

* Aktienzahl (Post Money) unter der Annahme der Platzierung von 5,00 Mio. neuen Aktien (GBC Mid Case)

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen - Anstieg der Flächen und der Bewirtschaftungserlöse erwartet

Ein wesentlicher Aspekt unserer konkret ausformulierten Umsatz- und Ergebnisprognosen der Geschäftsjahre 2013 - 2015 ist die derzeitige Kapitalerhöhung (erwarteter Nettoemissionserlös bei Vollplatzierung: 9,42 Mio. €), wodurch die AGRARIUS AG über genügend finanziellen Spielraum zur Umsetzung der Wachstumsstrategie verfügen würde. Die geplante Flächenerweiterung auf über 10.000 ha ist dabei ein zentraler Bestandteil der Mittelverwendung.

Der Anstieg der bewirtschafteten Flächen kann unserer Ansicht nach sowohl über einen Ausbau der Pacht- als auch der Eigentumsflächen umgesetzt werden. Angesichts der geringeren Investitionsbedürfnisse bei den Pachtflächen, halten wir einen überdurchschnittlichen Ausbau der Pachtflächen für wahrscheinlich. Wie bereits in den vergangenen Geschäftsjahren dürfte für die AGRARIUS AG der Fokus auf dem Erwerb von landwirtschaftlichen Betrieben (inkl. Pachtflächen) in Rumänien liegen. Damit fallen Investitionen nur beim Erwerb der Betriebsausstattung an, was in Konsequenz einen noch stärkeren Flächenanstieg ermöglicht. Gemäß plausibilisierter Erfahrungswerte fallen beim Flächenerwerb in Rumänien etwa 2.200 €/ha an, wohingegen für die Anpachtung neuer Flächen etwa 300 €/ha aufgewendet werden müssen. Unsere zusammengefasste Erwartung hinsichtlich der künftigen Flächenentwicklung basiert auf einem Basisszenario, wonach die AGRARIUS AG aus der Kapitalerhöhung einen Liquiditätszufluss in Höhe von 5,00 Mio. € verzeichnen kann:

| in ha | GJ 2012 | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Eigentumsflächen | 259 | 259 | 400 | 600 |
| Pachtflächen | 3.238 | 3.238 | 5.279 | 7.728 |
| Summe | 3.497 | 3.497 | 5.679 | 8.328 |

Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Unsere Erwartungen hinsichtlich der Flächenentwicklung berücksichtigen den Ausbau der Pachtflächen als zentralen Bestandteil der Wachstumsstrategie der AGRARIUS AG. Im laufenden Geschäftsjahr 2013 erkennen wir aufgrund der fehlenden Liquidität zunächst noch keine Ausbaupotenziale, so dass wir für das laufende Geschäftsjahr nicht mehr mit einem Anstieg der bewirtschafteten Flächen rechnen. Der bis zum Jahr 2015 geplante Flächenausbau auf 8.328 ha geht mit den Unternehmenserwartungen konform. Die AGRARIUS AG rechnet für die nächsten zwei bis drei Jahre mit einer Vergrößerung auf 10.000 ha.

Die prognostizierte Flächenentwicklung bildet die Grundlage unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen. Zwar beabsichtigt die AGRARIUS AG eine Erweiterung der Geschäftsaktivitäten um den Bereich Agrar Investment Services (Beratungsleistungen für Dritte), dieses Segment haben wir jedoch aus einer konservativen Vorgehensweise heraus nicht berücksichtigt. Laut Unternehmensangaben soll darüber hinaus die Wertschöpfungskette vertieft (Anbau von Gemüse) und verlängert (bspw. Einsatz von Schälmaschinen für Sonnenblumen) werden. Auch diese Vorhaben sind in unseren Prognosen noch nicht berücksichtigt, so dass wir beim Marktfruchtanbau vom derzeitigen Status Quo ausgehen.

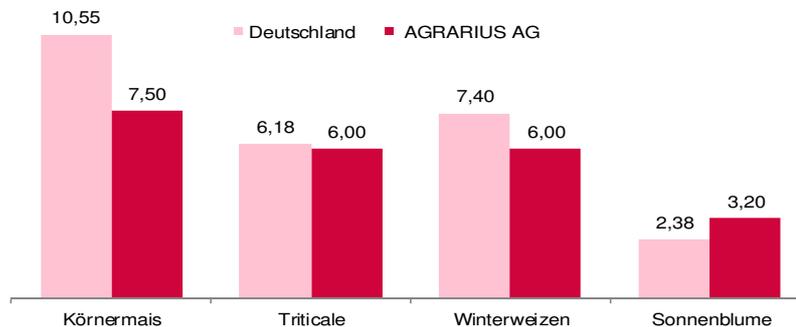
Dementsprechend berücksichtigen wir Umsatzerlöse aus dem Anbau von Winterweizen, Körnermais, Triticale, Sonnenblumen, Soja und Sorghum. Analog zum Flächenausbau dürften die Ertragsmengen in der Prognoseperiode, speziell ab dem Geschäftsjahr 2014, deutlich zunehmen. Folgende Annahmen liegen ab 2014 unseren Erwartungen zugrunde:

