

## Creditreform Rating-Summary zum Unternehmensrating

### Informationstableau

Ekosem-Agrar GmbH (Konzern)		Rating: <b>BB</b>	PD 1-jährig: <b>1,05%</b>
		Erstellt am:	15.08.2013
Creditreform ID:	7050191997	Gültig bis max.:	14.08.2014
Geschäftsführung:	Stefan Dürr, CEO Wolfgang Bläsi, CFO	Mitarbeiter:	2.865 (Durchschnitt 2012)
		Gesamtleistung 2012:	91,96 Mio. EUR <sup>1</sup>
(Haupt-)Branche:	Haltung von Milchkühen und anderen Rindern, Pflanzenbau		

#### Hinweis:

Zu dieser Rating-Summary wird der Ekosem-Agrar GmbH ein umfassender Ratingbericht inkl. Zertifikat ausgehändigt. Dieser enthält umfassende Informationen zum Rating des Unternehmens. Bei Unstimmigkeiten ist der Ratingbericht maßgeblich. Eine Veröffentlichung der Inhalte des Berichts von Seiten der Creditreform Rating AG ist ausgeschlossen.

### Zusammenfassung

Der Ekosem-Agrar Konzern gehört mit 186.052<sup>2</sup> ha Anbaufläche (davon 100.851 ha Eigentumsfläche) und 41.180 Rindern (davon 16.880 Milchkühen) zu den führenden Agrarbetrieben Russlands. Das Unternehmen betreibt ein integriertes Geschäftsmodell, das neben dem Kerngeschäft Milchproduktion die damit verbundenen Bereiche Ackerbau und Rinderzucht einschließt. Der Ekosem-Agrar Konzern, nach eigenen Angaben der größte Rohmilchproduzent Europas, erzielte im Wirtschaftsjahr 2012 mit durchschnittlich 2.865 Mitarbeitern (Vj. 2.579 Mitarbeiter) eine Gesamtleistung von 91,96 Mio. EUR (Vj. 76,19 Mio. EUR).

Konzernabschluss per 31.12.2012 (IAS/IFRS)	Strukturbilanz (Konzern)	
	2012	2011 <sup>3</sup>
Bilanzsumme	406,79 Mio. EUR	284,82 Mio. EUR
Eigenkapitalquote	25,96%	26,14%
Umsatz	72,28 Mio. EUR	49,27 Mio. EUR
Gesamtleistung	91,96 Mio. EUR	76,19 Mio. EUR
EBT <sup>4</sup>	4,99 Mio. EUR	9,73 Mio. EUR
Gesamtkapitalrentabilität	5,09%	6,81%
Umsatzrentabilität	36,76%	3,25%

Mit dem vorliegenden Rating wird der Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) weiterhin eine befriedigende Bonität attestiert, die im Vergleich zur Branche und zur Gesamtwirtschaft einer durchschnittlichen Beurteilung entspricht. Die Stabilität der Ratingeinschätzung hängt prospektiv stark von endogenen und exogenen Faktoren ab. Hierzu zählen insbesondere die Entwicklung der absoluten und relativen Verschuldungskennziffern und deren Dynamik. Des Weiteren bleiben die Umsatz- und Ergebnisentwicklung sowie die Zusammensetzung des Ergebnisses zu beobachten. Maßgeblich sind neben der Entwicklung der Preise für Agrarrohstoffe sowie der Produktionskosten auch die Kursentwicklung EUR/RUR und die Subventionierungspolitik in Bezug auf die Agrarwirtschaft in Russland.

<sup>1</sup>Die Gesamtleistung setzt sich aus den Positionen Umsatzerlöse und Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen exklusive sonstiger betrieblicher Erträge zusammen.

<sup>2</sup>Daten zum 30.06.2013.

<sup>3</sup>Pro forma Werte für den Zeitraum Januar-Dezember. Bis zum 30.09.2011 hatte die Gesellschaft ein vom Kalenderjahr abweichendes Geschäftsjahr.

<sup>4</sup>Das EBT im Geschäftsjahr 2011 wurde durch einmalige Erträge aus einem „lucky buy“-Geschäft in Höhe von 1,64 Mio. EUR sowie durch außerordentliche Erträge in Höhe von 8,03 Mio. EUR positiv beeinflusst.

## Strukturinformationen

Der Ekosem-Agrar Konzern ist seit über einem Jahrzehnt im russischen Agrarsektor tätig. Der erste landwirtschaftliche Betrieb wurde im Jahr 2001 im südrussischen Bezirk Woronesch eröffnet. Heute fokussiert sich die Tätigkeit des Ekosem-Agrar Konzerns auf sechs regionale Produktionseinheiten.

Die Ekosem-Agrar GmbH mit Sitz in Walldorf fungiert als Obergesellschaft des Konzerns, dabei sind die Herren Stefan Dürr und Wolfgang Bläsi als deren Geschäftsführer bestellt. Mit 51% der Anteile ist Herr Stefan Dürr der Hauptgesellschafter des Unternehmens. Die übrigen Anteile verteilen sich auf sechs Privatpersonen. Für genauere Informationen zur Anteilsverteilung verweisen wir auf den Ratingbericht.

Zurzeit gehören insgesamt 22 Gesellschaften zum Konzern, bei denen die Ekosem-Agrar GmbH unmittelbar oder mittelbar über die Mehrheit der Stimmen verfügt und die einheitliche Leitung ausübt. Seit dem letzten Rating sind weitere Gesellschaften im Zuge der Übernahme von drei landwirtschaftlichen Betrieben in der Region Woronesch sowie durch zwei Neugründungen im Zusammenhang mit dem Aufbau kleiner eigener Milchverarbeitungsanlagen hinzugekommen. Die operative Tätigkeit vollzieht sich ausschließlich in den einzelnen Gesellschaften in Russland. Unternehmensübergreifende Aufgaben wie Einkauf, Vertrieb, Risikomanagement, Rechnungswesen und Controlling sowie IT-Support werden von der OOO „EkoNiva-APK Holding“, einer der russischen Konzerngesellschaften, wahrgenommen und sind in Woronesch zentralisiert. Der Erwerb neuer Anbauflächen sowie das Flächenmanagement der eigenen und gepachteten Flächen werden ebenfalls zentral von Woronesch aus gesteuert. Die Ekosem-Agrar GmbH, Walldorf, übernimmt die strategische Führung und Entwicklung der gesamten Unternehmensgruppe.

Insgesamt sehen wir die Organisationsstrukturen des Ekosem-Agrar Konzerns als zweckmäßig und grundsätzlich zukunftsfähig sowie ausreichend entwickelt an. Sie sind zudem durch regulatorische Besonderheiten in Russland geprägt. Durch weiteres Wachstum in Folge von möglichen Zukäufen verbleiben dennoch neben Synergiechancen auch organisatorische Integrationsrisiken, wobei das Wachstum zumeist an den bestehenden Standorten geplant ist und somit auf vor-Ort-etablierte Managementstrukturen zurückgegriffen werden kann.

## Produkte und Markt

Die Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) ist in der landwirtschaftlichen Urproduktion tätig. Das Unternehmen setzt auf ein integriertes Geschäftsmodell, das neben dem Kerngeschäft Milchproduktion die damit verbundenen Bereiche Ackerbau, Rinderzucht und Fleischproduktion einschließt. Die Konzentration auf den in Russland deutlich unterversorgten Milchmarkt sowie auf Saatgut, Defizitkulturen wie Sojabohnen und Ölsaaten sowie Premiumfleisch eröffnet Marktchancen für den Ekosem-Agrar Konzern und schafft eine gute Wettbewerbsposition.

