

## Creditreform Rating-Summary zum Unternehmensrating

### Informationstableau

Ekosem-Agrar GmbH (Konzern)		Rating: <b>BB</b> (eingeschränkt) <sup>1</sup>	PD 1-jährig: <b>1,05%</b>
		Erstellt am:	26.02.2013
Creditreform ID:	7050191997	Gültig bis max.:	25.02.2014
Geschäftsführung:	Stefan Dürr, CEO Wolfgang Bläsi, CFO	Mitarbeiter:	2.858
		Gesamtleistung 2012:	94,3 Mio. EUR <sup>2</sup>
(Haupt-)Branche:	Haltung von Milchkühen und anderen Rindern, Anbau einjähriger Pflanzen		

#### 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 175.778 ha Anbaufläche (davon 93.940 ha Eigentumsfläche) und 39.946 Rindern (davon 15.672 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. Vorläufigen Informationen zufolge erzielte der Ekosem-Agrar Konzern im Wirtschaftsjahr 2012 mit durchschnittlich 2.858 Mitarbeitern (Vj. 2.412 Mitarbeiter) eine Gesamtleistung von 94,30 Mio. EUR (Vj. 68,39 Mio. EUR).

Vorläufige Konzernbilanz und -GuV per 31.12.2012 (IAS/IFRS)	Strukturbilanz (Konzern)	
	2012	2011 <sup>3</sup>
Bilanzsumme	367,21 Mio. EUR	273,48 Mio. EUR
Eigenkapitalquote	23,86%	22,92%
Umsatz	68,52 Mio. EUR	49,27 Mio. EUR
Gesamtleistung	94,30 Mio. EUR	68,39 Mio. EUR
Jahresüberschuss/-fehlbetrag <sup>4</sup>	9,03 Mio. EUR	-1,25 Mio. EUR
Gesamtkapitalrentabilität	5,97%	4,48%
Umsatzrentabilität	13,18%	-12,85%
Cashflow zur Gesamtleistung	23,97%	5,86%

Mit dem vorliegenden Rating wird der Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) eine (eingeschränkte) befriedigende Bonität attestiert, die im Vergleich zur Branche und zur Gesamtwirtschaft einer durchschnittlichen Beurteilung entspricht. Im Vergleich zum letzten Rating ergab sich eine Rückstufung (Downgrade) um eine Stufe (Notch).

<sup>1</sup> Die Einschränkung des Ratingergebnisses begründet sich damit, dass das vorliegende Rating auf vorläufigen, nicht testierten Werten für das Geschäftsjahr 2012 basiert und die Erfahrung gezeigt hat, dass beachtlicher Wertanpassungsbedarf entstehen kann.

<sup>2</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>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> Der Jahresüberschuss im Geschäftsjahr 2011 wurde durch einmalige Erträge aus einem „lucky buy“-Geschäft in Höhe von 1,64 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 56% der Anteile ist Herr Stefan Dürr der Hauptgesellschafter des Unternehmens. Die übrigen Anteile verteilen sich auf acht Privatpersonen. Für genauere Informationen zur Anteilsverteilung verweisen wir auf das Summary zum Initialrating.

Zurzeit gehören insgesamt 18 Gesellschaften zum Konzern, bei denen die Ekosem-Agrar GmbH unmittelbar oder mittelbar über die Mehrheit der Stimmen verfügt und die einheitliche Leitung ausübt. 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 (inkl. Futterproduktion), Rinderzucht und Fleischproduktion einschließt.

Der Konzern gewährleistet eine über das Jahr weitgehend gleichbleibende, saisonunabhängige **Milchproduktion**. Der Bestand an Milchkühen sowie der gesamte Tierbestand wurden sowohl über eigene Nachzucht und lokalen Zukauf, als auch über den Import von weiblichen Jungtieren weiter gesteigert. Des Weiteren wird durch den Einsatz von Besamungsmaterial westlicher Hochleistungsbullen das genetische Potenzial der Herde verbessert. 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 34,33 Mio. EUR (Gj. 2010/2011: 20,83 Mio. EUR) 50% der gesamten Umsatzerlöse aus der landwirtschaftlichen Produktion ausgemacht.