| Feldfrucht | Ertrag in t/ha | Preis in €/t | Umsatz in €/ha |
|--------------|----------------|--------------|----------------|
| Winterweizen | 6,0 | 165,00 | 990,00 |
| Triticale | 6,0 | 145,00 | 870,00 |
| Sonnenblume | 3,2 | 380,00 | 1.216,00 |
| Körnermais | 7,5 | 150,00 | 1.125,00 |
| Soja | 2,4 | 380,00 | 912,00 |
| Sorghum | 6,0 | 150,00 | 900,00 |

Quelle: AGRARIUS AG; GBC AG

Gemäß diesen Annahmen beläuft sich der durchschnittliche Ertrag je Hektar auf 1.000,00 €. Die angenommenen Hektarerträge in T/ha sind zudem plausibel. Im Vergleich zu den in Deutschland im Jahr 2012 erzielten Erträgen sind unsere Annahmen sowie die Annahmen der AGRARIUS AG hinsichtlich der Flächenerträge bei den wichtigsten Feldfrüchten (Winterweizen, Triticale, Sonnenblume, Körnermais) als konservativ zu werten. Dies ist unter anderem auf die noch geringere Bewirtschaftungseffizienz der Flächen in Rumänien zurückzuführen. Weitere Ertragssteigerungspotenziale sieht die Gesellschaft jedoch in der bodengerechten Versorgung (Düngung mit Phosphat, Kali) und in der Verbesserung der Bodenkultivierung.

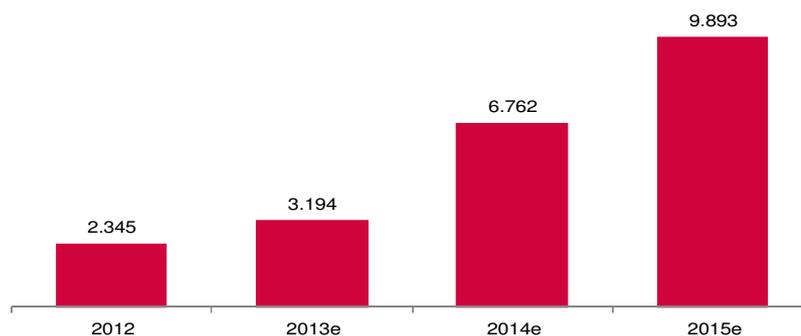
Flächenerträge Deutschland vs. AGRARIUS AG (in T/ha)



Quelle: Statistisches Bundesamt; BMELV; GBC AG

Angesichts der in diesem Geschäftsjahr erreichten Flächenerträge (siehe Seite 13) sind die langfristigen Ertragsannahmen unseres Erachtens plausibel und gut erreichbar. Auf diesen Annahmen aufbauend sowie unter Berücksichtigung der geplanten Kapitalerhöhung, wodurch in unserem Basisszenario Mittelzuflüsse in Höhe von 5.000,00 T€ eingeplant sind, rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 3.194,24 T€ (2013e), 6.762,01 T€ (2014e) sowie 9.892,59 T€ (2015e).

Umsatzerlöse (in T€)

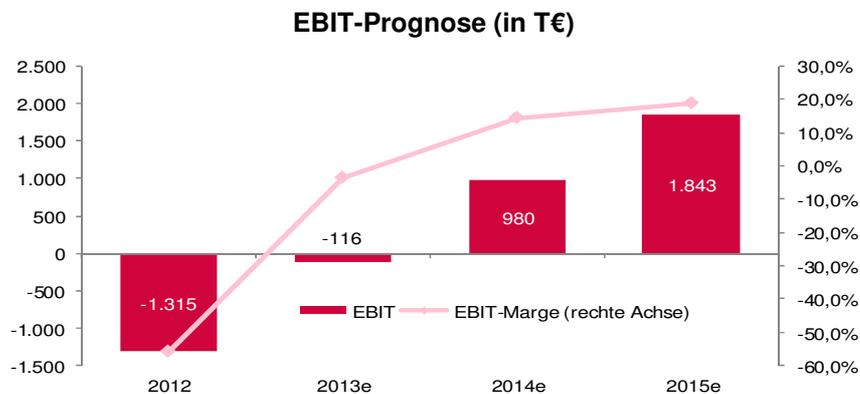


Neben dem Ertrag aus der Flächenbewirtschaftung sind in den Umsatzprognosen Flächenprämien in Höhe von 150 €/ha eingerechnet.