Ekosem-Agrar gewährleistet eine über das Jahr weitgehend gleichbleibende, saisonunabhängige **Milchproduktion**. Im Vergleich zu den Vorjahren hat dieser Geschäftsbereich deutlich zugenommen. Der Bestand an Milchkühen sowie der gesamte Tierbestand sind angestiegen (vgl. Aktuelle Geschäftsentwicklung) und sollen in Zukunft weiter ausgebaut werden. Der Bestandsaufbau erfolgt sowohl über eigene Nachzucht und lokalen Zukauf als auch über Import von weiblichen Jungtieren. Des Weiteren wird durch den Einsatz des Besamungsmaterials europäischer und nordamerikanischer Hochleistungsbullen das genetische Potenzial der Herde verbessert. Der Tierbestand umfasst vor allem europäische Milchrassen wie Simmentals, Swiss Brown und Holstein. Milch wird unbehandelt an regionale Molkereibetriebe verkauft. Vor dem Hintergrund der erweiterten Milchkuhherde und der stark gestiegenen Milchleistung haben sich auch die Umsatzerlöse aus dem Verkauf frischer Milch deutlich verbessert. Im Wirtschaftsjahr 2012 haben die Umsatzerlöse aus Milchverkauf mit 32,15 Mio. EUR 44,5% der gesamten Umsatzerlöse aus der landwirtschaftlichen Produktion ausgemacht.

Im weiteren Aufbau befindet sich die **Produktion vom Qualitätsrindfleisch**. Bis 2008 wurden in den Betrieben der Ekosem-Agrar GmbH Altkühe geschlachtet und die männlichen Tiere an Mäster verkauft. Seit 2009 hat sich die Rindermast als eigenständiger Betriebszweig in allen milchviehhaltenden Betrieben etab-

liert. Neben Tieren der Zweinutzungs- sowie Milchrassen kommen im Unternehmen auch Kälber der Rassen Hereford und Angus zur Mast. Die Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Vieh- und Tierprodukten im Jahr 2012 bezifferten sich auf 6,3 Mio. EUR.

Im **Ackerbau** wird zunächst der weit überwiegende Anteil des Futters für die Tierhaltung (Mais, Luzerne, Gras und Klee) produziert. Darüber hinaus besteht ein Schwerpunkt in der Produktion und dem Verkauf von Saatgut an landwirtschaftliche Unternehmen. Schließlich werden Getreide sowie technische Kulturen wie Zuckerrüben, Ölsaaten, Kartoffeln und Sojabohnen angebaut. Durch den hohen Grad an Selbstversorgung mit Futter entfällt in der Regel die Notwendigkeit von Zukäufen zu höheren Preisen. Damit wird die Unabhängigkeit von Marktflektuationen erreicht. In diesem Bereich hat das Unternehmen im Jahr 2012 mit einem Wachstum von 83% auf 31,27 Mio. EUR sehr positive Ergebnisse erzielt. Dies ist zum Teil auf die außerordentlich gute Preisentwicklung für Getreide in 2012 zurückzuführen.

Die globale Landwirtschaft sollte künftig wegen der steigenden Weltbevölkerung, bei begrenzter Agrarfläche, gute Rahmenbedingungen für das Ratingobjekt aufweisen. Die zunehmende Nachfrage nach Fleisch- und Milchprodukten erhöht auch die Nachfrage nach Futtermitteln. Der Klimawandel und damit verbundene mögliche Ernterückgänge bzw. -volatilitäten werden künftig ebenfalls Auswirkungen auf die Preisentwicklung für Agrarprodukte haben. Aufgrund der relativ niedrigen Hektarpreise für Agrarland und der vorhandenen (teils unbenutzten) landwirtschaftlichen Flächen im großen Ausmaß sowie eines großen Absatzmarktes, werden in Russland vorteilhafte Bedingungen für Agrarbetriebe geboten. Die bisher nachhaltige staatliche Förderung der Branche hat ebenfalls einen positiven Einfluss auf die Rahmenbedingungen.

Die russische Landwirtschaft befindet sich seit 20 Jahren in einem Umstrukturierungsprozess. Im Verlaufe der neunziger Jahre bis Anfang des abgelaufenen Jahrzehnts sanken die Anbauflächen und die Erträge in der Landwirtschaft. Die meisten Großbetriebe bauten die Herden ab. Der Großviehbestand sank 1991 bis 1998 um mehr als die Hälfte. Dies ging mit einem Kaufkraftschwund in der Bevölkerung für relativ teure Nahrungsmittel wie Fleisch und Milch einher. Seit einigen Jahren sind die Einkommen wieder ansteigend. Die großflächig bewirtschafteten Ackerbaubetriebe konnten in den letzten Jahren beim Getreide, den Ölsaaten und der Zuckerproduktion wieder zulegen. Die Produktion hat aber das Niveau der 1970-1990 Jahre nicht erreicht. Während im Jahr 1992 die gesamte Anbaufläche 115 Mio. ha betrug, belief sie sich in 2012 auf nur noch 76,3 Mio. ha<sup>5</sup>. Heute weist Russland wieder einen Überschuss an Brotgetreide auf und Weizen wird exportiert. Nicht zuletzt resultieren aber die Exporte aus dem starken Rückgang der Binnennachfrage vor dem Hintergrund des Einbruchs des Nutztierbestandes. Derzeit kann die Produktion in der Tierhaltung und beim Gemüse nicht mit der steigenden Nachfrage mithalten. Seit 1990 ist der Viehbestand in Russland von 57,0 Mio. auf 20,1 Mio. Tiere zum Ende des Jahres 2012 zurückgegangen. Nach Angaben des russischen Ministeriums für Landwirtschaft wird rd. 30% des konsumierten Fleisches importiert.

Der Markt für **Rohmilch** wird in Russland noch stark von Erzeugern wie den traditionellen Agrargenossenschaften sowie den privaten Hauswirtschaften dominiert. Von insgesamt rd. 20 Mio. Rindern werden 9 Mio. (Daten zum 31.12.2012) in den Privathaushalten gehalten. Die Milchqualität ist zum Großteil niedrig. Die Milchproduktion bei der zweiten Gruppe nimmt dabei mit zunehmendem Wohlstand und Abwanderung in Großstädte ab. Trotz der verstärkten Subventionierung hat die einheimische Milchproduktion das Niveau der neunziger Jahre noch längst nicht erreicht. Durchschnittlich werden in Russland Milchprodukte mit einem Milchäquivalent von 6-7 Mio. Tonnen pro Jahr importiert, Tendenz steigend. Dies sind insbesondere Käse, Magermilchpulver und Butter. Aufgrund der bestehenden Knappheit auf dem russischen Markt kann der Großteil der Molkereien seinen Bedarf an Rohmilch nicht decken. Der Ekosem-Agrar Konzern hat die Möglichkeit, große Milchmengen guter Qualität saisonunabhängig anzubieten und ist damit ein bevorzugter Milchlieferant für die großen Milchverarbeitungsunternehmen in Russland. Zu den wesentlichen Kunden des Unternehmens zählen die regionalen Großmolkereien, die mittlerweile zum Großteil den internationalen Konzernen wie Danone oder Hochland gehören.

Der russische **Rindfleischmarkt** wird nur zu 70% aus einheimischer Produktion gedeckt. Während im Jahr 1992 insgesamt 3.632 Tsd. Tonnen Rindfleisch produziert wurden, waren es in 2012 1.647 Tsd. Tonnen.

<sup>5</sup>Lt. Bericht der russischen Statistikbehörde Rosstat „Russland in Zahlen, 2013“. Weitere Angaben im Kapitel „Produkte und Markt“ beziehen sich ebenso auf die Daten der Rosstat.

Zudem besteht das einheimische Rindfleisch zu einem großen Teil aus geschlachteten Altkühen minderer Qualität. Die Hälfte des Rindfleisches in Russland wird von privaten Haushalten produziert. Der Anteil des kommerziell produzierten Rindfleisches guter Qualität aus spezialisierten Rindermastanlagen ist noch immer sehr gering.