Im weiteren Aufbau befindet sich die **Produktion vom Qualitätsrindfleisch**. Die Rindermast hat sich seit 2009 als eigenständiger Betriebszweig etabliert. Die Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Vieh- und Tierprodukten im Jahr 2012 beziffern sich auf 4,4 Mio. EUR (Gj. 2010/2011 4,05 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 Marktfluktuationen verbessert. In diesem Bereich hat das Unternehmen im Jahr 2012 mit einem Wachstum von 150% auf 29,82 Mio. EUR sehr positive Ergebnisse erreicht.

Die globale Landwirtschaft sollte künftig wegen der steigenden Weltbevölkerung, bei begrenzter Agrarflä-

che, 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 2010 auf einem deutlich niedrigeren Niveau von 75 Mio. ha<sup>5</sup>. Heute weist Russland wieder einen Überschuss an Brotgetreide auf und Weizen wird exportiert. Derzeit kann die Produktion in der Tierhaltung und beim Gemüse nicht mit der steigenden Nachfrage mithalten. 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. Die Milchqualität ist zum Großteil niedrig, die Produktion nicht immer zuverlässig und stark granuliert. Die Milchproduktion bei der zweiten Gruppe nimmt dabei mit zunehmendem Wohlstand und der Urbanisierung ab. Trotz der verstärkten Subventionierung hat die einheimische Milchproduktion das Niveau des Jahres 1990 noch längst nicht erreicht. In Russland werden Milchprodukte mit einem Milchäquivalent von 6-7 Mio. Tonnen pro Jahr importiert, Tendenz steigend. 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 wie Danone oder Hochland.

Der russische **Rindfleischmarkt** wird nur zu 70% aus einheimischer Produktion gedeckt. 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 eine vorrangige Branche der staatlichen Förderung. Die russische Regierung hat 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. Programme zur Entwicklung der Viehhaltung für Fleisch- und Milchproduktion stellen weiterhin einen Schwerpunkt der föderalen Unterstützung dar. Der Ekosem-Agrar Konzern erhält Fördermittel vom föderalen sowie von regionalen Haushalten in Form von Zins- und Investitionszuschüssen und -zulagen. Mitunter kann diese Politik in dieser Form 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. Insofern lassen

<sup>5</sup> Hier und weiter Angaben von der Homepage der Russischen Geographischen Gesellschaft und der wöchentlichen Konjunkturübersichten des russischen Landwirtschaftsministeriums von 15.01.2013 und 05.02.2013

sich aus diesen Begrenzungen keine besonderen Wachstumsrisiken für die russische Landwirtschaft in den kommenden Jahren ableiten. 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. Vor diesem Hintergrund sind nach Angaben des russischen Agrarministeriums die Importe von Milch und Milchprodukten im Jahr 2012 im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Die Verbraucherpreise sind ebenso gestiegen (Milch um 8,6%, Butter um 4,1%, Rindfleisch 8,6%, Käse -2,1%). 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 tendenziell steigen. Aufgrund der Unterversorgung des Landes mit Rohmilch und Fleisch sind grundsätzlich keine Nachteile für das Unternehmen aus dem WTO-Beitritt zu erwarten. 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 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 84.133 Tonnen erreicht (ggü. Vj. +57%). Die aktuelle Milchleistung beträgt 304 Tonnen pro Tag. Damit ist das Unternehmen nach eigenen Angaben der größte Milchproduzent Russlands. Die tägliche Milchleistung soll bis Ende 2013 auf 350 Tonnen pro Tag steigen, damit würde eine jährliche Milchleistung von über 120.000 Tonnen erreicht (ein Wachstum von rd. 43%).

**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 diese 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 sowie nach IAS/IFRS. Die zentrale Konzernbuchführung ist de facto in Woronesch angesiedelt. Die deutschen Unternehmen erstellen Einzelabschlüsse nach HGB.