Ergebnisprognosen - Break-Even bereits im laufenden GJ 2013 erwartet

Bei der erwarteten Umsatzausweitung dürfte die AGRARIUS AG sowohl im Bereich der direkt zurechenbaren Umsatzkosten als auch im Bereich der Overheadkosten von Skaleneffekten profitieren. Die Umsatzkosten repräsentieren dabei die Aufwendungen der rumänischen Tochtergesellschaften, die direkt mit der Flächenbewirtschaftung im Zusammenhang stehen. Da die AGRARIUS AG den Betriebsmittelausbau (Landfahrzeuge, Infrastruktur oder Personal) jedoch nicht in der Weise vorantreiben muss wie im Vergleich zum Flächenausbau, rechnen wir hier mit Skaleneffekten. Bemerkbar macht sich dies in einer von uns prognostizierten Verbesserung der Bruttomarge auf 20,6 % (2013e), 29,9 % (2014e) respektive 30,5 % (2015e).

Auch bei den Overheadkosten (Verwaltungskosten, Vertriebskosten, sonstiges betriebliches Ergebnis) erkennen wir ein hohes Skalierungspotenzial. Demnach prognostizieren wir eine deutliche Verbesserung des EBIT auf -116,01 T€ (2013e), 980,32 T€ (2014e) sowie 1.843,39 T€ (2015e). Die für 2015 erwartete EBIT-Marge von 18,6 % dient unserem DCF-Modell als langfristige Orientierungs- und Berechnungsgröße.



Quelle: GBC AG

Im Marktvergleich ist eine nachhaltige und langfristige EBIT-Marge von 17,9 % als gut erreichbar einzustufen. Anhand eines EBIT-Margen-Vergleiches ausgewählter Agrarunternehmen ist die von uns für die AGRARIUS AG unterstellte EBIT-Marge sogar als konservativ zu erachten. Zumal die Gesellschaft bei einem weiteren Flächenwachstum von Skaleneffekten und damit einer Verbesserung der Ergebnisrelationen profitieren dürfte.

| Unternehmen | EBIT-Marge |
|--------------|------------|
| KTG Agrar AG | 26,8 % |
| Astarta N.V. | 16,9 % |
| MPH SA | 27,0 % |

Quelle: GBC AG; Unternehmensinformationen

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die AGRARIUS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013, 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche jährliche 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 26,7 % 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 1,50.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,3 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,50 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,50 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als **Kursziel 1,50 €**.