Die russische Regierung sieht die Landwirtschaft als vorrangigen Bereich der staatlichen Förderung. Nach dem Programm für die Jahre 2008-2012 wurde im Juli 2012 ein neues staatliches Programm für die Regulierung der Märkte für landwirtschaftliche Erzeugnisse, Rohstoffe und Lebensmittel für die Jahre 2013-2020 verabschiedet. Das oberste Ziel dieses Programms ist die Gewährleistung der Selbstversorgung Russlands mit Lebensmitteln und die Unabhängigkeit von Importen. Durch die Förderung der Agrarbetriebe soll ein gutes Investitionsklima für die Entwicklung der Landwirtschaft geschaffen werden. Wichtigste Prinzipien des neuen Programms bleiben die Subventionierung der landwirtschaftlichen Betriebe sowohl aus dem föderalen als auch aus den regionalen Budgets sowie die verstärkte Kreditsubventionierung. Programme zur Entwicklung der Viehhaltung für Fleisch- und Milchproduktion stellen weiterhin einen Schwerpunkt der föderalen Unterstützung dar. Ab dem Jahr 2013 wurde nach dem europäischen Modell ein Teil der zweckgebundenen Subventionen in pauschale Subventionen pro Hektar Agrarland umgewandelt. Für Milchproduzenten wurden außerdem Subventionen pro Liter produzierter Milch eingeführt. Diese Veränderungen in der Vorgehensweise bei der Subventionierung haben bei der Unternehmensgruppe zu Verzögerungen im Abstimmungsprozess mit den Behörden geführt, so dass bestimmte Investitionen etwas nach hinten geschoben wurden. Bei weiterhin fallenden Ölpreisen und einer stagnierenden Nachfrage auf den internationalen Märkten kann nicht ausgeschlossen werden, dass die russische Regierung das verabschiedete Programm nicht in vollem Umfang umsetzen können. Des Weiteren kann diese Förderpolitik vom Fortbestand der aktuellen Regierung abhängig sein. Veränderungen der politischen Rahmenbedingungen sind als Eventualrisiko zu berücksichtigen.

Die staatliche Förderung der Agrarbetriebe war auch einer der zentralen Punkte der Diskussionen im Laufe der Verhandlungen über den Beitritt Russlands zur WTO. Russland hat sich verpflichtet, die Subventionsobergrenze für die Landwirtschaft sukzessive von 9 Mrd. USD in 2012 auf 4,5 Mrd. USD in 2018 zu begrenzen. Die Höhe der tatsächlich bezahlten Subventionen für Agrarbetriebe belief sich allerdings in den vergangenen Jahren auf rd. 4,5-5 Mrd. USD p.a. Das neue Programm für die Landwirtschaft sieht für das Jahr 2013 ein Budget für die Subventionen in Höhe von umgerechnet rd. 5,2 Mrd. USD vor. Über die gesamte Laufzeit des Programms bis 2020 sind rd. 50 Mrd. USD für die Entwicklung der Landwirtschaft bestimmt. Im Rahmen der Mitgliedschaft in der WTO werden u.a. die Zölle für Einfuhren der Milch- und Fleischprodukte gesenkt. Wie das russische Agrarministerium in seiner wöchentlichen Konjunkturübersicht des russischen Agrarmarktes vom 20.06.2013 berichtet, ist im Zuge des WTO-Beitritts insgesamt eine Steigerung der Importzahlen im Bereich Milchproduktion zu verzeichnen. Zum 05.06.2013 waren 15,1% mehr Milch, 8,8% mehr Käse und 85,5% mehr Butter im Vergleich zum gleichen Zeitraum 2012 importiert<sup>6</sup>. Die Verbraucherpreise für einige Milchprodukte sind um 3-5% gesunken. Insgesamt lässt sich festhalten, dass trotz der Erleichterungen der Importbedingungen und der gestiegenen Einfuhren die Preise für Lebensmittel in Russland durch globale Entwicklungen beeinflusst werden und nicht dramatisch sinken. Bei der Ekoniva-Gruppe sind die Verkaufspreise (in Rubel) im Vergleich zum Vorjahr aufgrund der Knappheit der Großlieferanten für Rohmilch trotz dieser Tendenzen gestiegen. Aufgrund der Unterversorgung des Landes mit Rohmilch und Fleisch sehen wir nach wie vor grundsätzlich keine Nachteile für das Unternehmen aus dem WTO-Beitritt Russlands. Die geografische Lage und die Größe des Landes bleiben Markteintrittsbarrieren für die signifikante Steigerung der Importe von Rohmilch.

Insgesamt sehen wir die Marktpositionierung der Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) über die verschiedenen Produkt- und Branchenbereiche als gut bis sehr gut an.

## Strategie

**Intensive Entwicklung des Bereichs Milchproduktion.** Bis zuletzt hat der Ekosem-Agrar Konzern den Bestand an Milchkühen konsequent ausgebaut und die Qualität der Milchkuhherde durch Hochleistungstiere westlicher Rassen verbessert. Die tägliche Milchleistung pro Kuh ist im Vergleich zum letzten Rating

<sup>6</sup> Ohne Importe aus Weißrussland und Kasachstan.

deutlich gewachsen. Mittelfristig plant das Unternehmen ein Wachstum der Milchkuhherde um 30% pro Jahr, so dass in 2015 eine Verdoppelung des Bestands an Milchkühen erreicht wird. In 2012 wurde eine Milchleistung von 84.136 Tonnen erreicht (ggü. Vj. +43%). Die aktuelle Milchleistung beträgt 345 Tonnen pro Tag. Damit ist das Unternehmen nach eigenen Angaben der größte Milchproduzent Russlands. Die tägliche Milchleistung soll bis Ende 2013 auf 390 Tonnen steigen, damit würde eine jährliche Milchleistung von über 120.000 Tonnen erreicht (ein Wachstum von über 40%).

**Ausbau der qualitativ hochwertigen Fleischproduktion.** Die Arbeit an der Erweiterung der Herde als auch die Selbstversorgung mit Tierfutter über die eigenen Anbauflächen sowie vorhandene Lagerkapazitäten erlauben es dem Unternehmen auch die Rindfleischproduktion zu entwickeln. Dabei profitieren die russischen Agrarunternehmen auch in diesem Bereich stark von staatlicher Unterstützung. Diese Faktoren machen die Rindfleischproduktion zu einem vielversprechenden Segment für das Unternehmen und plausibilisieren die strategischen Überlegungen der Geschäftsführung.

**Ausweitung der Produktionskapazitäten.** Im engen Zusammenhang mit den genannten Aspekten ist geplant, die Kapazitäten durch Zukauf von angrenzenden Anbauflächen und ganzen landwirtschaftlichen Betrieben zu erweitern. Das Wachstum soll an den bestehenden Standorten erfolgen, dabei wird das Schwarzerdegebiet in Oblast Woronesch der größte Standort bleiben. Im vergangenen Jahr hat die Gesellschaft die landwirtschaftliche Anbaufläche von 157.900 ha auf 175.778 ha ausgeweitet. Der Anteil der Eigentumsfläche ist von 34,5% auf 53,4% gewachsen und betrug zum 31.12.2012 93.940 ha (Vj. 54.500 ha). Die gesamte bearbeitete Nutzfläche soll bis Ende 2015 auf 238.500 ha gesteigert werden. Mit der Erweiterung der Milchkuhherde soll auch die Anzahl der Milchviehanlagen steigen. Bis Ende 2014 werden gemäß der mittelfristigen Planung insgesamt sechs neue Milchviehanlagen für 12.700 Milchkühe in Betrieb genommen werden. Die Lagerkapazitäten für Getreide und Silage werden ebenfalls verbessert bzw. erweitert.