Zur Abbildung des Geschäftsgeschehens der einzelnen Tochtergesellschaften sowie des Konzerns nutzt die Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) ein gut entwickeltes Controlling und Rechnungswesen, das alle grundlegenden Informationen zur Unternehmenssteuerung übersichtlich bereitstellt. Die EDV-technische Anbindung der operativen Betriebe ist gut ausgebaut. Das Unternehmen erstellt jährlich detaillierte Planungsrechnungen. Die mittelfristige Investitionsplanung hat einen Horizont von drei Jahren. Die erstellten Planungen sehen wir hinsichtlich der Planungsqualität und –methodik sowie des Detaillierungsgrades als gut an. Die für eine detaillierte und vollständige Planung notwendigen Komponenten (inkl. finanzieller Aspekte, Entwicklung der Preise für landwirtschaftliche Produktion) werden berücksichtigt und Prämissen sind in sinnvoller Form eingeflossen. 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 Konzerns im Vergleich zu den Vorjahren geändert, wobei die bereinigte Eigenkapitalquote sich leicht verbessert hat. Die folgende Tabelle zeigt die zeitliche Entwicklung ausgewählter Bilanzpositionen (auf Basis strukturierter Werte). Zur Entwicklung des Konzern-Eigenkapitals ist anzumerken, dass ein wesentlicher Anteil der Gewinnrücklagen (60,87 Mio. EUR zum 31.12.2012; Vj. 44,98 Mio. EUR), auf die Neubewertungsrücklage (ca. 58 Mio. €) entfällt. In dieser werden nach IAS/IFRS-Standards Beträge eingestellt, die bei der Neubewertung von Grundstücken und Gebäuden zu ihren Marktwerten entstehen. Die Bewertung wird durch unabhängige Gutachter durchgeführt. Aufgrund der Schätzungsunsicherheiten und des großen Anteils im Eigenkapital sehen wir Risiken einer deutlichen Abwertung des Eigenkapitals bei unvorteilhafter Entwicklung der Marktpreise in Russland. 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 Ratingergebnis 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 (Teil-)Berücksichtigung 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.

Ekosem-Agrar GmbH (Konzern)	30.09.10 Ist	30.09.11 Ist	31.12.11 Ist	31.12.12 Ist (vorl.)
Bilanzsumme, Mio. €	156,24	258,70	273,48	367,21
Eigenkapital, Mio.€	35,14	59,88	62,69	87,61
Eigenkapitalquote, %	22,49	23,15	22,92	23,8
Langfristige (über 5 Jahre) Verbindlichkeiten, Mio.€	0,11	37,59	29,5	89,5
Mittelfristige Verbindlichkeiten, Mio. €	52,06	88,56	87,85	126,58
Kurzfristige Verbindlichkeiten, Mio. €	68,94	72,68	93,4	63,52

Die Entwicklung der Bilanz macht die ausgeprägte Kapitalintensität des Geschäftsmodells der Ekosem-Gruppe und das rasante Bilanzsummenwachstum deutlich. Die Bilanzsumme hat sich im Vergleich zum 30.09.2010 und somit innerhalb von zwei Jahren mehr als verdoppelt. Durch die Erweiterung der Herde, den Bau von neuen Milchviehanlagen und den Erwerb neuer Landflächen sowie ganzer landwirtschaftlicher Betriebe ist vor allem das Anlagevermögen von 101,8 Mio. EUR zum 30.09.2010 auf 256,54 Mio. EUR zum 31.12.2012 gestiegen. Dabei hat sich das Umlaufvermögen im gleichen Zeitraum von 54,44 Mio. EUR auf 110,67 Mio. EUR erhöht. Gleichzeitig sind auch die Verbindlichkeiten von 121,11 Mio. EUR zum 30.09.10 auf 279,6 Mio. EUR zum 31.12.2012 deutlich gestiegen. Die Bilanzrelationen haben sich dergestalt geändert, dass der Anteil an lang- und insbesondere mittelfristigen Verbindlichkeiten deutlich zugenommen hat und die kurzfristigen Verbindlichkeiten leicht zurückgegangen sind, was wir für sich genommen positiv beurteilen, da die Struktur der Passivseite auch in Bezug auf die Aktivseite stabilisiert wird. 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 Rückführung der nicht subventionierten Euro-Kreditverbindlichkeiten verwendet (Passivtausch).