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 | 26,7% | ewige EBITA - Marge | 19,4% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 10,0% | effektive Steuerquote im Endwert | 16,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 38,4% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in TEUR | estimate | | | consistency | | | | | final Endwert |
|--|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e | GJ 2019e | GJ 2020e | |
| Umsatz (US) | 3194,24 | 6762,01 | 9892,59 | 10189,37 | 10495,05 | 10809,90 | 11134,20 | 11468,22 | |
| <i>US Veränderung</i> | 36,2% | 111,7% | 46,3% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 2,0% |
| <i>US zu operativen Anlagevermögen</i> | 0,64 | 1,21 | 1,49 | 1,49 | 1,49 | 1,49 | 1,49 | 1,49 | |
| EBITDA | 396,35 | 1650,32 | 2643,39 | 2722,60 | 2804,28 | 2888,41 | 2975,06 | 3064,31 | |
| <i>EBITDA-Marge</i> | 12,4% | 24,4% | 26,7% | 26,7% | 26,7% | 26,7% | 26,7% | 26,7% | |
| EBITA | -116,01 | 980,32 | 1843,39 | 2057,60 | 2119,33 | 2182,91 | 2248,39 | 2315,85 | |
| <i>EBITA-Marge</i> | -3,6% | 14,5% | 18,6% | 20,2% | 20,2% | 20,2% | 20,2% | 20,2% | 19,4% |
| Steuern auf EBITA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -329,22 | -339,09 | -349,27 | -359,74 | -370,54 | |
| <i>zu EBITA</i> | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% |
| EBI (NOPLAT) | -116,01 | 980,32 | 1843,39 | 1728,38 | 1780,23 | 1833,64 | 1888,65 | 1945,31 | |
| Kapitalrendite | -1,8% | 14,0% | 21,4% | 16,5% | 16,5% | 16,5% | 16,5% | 16,5% | 15,7% |
| Working Capital (WC) | 2000,00 | 3000,00 | 3800,00 | 3913,74 | 4031,15 | 4152,08 | 4276,65 | 4404,94 | |
| <i>WC zu Umsatz</i> | 62,6% | 44,4% | 38,4% | 38,4% | 38,4% | 38,4% | 38,4% | 38,4% | |
| <i>Investitionen in WC</i> | -33,19 | -1000,00 | -800,00 | -113,74 | -117,41 | -120,93 | -124,56 | -128,30 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 5000,00 | 5600,00 | 6650,00 | 6849,50 | 7054,99 | 7266,63 | 7484,63 | 7709,17 | |
| <i>AFA auf OAV</i> | -512,35 | -670,00 | -800,00 | -665,00 | -684,95 | -705,50 | -726,66 | -748,46 | |
| <i>AFA zu OAV</i> | 10,2% | 12,0% | 12,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | |
| <i>Investitionen in OAV</i> | -977,37 | -1270,00 | -1850,00 | -864,50 | -890,44 | -917,15 | -944,66 | -973,00 | |
| Investiertes Kapital | 7000,00 | 8600,00 | 10450,00 | 10763,24 | 11086,13 | 11418,72 | 11761,28 | 12114,12 | |
| EBITDA | 396,35 | 1650,32 | 2643,39 | 2722,60 | 2804,28 | 2888,41 | 2975,06 | 3064,31 | |
| Steuern auf EBITA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -329,22 | -339,09 | -349,27 | -359,74 | -370,54 | |
| Investitionen gesamt | -1010,56 | -2270,00 | -2650,00 | -978,24 | -1007,85 | -1038,08 | -1069,22 | -1101,30 | |
| <i>Investitionen in OAV</i> | -977,37 | -1270,00 | -1850,00 | -864,50 | -890,44 | -917,15 | -944,66 | -973,00 | |
| <i>Investitionen in WC</i> | -33,19 | -1000,00 | -800,00 | -113,74 | -117,41 | -120,93 | -124,56 | -128,30 | |
| <i>Investitionen in Goodwill</i> | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | -614,22 | -619,68 | -6,61 | 1415,15 | 1457,34 | 1501,06 | 1546,09 | 1592,47 | 22185,70 |

| | | |
|-------------------------------------|-----------|-----------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 15967,77 | 18104,41 |
| <i>Barwert expliziter FCFs</i> | 4214,18 | 5234,21 |
| <i>Barwert des Continuing Value</i> | 11753,59 | 12870,20 |
| Nettoschulden (Net debt) | -2274,79 | -1485,11 |
| Barwert aller Optionsrechte | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Eigenkapitals | 18242,56 | 19589,52 |
| Fremde Gewinnanteile | -13,26 | -14,23 |
| Wert des Aktienkapitals | 18229,30 | 19575,28 |
| Ausstehende Aktien in Tsd. | 13051,601 | 13051,601 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 1,40 | 1,50 |

Kapitalkostenermittlung :

| | |
|---------------------------|-------|
| <i>risikolose Rendite</i> | 2,0% |
| <i>Marktrisikoprämie</i> | 5,5% |
| <i>Beta</i> | 1,50 |
| Eigenkapitalkosten | 10,3% |
| <i>Zielgewichtung</i> | 85,0% |
| Fremdkapitalkosten | 7,0% |
| <i>Zielgewichtung</i> | 15,0% |
| Taxshield | 25,0% |

WACC **9,5%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| | 8,5% | 9,0% | 9,5% | 10,0% | 10,5% |
| 11,7% | 1,37 | 1,28 | 1,21 | 1,15 | 1,10 |
| 13,7% | 1,54 | 1,44 | 1,36 | 1,28 | 1,22 |
| 15,7% | 1,72 | 1,60 | 1,50 | 1,41 | 1,34 |
| 17,7% | 1,89 | 1,76 | 1,64 | 1,54 | 1,46 |
| 19,7% | 2,07 | 1,92 | 1,79 | 1,68 | 1,58 |

Fazit

Erwarteter Flächenanstieg ist bei erfolgreicher KE die Grundlage für das künftige Wachstum