**Steigerung der Effizienz und Ausschöpfung der Synergiepotenziale in allen Geschäftsbereichen.** Moderne softwarebasierte Unterstützungsprogramme im Ackerbau sowie der Milchproduktion und dem Herdenmanagement zur Optimierung des operativen Geschäfts sind eingeführt. Die so genannten Precision Farming- und Precision Dairy-Systeme schaffen Schnittstellen zum zentralen Informationssystem. Dies ermöglicht eine genaue Auswertung von Daten sowohl für das Rechnungswesen und Controlling. Der technologische Ausbau zur Optimierung des Betriebsmittel-, Maschinen- und Personaleinsatzes wird forciert.

Wir sehen die uns vom Management vorgestellte strategische Ausrichtung des Ekosem-Agrar Konzerns unter Berücksichtigung der Branchensituation und -entwicklungen als grundsätzlich zukunftsfähig und aus unternehmerischer Sicht plausibel an. Dennoch sei angemerkt, dass die geplante Wachstumsstrategie mit einer Erweiterung der Verschuldung im Ekosem-Agrar Konzern einhergeht. Dies kann in Zukunft zu Verschiebungen der Bilanzrelationen führen.

### **Rechnungswesen/Controlling**

Die Rechnungslegung in den einzelnen operativen Gesellschaften in Russland erfolgt nach russischen Standards (RAS) sowie nach IAS/IFRS. Die zentrale Konzernbuchführung ist de facto in Woronesch angesiedelt. Die deutschen Unternehmen erstellen Einzelabschlüsse nach HGB.

Seit dem letzten Rating hat das Unternehmen eine neue Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Ernst & Young GmbH, für die Prüfung des Konzernabschlusses beauftragt. In Abstimmung mit dem Wirtschaftsprüfer wurden die im Konzern angewandten Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze geändert (siehe auch Aktuelle Geschäftsentwicklung und Ausblick). Nach Aussage des Konzernjahresabschlusses erlauben es die neuen Methoden, ein treffenderes Bild über die Vermögens- und Ertragslage des Unternehmens zu verschaffen. Außerdem wird dadurch eine bessere Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmen der Branche gewährleistet.

Zur Abbildung des Geschäftsgeschehens der einzelnen Tochtergesellschaften sowie des Konzerns nutzt die Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) ein insgesamt gut entwickeltes Controlling und Rechnungswesen, das grundlegende Informationen zur Unternehmenssteuerung bereitstellt. Die EDV-technische Anbindung der operativen Betriebe ist gut ausgebaut. Das Unternehmen erstellt jährlich detaillierte Planungsrechnungen.

Die erstellten Planungen sehen wir hinsichtlich der Planungsqualität und –methodik sowie des Detaillierungsgrades als gut an. Allerdings sind aufgrund der Unternehmensspezifika in der Regel unterjährige Planungsanpassungen notwendig. Diese begründen sich durch unvorhersehbare Witterungsverhältnisse, Preisentwicklung für Agrarproduktion sowie durch die Entwicklung des Rubel-Euro-Verhältnisses. Eine mittelfristige Planung ist daher ebenso erschwert. Wir beurteilen das Rechnungswesen und Controlling inkl. der Planungs-, Analyse- und Berichtsaktivitäten der Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) zusammenfassend als zufriedenstellend entwickelt.

## Finanzen

Im Zuge der expansiven Wachstumspolitik hat sich auch die Vermögens- und Finanzlage des Ekosem-Agrar Konzerns im Vergleich zu den Vorjahren geändert, vor allem ist eine rasante Steigerung der Bilanzsumme gegenüber dem Initialrating zu beobachten. Dabei müssen allerdings die geänderten Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze berücksichtigt werden, was einen direkten Vergleich über mehrere Jahre erschwert. In der folgenden Tabelle wird die Entwicklung ausgewählter kumulierter Bilanzpositionen (auf Basis strukturierter Bilanzen) dargestellt, die aus den o.g. Gründen nur die letzten zwei Bilanzstichtage umfasst.

Ekosem-Agrar GmbH (Konzern), in Mio. €	31.12.11 Ist	31.12.12 Ist
Bilanzsumme	284,82	406,79
Eigenkapital	74,47	105,61
Eigenkapitalquote, %	26,14	25,96
Langfristige (über 5 Jahre) Verbindlichkeiten	15,24	87,25
Mittelfristige Verbindlichkeiten	101,65	126,36
Kurzfristige Verbindlichkeiten	93,26	87,57

Zur Entwicklung des Konzern-Eigenkapitals ist anzumerken, dass ein wesentlicher Anteil der Gewinnrücklagen (66,25 Mio. EUR zum 31.12.2012, Vj.: 42,38 Mio. EUR) auf die Neubewertungsrücklage (ca. 63 Mio. EUR, Vj.: 43,19 Mio. EUR) entfällt. In die Neubewertungsrücklage werden nach Regelungen der IAS/IFRS-Beträge eingestellt, die bei der Neubewertung von Grundstücken und Gebäuden zu ihren beizulegenden Zeitwerten entstehen. Die Bewertung wird durch unabhängige Gutachter mittels Vergleichsverfahren mit tatsächlichen Markttransaktionen durchgeführt. Aufgrund der Schätzungsunsicherheiten und des großen Anteils der Neubewertungsrücklage im Eigenkapital sehen wir Risiken einer deutlichen Abwertung des Eigenkapitals bei unvorteilhafter Entwicklung der Marktpreise für Immobilien in Russland. Da die Neubewertung ausschließlich für Zwecke der Erstellung des Konzernabschlusses gemäß IFRS erfolgt, hat diese keine steuerliche Auswirkung. Zwar haben wir bei der Erstellung der strukturierten Jahresabschlussdaten auf eine Bereinigung des Eigenkapitals um die Neubewertungsrücklage verzichtet, aus analytischer Sicht ist diese jedoch differenziert zu betrachten. Im Rahmen der Harmonisierung der Rechnungslegungsvorschriften (HGB vs. IAS/IFRS) mit dem Ziel der analytischen Gleichbehandlung der Unternehmen ist die relativierende Berücksichtigung im Gesamtratingergebnis angezeigt. Zudem ist die analytische Qualität dieser Position zu hinterfragen. Wertabschläge auf diese Position sind im Rahmen unserer Tätigkeit üblich. Allerdings sehen wir Gründe, die eine Teilerücksichtigung der Neubewertungsrücklage im Eigenkapital rechtfertigen. Da die Ackerflächen oft über Anteilsscheine von Privatpersonen oder Kleinbetrieben erworben werden, steht der Prozess der Vermessung und Definition sowie katasteramtlichen Eintragung zum Erwerbszeitpunkt noch aus. Nach Abschluss dieses Prozesses kann davon ausgegangen werden, dass den Grundstücken tatsächlich ein höherer Marktwert beigemessen werden kann. Dank der deutlichen Steigerung der Neubewertungsgrundlage für die in 2012 erworbenen Grundstücke ist das absolute Eigenkapital ebenso gestiegen und die analytische Eigenkapitalquote trotz der starken Ausweitung der Bilanzsumme nur geringfügig von 26,14% auf 25,96% zurückgegangen.