Zur Abdeckung des kurzfristigen Liquiditätsbedarfs sowie zur Finanzierung der Investitionen stehen dem Unternehmen außerdem Kredite bei den russischen Banken Sberbank, MKB-Bank und Rosselhozbank zur Verfügung. Die gesamte Bankverschuldung ist im Zuge der Anleiheemission und Ersetzung einiger Bankverbindlichkeiten durch Anleihemittel leicht zurückgegangen und belief sich zum 31.12.2012 auf rd. 148 Mio. EUR (30.09.2011: 169 Mio. EUR). Davon waren 114,8 Mio. EUR ausstehende Verbindlichkeiten aus Investitionsdarlehen und 32,8 Mio. EUR aus Finanzierung des Umlaufvermögens zu verzeichnen. Der Großteil der Verbindlichkeiten (73,08 Mio. EUR) hatte einen mittelfristigen Charakter. Rund 29,5 Mio. EUR hatten eine Laufzeit von mehr als 5 Jahren. Die Mehrheit der Kreditverbindlichkeiten valutiert auf Rubel, umgerechnet ca. 20 Mio. EUR von der gesamten Verschuldung gegenüber Kreditinstituten sind EUR- und USD-Kredite. Die Liquidität wird im Wesentlichen in den russischen Tochterunternehmen gehalten. Von den gesamten Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten stellten 145,8 Mio. EUR zinssubventionierte Kredite dar. Der durchschnittliche Zinssatz für solche Kredite nach Zinssubventionen beträgt 2-3%. Im Wirtschaftsjahr 2012 betrug diese Art der Subventionierung im Ekosem-Agrar Konzern 9,7 Mio. EUR (Gj. 2010/2011: 7,1 Mio. EUR). Die Zinsbelastung ist im Geschäftsjahr 2012 weiter gestiegen. Im Geschäftsjahr 2012 betragen die Finanzaufwendungen nach der Saldierung mit Zinssubventionen 12,9 Mio. EUR (GJ. 2010/2011: 8,13 Mio. EUR). Trotz der zum Teil subventionierten Kredite sehen wir die Zinsbelastung als hoch an.

Trotz der guten Ertragslage haben die Bestandsveränderungen einen hohen Einfluss auf die Cashflows, da diese naturgemäß nicht zu einem Liquiditätszufluss in der betrachteten Periode führen. Mitunter kann dies zu einem negativen operativen Cashflow führen. Dies verdeutlicht, dass das Unternehmen im Zuge des geplanten Wachstums bisher auf neue Finanzierungsalternativen angewiesen ist und dass die Gesamtverschuldung in Zukunft weiter steigen könnte. Dadurch sehen wir ein erhöhtes Risiko, dass zur Rückführung der Anleihemittel eine Anschlussfinanzierung notwendig sein dürfte, da dies nach unserer Meinung aus heutiger Sicht aus den eigenen Mitteln als nicht oder nur im begrenzten Umfang möglich scheint.

Bei den zu verzeichnenden Kursschwankungen der russischen Währung gegenüber dem EURO und vor dem Hintergrund der hohen Verschuldung in EUR, 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 sind 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. Da die Werte 2012 vorläufig sind und Notes der Bilanzpositionen noch nicht existieren, bleibt der Netto-Effekt daraus für 2012 abzuwarten.

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 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 Selbstfinanzierung 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 vorhandene Covenants umfangreich 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 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;
- 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.

**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, nach vorläufigen Einschätzungen des russischen Statistikamtes, 3,4%<sup>6</sup>. Wesentlich für das Wachstum war vor allem der weiter ansteigende Konsum der privaten Haushalte, welcher durch das wachsende Einkommen der Bevölkerung und durch einen Boom von unbesicherten Privatkrediten der Banken gestützt wurde. Rund 3,3 Prozentpunkte (PP) des Wachstums des BIP waren nach Angaben der Sberbank dem Privatkonsum zu verdanken. Das Wachstum der Nettokapitalinvestitionen hat sich im Verlauf des Jahres 2012 deutlich verlangsamt (1,2% im 4. Quartal gegenüber 7,2% im 3. Quartal 2012). Der Außenbeitrag war vor dem Hintergrund der gestiegenen Importe und einer schwachen Außennachfrage deutlich negativ. Der Beitrag der Landwirtschaft war aufgrund der Missernten in Teilen des Landes im Jahr 2012 leicht negativ. Die Prognosen für das BIP-Wachstum in Russland für 2013 sind mit 3,7% eher verhalten, fallen jedoch besser als der Ist-Wert für 2012 aus. Dabei weisen die Analytiker auf erhebliche Abwärtsrisiken hin. Vor allem würde eine weitere Verschlechterung der weltweiten Konjunktur Russlands Wirtschaft über die Ölpreise beeinträchtigen<sup>7</sup>.