Mit dem Fokus auf der Bewirtschaftung von Eigen- und Pachtflächen in der Banat-Region in Rumänien verfügt die AGRARIUS AG über einen aktuellen Flächenbestand von 3.200 ha. Dabei liegt der Bewirtschaftungsschwerpunkt im konventionellen Anbau von Marktfrüchten, insbesondere von Getreide, Mais und Sonnenblumen sowie deren Vermarktung. In den vergangenen Jahren konnte die Gesellschaft den Ausbau von Flächen, vornehmlich von Pachtflächen, durch Akquisitionen von landwirtschaftlichen Betrieben realisieren.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurden jedoch keine neuen Flächen erworben, so dass der AGRARIUS AG ein nahezu unveränderter Flächenbestand zur Bewirtschaftung zur Verfügung stand. Trotz einer nahezu unveränderten Flächenentwicklung reduzierten sich die Umsatzerlöse aber deutlich auf 2.344,89 T€ (VJ: 3.550,14 T€). Verantwortlich für diese Entwicklung zeichnet sich hauptsächlich eine signifikante Ernteminderung beim Körnermais. Extreme Hitze und Trockenheit haben gemäß Gesellschaftsangaben zu einer Erntemenge geführt, welche um 61 % unterhalb der Unternehmensplanungen lag (2012: 3,2 t/ha; 2011: 7,0 t/ha). Infolge der rückläufigen Umsatzentwicklung war die AGRARIUS AG nicht in der Lage die Gesamtkosten abzudecken, so dass ein Verlust auf Ebene des operativen Ergebnisses (EBIT) von -1.315,30 T€ (VJ: -7,52 T€) ausgewiesen werden musste.

Die künftige Unternehmensentwicklung sollte gemäß Geschäftsstrategie wieder von einem Umsatz- und Ergebniswachstum geprägt sein. Ein wesentlicher Aspekt hierfür ist die geplante Flächenausweitung auf über 10.000 ha in den kommenden zwei bis drei Jahren. Zur Finanzierung dieser Flächenausweitung führt die AGRARIUS AG derzeit eine Kapitalerhöhung in Höhe von 10,00 Mio. € durch. Mit dem Liquiditätszufluss aus dieser Kapitalmaßnahme soll die Wachstumsstrategie umgesetzt werden. Im Fokus steht dabei der Ausbau der Pachtflächen, die mit einem vergleichsweise geringen Investitionsbedarf einhergehen (ca. 300 €/ha). Vor diesem Hintergrund halten wir das geplante Flächenwachstum der Gesellschaft, bei entsprechendem Angebot, für realisierbar.

Auf dieser Grundlage haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2013 - 2015 ausformuliert. Hierbei haben wir lediglich Umsatzerlöse aus dem Anbau von Winterweizen, Körnermais, Triticale, Sonnenblumen, Soja und Sorghum berücksichtigt. Die geplante Erweiterung der Geschäftsaktivitäten um den Bereich Agrar Investment Services (Beratungsleistungen für Dritte), aber auch die geplante Vertiefung und Verlängerung der Wertschöpfungskette (Anbau von Gemüse; Einsatz von Schälmaschinen) sind in unseren Prognosen nicht enthalten. Unter Annahme einer erfolgreichen Kapitalerhöhung, wodurch in unserem Basisszenario Mittelzuflüsse in Höhe von mindestens 5,00 Mio. € eingeplant sind, rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 3.194,24 T€ (2013e), 6.762,01 T€ (2014e) sowie 9.892,59 T€ (2015e). Neben dem Ertrag aus der Flächenbewirtschaftung sind in den Umsatzprognosen Flächenprämien in Höhe von 150 €/ha eingerechnet.

Durch den erwarteten Umsatzanstieg (bei erfolgreicher Kapitalerhöhung) sollte die AGRARIUS AG in der Lage sein sowohl im Bereich der direkt zurechenbaren Kosten als auch im Bereich der Overheadkosten von Skaleneffekten zu profitieren. Demnach prognostizieren wir eine deutliche Verbesserung des EBIT auf -116,01 T€ (2013e), 980,32 T€ (2014e) sowie 1.843,39 T€ (2015e). Die für 2015 erwartete EBIT-Marge von 18,6 % dient unserem DCF-Modell als langfristige Orientierungs- und Berechnungsgröße.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2014 einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 1,50 € ermittelt. Gemessen am aktuellen Kursniveau (XETRA-Kurs vom 08.11.13; 12:00 Uhr) von 0,90 € ergibt sich daraus ein Kurspotenzial von +66,7 % und daher lautet unser 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-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. 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:

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