Die Entwicklung der Bilanz macht die ausgeprägte Kapitalintensität des Geschäftsmodells der Ekosem-Agrar GmbH deutlich. Die Bilanzsumme hat im Vergleich zum 31.12.2011 um 121,97 Mio. EUR bzw. um ca. 43% zugenommen. Durch die Erweiterung der Herde, den Bau von neuen Milchviehanlagen und den Er-

werb neuer Landflächen sowie ganzer landwirtschaftlicher Betriebe ist vor allem das Anlagevermögen (das nach dem Wechsel des Wirtschaftsprüfers auch Jungtiere umfasst) von 222 Mio. EUR zum 31.12.2011 auf 322 Mio. EUR zum 31.12.2012 gestiegen. Das Umlaufvermögen hat sich im gleichen Zeitraum von 63 Mio. EUR auf 85 Mio. EUR erhöht. Gleichzeitig sind auch die Verbindlichkeiten von 210 Mio. EUR zum 31.12.11 auf 301,18 Mio. EUR zum 31.12.2012 deutlich gestiegen. Unter den lang- und mittelfristigen Verbindlichkeiten sind die beiden im März und im Dezember 2012 emittierten Anleihen ausgewiesen, die insgesamt mit 110 Mio. EUR valutieren. Der Großteil der emittierten Anleihen (ca. 30 Mio. EUR aus der ersten und 40 Mio. EUR aus der zweiten Emission) wurde für die Optimierung der Finanzierungsstruktur und für die Rückführung der nicht subventionierten Euro-Kreditverbindlichkeiten verwendet (Passivtausch).

Zur Finanzierung der Investitionen und des Umlaufvermögens stehen dem Unternehmen außerdem Kredite bei den russischen Banken Sberbank, MKB-Bank, Rosselhozbank und UniCredit Bank zur Verfügung. Die gesamte Bankverschuldung ist zum 31.12.2012 gegenüber dem Vorjahr im Zuge der Anleiheemissionen und Ersetzung einiger Bankverbindlichkeiten durch Anleihemittel zurückgegangen, von 177 Mio. EUR auf 148 Mio. EUR. Im Zuge des Wachstums sowie der Finanzierung der Ackerbestellung im Frühling 2013 wurden zusätzliche Finanzfazilitäten bei den russischen Banken in Anspruch genommen, so dass die Gesamtverschuldung gegen Banken zum 30.06.2013 wieder auf umgerechnet 157 Mio. EUR gestiegen ist. 15 Mio. EUR von neu aufgenommenen Krediten sind im Herbst 2013 nach der Ende der Agrarsaison zurückzuführen. Umgerechnet rd. 140 Mio. EUR stellen subventionierte Kredite dar, 17 Mio. EUR (11% der Restverschuldung gegenüber Banken) sind zu allgemeinen Konditionen aufgenommen. Im Geschäftsjahr 2012 hat der Konzern 10,12 Mio. EUR Zinssubventionen vom Staat bekommen. Für das laufende Jahr wird das gleiche Volumen von Zinssubventionen geschätzt. Nach der Verrechnung mit den Zinssubventionen betragen die Finanzaufwendungen 14,5 Mio. EUR (Jan.-Dez. 2011: 10,5 Mio. EUR). Somit ist die Zinsbelastung im Ekosem-Agrar Konzern als relativ hoch einzuschätzen.

Die Bestandsveränderungen machen branchen- und wachstumsspezifisch einen relativ hohen Anteil der Gesamtleistung aus. Da sie naturgemäß nicht zu einem Liquiditätszufluss in der betrachteten Periode führen, bleiben die operativen Cashflows trotz der guten Ertragslage negativ. Dies verdeutlicht, dass das Unternehmen im Zuge des geplanten Wachstums bisher auf neue Finanzierungsalternativen angewiesen ist und dass die Gesamtverschuldung in Zukunft weiter steigen wird. Dadurch sehen wir ein erhöhtes Risiko, dass zur Rückführung der Anleihemittel eine Anschlussfinanzierung notwendig sein könnte, da dies aus den eigenen Mitteln als nicht oder nur im begrenzten Umfang möglich erscheint.

Bei den Schwankungen bzw. sich im letztem Jahr abzeichnenden allgemeinen Abschwächung des Rubels gegenüber dem Euro resultiert aus der Begebung beider Anleihen für den Ekosem-Agrar Konzern ein erhöhtes Währungsrisiko, da alle Umsatzerlöse in Rubel generiert werden. Dieses Risiko lässt sich teilweise dadurch relativieren, dass die Inlandspreise für Agrarprodukte ebenso von den Weltmarktpreisen beeinflusst werden und bei einer Rubel-Abwertung in der Regel auch die Preise für Agrarprodukte in Rubel steigen sollten. Währungsabsicherungsgeschäfte werden seitens des Konzerns nicht getätigt. Dies führt dazu, dass die Jahresabschlüsse der vergangenen Jahre hohe Währungsgewinne und -verluste auswiesen. Im Geschäftsjahr 2012 waren im Ekosem-Agrar Konzern Währungsgewinne im finanziellen Bereich in Höhe von rd. 2 Mio. EUR zu verzeichnen. Seit dem Jahresende 2012 ist der Euro/Rubel Kurs deutlich von rd. 40 auf zuletzt rd. 44 Rubel pro Euro angestiegen, so dass sich dieses Risiko zu verschärfen droht. In dieser Situation würde sich aus Bonitätssicht eine Geschäftspolitik der Verbesserung der Liquiditätslage und Schaffung der Liquiditätsreserven gegenüber einer expansiven Wachstumsstrategie als stabilisierend erweisen.

Die Ekosem-Agrar GmbH verfügt über eine geordnete, rollierende Finanzplanung inklusive Kapitalflussrechnung. Die finanzwirtschaftliche Abbildung der Planungen auf Monatsbasis hat einen Horizont von einem Jahr. Die Finanzplanung berücksichtigt die kurzfristigen Vorhaben den Finanz- und Investitionsbereich betreffend.

Das Debitorenmanagement im Unternehmen ist angemessen ausgebaut. Die Zahlungsfristen, insbesondere im Bereich Milchproduktion, sind relativ kurz und die Salden relativ niedrig. Mit Milchabnehmern werden jedes Jahr Rahmenverträge abgeschlossen, teilweise konnten mit diesen Vorauszahlungen vereinbart werden.

Es existiert eine wechselseitig bindende Entnahmevereinbarung zwischen den Gesellschaftern, wonach für die Laufzeit der Anleihen zum Zwecke der Innenfinanzierung der Ekosem-Agrar GmbH die ausgewiesenen Gewinne/Jahresüberschüsse vollständig im Wege der Gewinnthesaurierung einbehalten werden. Das stellt ein zusätzliches Sicherheitspolster für eventuelle ergebnisschwache Jahre dar. Das Unternehmen hält nach eigenen Angaben in den Kreditverträgen verankerten Covenants umfänglich ein. Im Rahmen der Anleiheemission hat sich das Unternehmen zudem zur Einhaltung weiterer Covenants verpflichtet (z.B. Change of Control-Klausel).

## Risiken

Der russische Markt ist als sehr dynamisch und volatil zu bezeichnen. Neben den allgemeinen sowie landesspezifischen Risiken beinhaltet er auch Chancen und verspricht den potenziellen Investoren teilweise bessere Renditen im Vergleich zu Europa. Das Management der Ekosem-Agrar GmbH wägt diese, soweit erkennbar, risikoorientiert gegeneinander ab. Alle wesentlichen das Unternehmen betreffenden Entwicklungen werden regelmäßig analysiert und die möglichen Folgen für das Unternehmen herausgearbeitet. Zum Großteil erfolgt die Überwachung von Risiken durch tägliche Maßnahmen eines rechnungslegungsbezogenen internen Kontrollsystems.

Wesentliche operative Risiken sind im Ekosem-Agrar Konzern über Versicherungen abgedeckt. Das Unternehmen hat Tierhaftpflicht-, Gebäude-, Transport- und Maschinenversicherungen abgeschlossen, die in der Regel Haftungsausschlüssen unterliegende Höchstbeträge beinhalten. Der sich noch entwickelnde russische Markt bietet jedoch nicht alle Möglichkeiten des Versicherungsschutzes, wie z.B. Vermögensschadenhaftpflicht- oder Betriebsunterbrechungsversicherung, die für die deutsche Unternehmenspraxis üblich sind. Aus diesem Grund kann nicht ausgeschlossen werden, dass Verluste entstehen, die über die Art und den Umfang des bestehenden Versicherungsschutzes hinausgehen.