Trotz der leicht rückläufigen Entwicklung der russischen Landwirtschaft konnte der Ekosem-Agrar Konzern im Jahr 2012, gemäß der vorläufigen Daten, eine deutlich positive Geschäftsentwicklung ausweisen. Die folgende Tabelle zeigt die Geschäftsentwicklung der Ekosem-Agrar GmbH (Konzern) für die letzten vier Geschäftsjahre sowie das Budget für das laufende Jahr anhand ausgewählter Kennwerte an. Die Daten für 2012 stellen vorläufige, nicht testierte Daten dar. Bis zum 30.09.2011 hatte die Ekosem-Agrar GmbH ein vom Kalenderjahr abweichendes Wirtschaftsjahr. 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 aus der Berichterstattung für 2010/2011 ergänzt. Dementsprechend handelt es sich bei den Daten für 2011 um ungeprüfte pro forma-Zahlen.

Ekosem-Agrar GmbH (Konzern), in Mio. €	2008/09 Ist	2009/10 Ist	2010/11 Ist	2011 Ist <sup>8</sup>	2012 Ist (vorl. Zahlen)	2013 Budget
Umsatz	23,37	30,71	38,61	49,27	68,52	93,28
Bestandsveränderung	1,73	10,28	32,09	19,12	25,77	44,44
Gesamtleistung	25,10	40,99	70,70	68,39	94,30	137,71
EBITDA	-0,59	7,83	29,88	14,32	35,54	63,66
EBIT	-4,82	2,12	20,76	4,07	21,92	47,17
EAT	-6,10	4,86	12,39	-1,25	9,03	29,47

Die signifikanten Unterschiede im Jahresergebnis der Geschäftszahlen zum 30.09.2011 und zum 31.12.2011 erklären sich primär durch die insgesamt im Zuge des Geschäftswachstums gestiegenen Betriebsaufwendungen und einige Bewertungs- sowie Einmaleffekte. Zum einen wurden im Geschäftsjahr 2010/2011 5,35 Mio. EUR (von insgesamt 7,01 Mio. €) Ergebniseffekte aus einmaligen Lucky Buy-Effekten erzielt (vgl. letzter Ratingbericht), die nicht mehr dem Geschäftsjahr 2011 (Kalenderjahr) zuzuordnen waren. Zum anderen haben die zurückgegangenen Marktpreise für Bestände sowie die teilweise zu hohe Einschätzung des erwarteten Erntevolumens der herbstlichen Marktfrüchte und die dadurch notwendigen ertragswirksamen Anpassungen das Periodenergebnis für Januar-Dezember 2011 negativ beeinflusst. Des Weiteren war eine einmalige Bestandsminderung zu verzeichnen, die auf die Veränderung der Bewertungsmethode beim Übergang der Zuchtfärsen in die Hauptherde zurückzuführen war. Diese Effekte innerhalb eines Quartals verdeutlichen die Risiken, die sich aus Bewertungsaspekten des Konzerns ergeben können. Diese zu Tage getretenen Aspekte haben eine dämpfende Wirkung auf die aktuelle Ratingeinschätzung.

Insgesamt muss verdeutlicht werden, dass es aufgrund der Unternehmensspezifika einige Quellen von Schätzungs-/Bewertungsunsicherheiten bei der Jahresabschlusserstellung geben kann. Letztendlich können diese Effekte einen positiven als auch negativen Einfluss auf die Ertragslage des Konzerns haben. Im

<sup>6</sup> Hier und weiter siehe den Bericht des Zentrums für makroökonomische Studien der Sberbank vom 04.02.2012.