Zu den Risikofeldern für die Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) gehören unter anderem folgende:

- Besondere Abhängigkeit der Landwirtschaft von Umwelt- und Witterungsbedingungen;
- eventuelle Tiererkrankungen trotz umfangreicher Kontroll- und Vorbeugungsmaßnahmen;
- ausgeprägte Saisonalität im Bereich Pflanzenanbau;
- die Geschäftstätigkeit der Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) könnte von staatlichen Eingriffen in den Markt beeinträchtigt werden;
- Politikänderungsrisiko in Bezug auf die Förderung für Agrarbetriebe;
- Bewertungsrisiken bei landwirtschaftlichen Flächen;
- Zinsrisiken;
- großer Vorfinanzierungsbedarf von Aussaat bis Ernte, Rinderhaltung ebenso sehr kapitalintensiv;
- Währungsrisiken;
- bei schwankenden Marktpreisen signifikante ergebnisrelevante Risiken bei der Bewertung von Tierbeständen und anderen biologischen Vermögensgegenständen;
- Abhängigkeit von der Schlüsselperson Herrn Stefan Dürr;
- haftungsrechtliche (Eventual-)Risiken aus Bürgschaften;
- Eventualrisiken aus den regulatorischen Rahmenbedingungen, der Rechtssicherheit und des Fortbestandes der politischen Verhältnisse.

Als ein wesentliches Unternehmensrisiko ist zudem die in den letzten Jahren deutlich angestiegene Verschuldung des Konzerns anzusehen. Zwar ist diese branchen-, markt- und landesspezifisch, insbesondere mit Blick auf die forcierte Expansionsstrategie, als nachvollziehbar anzusehen, allerdings steigt mit der weiteren Verschuldung und bei den zu beobachtenden langen Amortisationszeiten der Investitionen das Liquiditäts- und Ertragsrisiko. Eine weiterhin expansive Investitions- und Verschuldungspolitik kann eine Veränderung der Bonitätseinschätzung mit sich bringen.



## Aktuelle Geschäftsentwicklung und Ausblick

Nachdem das russische Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den Jahren 2010 und 2011 um jeweils 4,3% gewachsen ist, betrug das Wachstum in 2012 3,4%<sup>7</sup>. Rund 3,3 Prozentpunkte des Wachstums des BIP waren nach Angaben der Sberbank dem Privatkonsum zu verdanken. Im ersten Quartal 2013 belief sich das BIP-Wachstum lt. russischer Statistikbehörde Rosstat auf 1,6%. Vor dem Hintergrund eines niedrigen Beitrags zum BIP-Wachstum der substanziellen Sektoren der Wirtschaft wie Handel, Baugewerbe und Transport sowie eines negativen Beitrags der Industrie haben sowohl die russischen Behörden als auch die internationalen Organisationen ihre Prognosen für das Jahr 2013 korrigiert. Der IWF hat im Juni 2013 bekannt gegeben, dass das BIP-Wachstum im Jahr 2013 nur noch mit 2,5% statt mit den im Januar kalkulierten 3,6% prognostiziert wird<sup>8</sup>. Der Rückgang in den Kapitalinvestitionen sowie die sinkende Außennachfrage sind die Hintergründe des verlangsamten Wachstums. Analytiker konstatieren eine noch immer erhöhte Anfälligkeit der russischen Wirtschaft für externe Schocks, wie z.B. einen starken und anhaltenden Rückgang der Ölpreise oder weitere Kapitalabflüsse.

Seit dem letzten Rating (Februar 2013) hat die Ekosem-Agrar GmbH den testierten Konzernabschluss für das Geschäftsjahr 2012 vorgelegt. Die positive Geschäftsentwicklung wurde danach bestätigt, wenngleich wichtige Unterschiede gegenüber den zum letzten Analysezeitpunkt noch vorläufigen Werten festzustellen sind, vor allem aufgrund der geänderten Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze. Diese Änderungen sind nach Empfehlungen und in Abstimmung mit der neuen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Ernst & Young GmbH, vorher Rödl & Partner GmbH) vorgenommen worden und sollen die Vermögens- und Ertragslage des Unternehmens treffender darstellen sowie einen besseren Vergleich mit Abschlüssen anderer Unternehmen der Branche ermöglichen. Die geänderten Grundsätze wurden bei der Bilanzierung und Bewertung von selbst erstellten Futtermitteln, von Milchkühen sowie von mehrjährigen und einjährigen Pflanzen angewandt. Des Weiteren werden nun die Färsen als langfristige biologische Vermögenswerte klassifiziert. Für weitere Informationen zur geänderten Bilanzierungs- und Bewertungsmethodik sowie deren Auswirkungen auf die Bilanz und auf die Ertragslage der Ekosem-Agrar GmbH verweisen wir auf den Konzernabschluss der Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2012. Wir leiten von den geänderten Bewertungsgrundsätzen keinen Bedarf der Ratinganpassung ab und werten die Tatsache, dass nun nach Aussage des Konzernjahresabschlusses die Zahlenwerte des Konzerns mit Zahlen anderer Unternehmen der Branche besser vergleichbar sind, insgesamt positiv.

Die folgende Tabelle zeigt die Geschäftsentwicklung der Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) für die letzten zwei Geschäftsjahre anhand ausgewählter Kennwerte an. Bis zum 30.09.2011 hatte die Ekosem-Agrar GmbH ein vom Kalenderjahr abweichendes Wirtschaftsjahr, das am 30.09. endete. Um eine Vergleichbarkeit mit den Geschäftszahlen für 2012 und eine Darstellung für jeweils volle 12 Monate zu gewährleisten, wurden die Daten von Oktober bis Dezember des Rumpfgeschäftsjahres 2011 durch die Daten von Januar bis September 2011 ergänzt. Dementsprechend handelt es sich bei den Daten für 2011 um pro-forma-Zahlen. Werden die Zahlenwerte der Gewinn- und Verlustrechnung für das Kalenderjahr 2011 zum Zeitpunkt des letzten Ratings (Februar 2013) mit den aktuellen Zahlenwerten verglichen, so erkennt man, dass die Abweichungen vor allem die Position „Bestandsveränderungen“ betreffen. Insgesamt ergibt sich dadurch für den Konzern eine bessere Ertragslage im Geschäftsjahr 2011.

Ekosem-Agrar GmbH (Konzern), in Mio. €	2011 Ist <sup>9</sup>	2012 Ist
Umsatz	49,27	72,28
Wert- und Bestandsveränderung	26,92	19,68
Gesamtleistung	76,19	91,96
EBITDA	22,40	32,89
EBIT	12,15	17,23
EBT <sup>10</sup>	9,73	4,99
EAT	8,86	6,21

<sup>7</sup> Hier und weiter siehe Berichte des Zentrums für makroökonomische Studien der Sberbank vom 04.02.2012, 24.06.2013.

<sup>8</sup> Russian Federation—Concluding Statement 2013 Article IV Consultation Mission vom 17.06.2013

<sup>9</sup> Pro forma-Werte für den Zeitraum Januar-Dezember 2011

<sup>10</sup> Im Gj. 2011 war das Jahresergebnis durch außerordentliche Erträge aus den aufgegebenen Geschäftsbereichen in Höhe von 8,03 Mio. EUR sowie durch einmalige Effekte aus einem lucky-buy-Geschäft in Höhe von 1,64 Mio. EUR.

Grundsätzlich muss verdeutlicht werden, dass es aufgrund der Unternehmensspezifika einige Quellen von Schätzungs-/Bewertungsunsicherheiten bei der Jahresabschlussstellung geben kann. Letztendlich können diese Effekte einen positiven als auch negativen Einfluss auf die Ertragslage und auf das Bilanzbild des Konzerns haben. Im Wesentlichen betreffen die Schätzungsunsicherheiten den Fertigstellungsgrad sowie das Volumen von pflanzlichen Agrarprodukten und deren Marktpreise sowie die Bewertung von Tiervermögen. Zwar werden die Marktpreise stets auf Basis von unabhängigen Wertgutachten ermittelt, und der Fertigstellungsgradermittlung liegen die gesammelten Erfahrungswerte zugrunde, trotzdem ist das Risiko von Anpassungen in späteren Perioden als beträchtlich einzuschätzen und hatte sich bei der Ekosem-Agrar GmbH in der Vergangenheit bereits realisiert.

Im Vergleich zu den pro-forma-Vorjahreszahlen konnte die im Rahmen des Ratings im Februar 2013 festgestellte positive Geschäftsentwicklung im Ekosem-Agrar Konzern bestätigt werden. Die Umsatzerlöse aus der Agrarproduktion sind um 47% auf 72,28 Mio. EUR, die Gesamtleistung um 21% auf 91,96 Mio. EUR gestiegen. Das gestiegene Geschäftsvolumen ist zu einem wesentlichen Teil auf den Ausbau des Bestandes an Milchkühen zurückzuführen. Zum 31.12.2012 ist dieser auf 15.489 Tiere (31.12.2011: 11.685, 30.09.2011: 10.369) gestiegen. Der gesamte Tierbestand belief sich zum 31.12.2012 auf 39.100 Rinder (31.12.2011: 28.549, 30.09.2011: 27.469). Hinzu kommt, dass die durchschnittliche tägliche Milchleistung pro Milchkuh im Jahr 2012 im Vergleich zum Vorjahr von 18,25 Liter auf 20,62 Liter gesteigert wurde. Diese Ergebnisse sind auf die genetische Verbesserung der Herde durch weitere Tierimporte, auf die konsequente Zuchtarbeit in der bestehenden Herde, auf die verbesserten Arbeitsprozesse und auf das steigende Know-how des Unternehmens zurückzuführen. Betrug der Anteil an Hochleistungstieren westlicher Rassen zum 31.12.2010 38% des Bestands an Milchkühen, so ist er zum 31.12.2011 auf 49% und zum 31.12.2012 auf 60% gewachsen. Die jährliche Milchleistung konnte dadurch überproportional um 57% auf 84.133 Tonnen erhöht werden (Vj: 53.331 Tonnen). Die Umsatzerlöse aus der **Milchproduktion** sind im Ekosem-Agrar Konzern insgesamt im Vergleich zum Geschäftsjahr 2011 um 41% von 22,8 Mio. EUR auf 32,15 Mio. EUR gestiegen. Die Entwicklung im Geschäftsbereich **Getreide und sonstige Agrarprodukte** ist ebenso als sehr positiv zu werten. Hier wurden insgesamt Umsatzerlöse in Höhe von 31,27 Mio. EUR und damit eine Erhöhung um 83% erzielt (Gj. 2011: 17,0 Mio. EUR). Die Umsatzerlöse aus der **Rindfleischproduktion** und Verkauf von Schlachtkühen sind mit 6,3 Mio. EUR (Gj. 2011: 4,9 Mio. EUR) um 29% gestiegen.

Im Zuge des Wachstums haben sich auch die **Aufwandspositionen** geändert. Die jährlichen Abschreibungen sind um 53% auf 15,66 Mio. EUR, die sonstigen Aufwendungen um 25% auf 17,71 Mio. EUR gestiegen. Mit einem Anstieg von 6% auf 20,62 Mio. EUR war die Erhöhung der Personalkosten moderat. Die staatlichen **Subventionen** beeinflussen die Tätigkeit des Ekosem-Agrar Konzerns wesentlich. Zum einen werden diese produktionsabhängig bezahlt – in Abhängigkeit von produzierter Milch und gehaltenen Tieren. Zum anderen werden Investitionszuschüsse für den Bau von Milchviehanlagen und den Kauf von Färsen sowie Zinszuschüsse gewährt. Der Betrag der öffentlichen Zuschüsse belief sich im Jahr 2012 auf 13,3 Mio. EUR (Gj. 2010/2011: 4,6 Mio. EUR). Der starke Anstieg gegenüber dem Vorjahr resultiert zum großen Teil aus Zuschüssen für den Erwerb von Zuchtfärsen. Der zugehörige Aufwand spiegelt sich in der Bestandsveränderung wider. Hinzu kamen Zinszuschüsse i.H.v. 10,1 Mio. EUR (Gj. 2010/2011: 7,1 Mio. EUR). Die Zinszuschüsse sind jeweils über die gesamte Kreditlaufzeit zugesichert und obwohl nicht operativ, als relativ sicherer Ertrag anzusehen. Durch Zinszuschüsse für Agrarunternehmen wird das im Vergleich zu Europa sehr hohe Zinsniveau bei den russischen Banken relativiert. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte auf 32,89 Mio. EUR ausgeweitet werden (das um Einmaleffekte bereinigte EBITDA für Januar-Dezember 2011 betrug 20,76 Mio. EUR). Insgesamt wurden im Jahr 2012 ein Betriebsergebnis (EBIT) von 17,23 Mio. EUR und ein EBT von 4,99 Mio. EUR erzielt. Der Jahresüberschuss von 6,21 Mio. EUR kommt durch die positive Auswirkung von latenten Steuern im Jahr 2012 zustande. Bei den Agrarunternehmen werden in Russland keine Einkommenssteuern erhoben.

Allerdings bleibt anzumerken, dass ein wesentlicher Teil der Gesamtleistung im Ekosem-Agrar Konzern auf Wert- und Bestandsveränderung an biologischen Vermögenswerten und landwirtschaftlichen Produkten entfällt, die keinen unmittelbaren Zufluss an Liquidität bedeuten und nach unserer Meinung, wie oben erwähnt, Bewertungsrisiken beinhalten können. Dies führt zudem dazu, dass die Gesellschaft trotz der guten Ertragslage negative operative Cashflows erzielt und beim weiteren Ausbau des Flächen- und Tierbestandes auf zusätzliche externe Finanzierung angewiesen ist.

Der Forecast für 2013 berücksichtigt die neuen Bewertungsgrundsätze sowie die tatsächliche Leistung im ersten Halbjahr, wie die Aussaatfläche, die erwarteten Hektarerträge und die erreichte Milchleistung. Danach sollen die Umsatzerlöse weiter ansteigen sowie die Ertragslage sich verbessern. Die prognostizierten Umsatzerlöse aus dem Pflanzenbau sowie aus der Fleischproduktion wurden gegenüber der uns im Februar vorgelegten Planung reduziert, wohingegen die erwarteten Umsätze im Bereich Milchproduktion über den

ursprünglichen Werten liegen. Wesentliche Veränderungen gegenüber dem ursprünglichen Plan sind im Bereich der erwarteten Subventionen zu verzeichnen. Das Subventionsvolumen, sowohl die Investitionszuschüsse als auch die Zinssubventionen betreffend, wird auf Basis der geplanten und bei den russischen Behörden angekündigten Investitionen ermittelt. Aufgrund der sich im Geschäftsjahr 2013 abzeichnenden Verzögerungen im Abstimmungsprozess mit den Behörden wird die Realisierung einiger Investitionsvorhaben in die kommenden Jahre verschoben. Diese Situation werten wir allerdings insgesamt unkritisch, da dadurch das gegenüber der Ertragslage überproportionale Wachstum der Bilanzsumme und damit einhergehend die steigende Kapitalintensität sich verlangsamen sollten. Bei dem insgesamt gestiegenen Geschäftsvolumen infolge der in den Vorjahren getätigten Investitionen sollten sich in dieser Situation die Ertrags-, Liquiditäts- und Finanzlage tendenziell verbessern.

Aufgrund der uns vorliegenden Daten zur aktuellen Geschäftsentwicklung halten wir das weitere Wachstum in 2013 für erreichbar. Besonders positiv verläuft die Entwicklung im Bereich Milchproduktion, dem Kerngeschäft des Unternehmens. Der Bestand an Milchkühen wurde zum 30.06.2013 weiter auf 16.880 ausgebaut. Dank der verbesserten Prozesse in der Tierhaltung, des steigenden Know-how des Personals sowie der steigenden Qualität der Herde konnte die durchschnittliche Milchleistung pro Kuh für den Zeitraum Januar-Juni 2013 nochmals deutlich auf 22,92 Liter pro Tag gesteigert werden (Januar-Juni 2012: 20,95 Liter pro Tag). Die durchschnittliche tägliche Milchleistung im ersten Halbjahr 2013 belief sich konzernübergreifend auf 324 Tonnen. Somit ist die Ekoniva-Gruppe nach eigener Angabe der größte Milchproduzent Russlands. Die Gesamtmilchleistung im ersten Halbjahr 2013 betrug 58.701 Tonnen (1Hj. 2012: 41.379 Tonnen) und stieg somit um 41% gegenüber der gleichen Periode des Vorjahres. Für das Gesamtjahr 2013 plant die Gesellschaft eine Milchleistung von über 120.000 Tonnen Milch ein, was angesichts der bisherigen Leistungsdynamik als realisierbar erscheint. Die Entwicklung der Milchpreise stellt sich für den Ekosem-Agrar Konzern ebenso positiv dar. Während sich der durchschnittliche Milchpreis im Zeitraum Januar-Juni 2012 auf 17,73 Rubel pro Liter belief, lag der aktuelle Preis im gleichen Zeitraum 2013 bei durchschnittlich 18,47 Rubel pro Liter. Relativierend ist allerdings anzumerken, dass der Kurs RUB/EUR seit Ende 2012 deutlich gestiegen ist<sup>11</sup>. Insgesamt sind die Umsatzerlöse aus der Milchproduktion im Zeitraum Januar-Juni 2013 im Vergleich zum Vorjahr um rd. 40% auf 24,6 Mio. EUR gestiegen (Januar-Juni 2012: 17,5 Mio. EUR). Die Anbaufläche wurde seit Ende 2012 von 175.778 ha auf 186.052 ha zum 30.06.2013 erweitert. Davon sind 100.851 ha Eigentumsfläche (31.12.2012: 93.940 ha). Nach Forecast-Zahlen für 2013 sollen die Umsatzerlöse aus der Milchproduktion insgesamt um rd. 50% steigen. In sonstigen Geschäftsbereichen geht die Gesellschaft von einem moderaten Wachstum aus.

Bei der Beurteilung der insgesamt stabilen Finanzsituation ist anzumerken, dass der Konzern bedingt durch die Landesspezifika über keine klassischen Kontokorrentlinien, die nach Bedarf kurzfristig in Anspruch genommen werden können, verfügt. Die Kredite für Finanzierung des Umlaufvermögens sowie die Investitionskredite sind voll besichert und die Aufnahme von neuen Finanzmitteln hängt von der Lage des Unternehmens ab, den Banken zusätzliches Vermögen als Sicherheiten zur Verfügung zu stellen. Der Bankenspiegel des Konzerns wies zum 30.06.2013 ein Guthaben i.H.v. rd. 767 Tsd. EUR aus. Die Verbindlichkeiten aus Investitionsdarlehen summierten sich zum selben Datum auf 107,7 Mio. EUR (31.12.2012: 114,8 Mio. EUR) und sind primär mittelfristiger Natur. Die Darlehen für die Finanzierung des Umlaufvermögens betrugen 49,58 Mio. EUR (31.12.2013: 32,8 Mio. EUR). Letztere haben sich im Zuge der Saisonfinanzierung zur Bestellung der Ackerflächen im Vergleich zum Jahresende 2012 erhöht und sind teilweise im Herbst 2013 nach der Erntezeit zurückzuführen. Die off-balance-Verbindlichkeiten bestanden ausschließlich in Form von langfristigen Pachtverträgen für landwirtschaftliche Nutzfläche. Die Risiken aus den gegenüber dem letzten Rating weiter gestiegenen Finanzverbindlichkeiten sind derzeit vor dem Hintergrund des stark ausgebauten Geschäftsvolumens, insbesondere im Kerngeschäft des Konzerns, relativiert. Zur Verringerung des Zinsaufwands und zur Wachstumsfinanzierung hat die Holding Ekosem Agrar GmbH seit dem Initialrating zwei Anleihen (1. Anleihe 50 Mio. €, 2. Anleihe 60 Mio. €) über das Mittelstandssegment der Börse Stuttgart emittiert. Beide Anleihen konnten voll platziert werden und wurden laut dem Management des Konzerns zum größten Teil (über 60%) zur Ablösung teurerer (nicht zins-subsidierter) Kredite verwendet<sup>12</sup>. Vor dem Hintergrund des strategischen Ausbaus des Geschäftes und der Branchenspezifika einer hohen Kapitalintensität sowie langen Investitions- und Amortisationszyklen, als auch dem Ziel der Optimierung des Finanzergebnisses, halten wir die Anleiheemissionen für nachvollziehbar. Dies ungeachtet beurteilen wir die absolute Verschuldung des Konzerns als relativ hoch. So lag die Net Debt/EBITDA-ratio zum 31.12.2012 bei rd. 8 Jahren. Allerdings sind weitere Investitionen nach Aussage des Managements von der Verfügbarkeit der Subventionen abhängig, ohne Investitionszuschüsse und Zinssubventionen ist es

<sup>11</sup> Durchschnittlicher Kurs am 31.12.2012 40,3 RUR, am 08.08.2013 44,0 RUR für 1 EUR, [www.finanzen.net](http://www.finanzen.net).

<sup>12</sup> Bzgl. der weiteren Verwendung sowie weiterer Aspekte des Finanzmanagement des Konzerns betreffend, verweisen wir auf Kapitel 4.6 dieses Berichts.

nicht geplant, die Wachstumsstrategie mit teuren Krediten zu Allgemeinkonditionen zu forcieren. Aktuell gehen wir für einen Großteil der vorhandenen Finanzierungselemente von einem Anschlussfinanzierungsbedarf aus.

Bei der Beurteilung der Unternehmenszahlen ist zudem zu beachten, dass das Eigenkapital des Konzerns durch eine Erhöhung der Neubewertungsrücklage positiv beeinflusst ist, was ebenfalls nicht dem operativen Geschäft entspringt und auch kein Liquiditätszufluss bedeutet. Insofern sind die Kennzahlen des Konzerns in Gänze differenziert zu betrachten.

## Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass die uns vom Mandanten zur Verfügung gestellten Dokumente und Informationen vollständig sind sowie deren Inhalt korrekt ist und dass vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

## Kontakte

Creditreform Rating AG  
Hellersbergstraße 11  
D-41460 Neuss  
Telefon: +49 (0) 2131 / 109-626  
Telefax: +49 (0) 2131 / 109-627  
E-Mail: [info@creditreform-rating.de](mailto:info@creditreform-rating.de)  
[www.creditreform-rating.de](http://www.creditreform-rating.de)  
Vorstand: Dr. Michael Munsch  
Aufsichtsratsvorsitzender: Prof. Dr. Helmut Rödl  
HR Neuss B 10522

Ekosem-Agrar GmbH  
Johann-Jakob-Astor-Str. 49  
D-69190 Walldorf  
Telefon: +49 (0) 6227-8890-300  
E-Mail: [info@ekosem-agrar.de](mailto:info@ekosem-agrar.de)  
[www.ekosem-agrar.de](http://www.ekosem-agrar.de)  
Geschäftsführer: Stefan Dürr , Wolfgang Bläsi  
HRB 351797 AG Mannheim