<sup>7</sup> IMF: Russian Federation – Concluding Statement for the January 2013 Staff Visit vom 23.01.2013.

<sup>8</sup> Pro forma-Werte für den Zeitraum Januar-Dezember 2011.



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 der Anpassungen in späteren Perioden als beträchtlich einzuschätzen, wie das Geschäftsjahr 2011 zeigte. Bei der Interpretation des Ergebnisses 2011 ist zudem zu beachten, dass darin noch außerordentliche Effekte aus Lucky-Buy i.H.v. 1,63 Mio. € enthalten sind, sodass das EAT nochmals entsprechend schlechter ausgefallen wäre.

Im Vergleich zu den pro forma-Vorjahreszahlen ist im Jahr 2012 im Ekosem-Agrar Konzern abermals eine deutlich positive Entwicklung der Ertragslage auf Basis der vorläufigen Werte festzustellen. Die Umsatzerlöse aus der Agrarproduktion sind um 39% auf 68,52 Mio. EUR, die Gesamtleistung um 37,8% auf 94,30 Mio. EUR gestiegen. Die Bestandsveränderungen betreffen sowohl die Ausweitung des Tierbestandes als auch der pflanzlichen Erzeugnisse. Das gestiegene Geschäftsvolumen ist zu einem wesentlichen Teil auf den Ausbau des Bestandes an Milchkühen zurückzuführen. Zum 31.12.2012 ist dieser auf 15.480 Tiere (31.12.2011: 11.685, 30.09.2011: 10.369) gestiegen. Der gesamte Tierbestand beläuft sich derzeit 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 vor allem auf die genetische Verbesserung der Herde durch weitere Tierimporte sowie auf die konsequente Zuchtarbeit in der bestehenden Herde zurückzuführen. Betrag 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 aktuelle Milchleistung über alle Betriebe beläuft sich auf 304 Tonnen Milch pro Tag. Die durchschnittlichen Preise für Rohmilch waren im Jahr 2012 mit 0,4023 EUR pro Liter geringfügig niedriger als im Vorjahr (0,4129 EUR/Liter) und niedriger als das für das Budget für 2012 angenommene Preisniveau. Dies vor allem vor dem Hintergrund der außergewöhnlich hohen Futter- und Milchpreise in 2011 infolge der Dürre in 2010. Nach Angaben der Geschäftsleitung haben sich die Milchpreise derzeit aufgrund hoher Schlachtraten wegen der weltweit gestiegenen Futterpreise (in Folge von Dürren) wieder auf rd. 0,44 EUR pro Liter erhöht. Die Umsatzerlöse aus der **Milchproduktion** sind im Ekosem-Agrar Konzern insgesamt im Vergleich zum Geschäftsjahr 2010/2011 um 65% von 20,83 Mio. EUR auf 34,33 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 29,82 Mio. EUR und damit eine Erhöhung um 150% erzielt (Gj. 2010/2011: 11,57 Mio. EUR). Insbesondere hat die für den Ekosem-Agrar Konzern positive Preisentwicklung im Jahr 2012 eine entscheidende Rolle gespielt. Von der Dürre, die auch eine Erhöhung der Getreidepreise verursacht hat, war der Zentrale Föderale Kreis, zu dem die Oblast Woronesch gehört, nicht betroffen. In dieser Region befindet sich der Großteil der Anbauflächen und der Milchproduktion des Konzerns. Nach Angaben des russischen Agrarministeriums<sup>9</sup> wurde in dieser Region gegenüber dem Vorjahr eine Steigerung der Brutto-Getreideproduktion von 5,9% erzielt. Russlandweit ist aber die Getreideproduktion um 25% gesunken. Vom allgemeinen Anstieg der Getreidepreise hat die Gesellschaft im Jahr 2012 profitiert. Seit dem letzten Rating hat die Gesellschaft die Anbauflächen deutlich ausgebaut. Derzeit werden insgesamt 175.778 (Vj. 157.900 ha) ha bewirtschaftet, davon sind 93.940 ha (Vj. 54.500) Eigentumsfläche. Die Umsatzerlöse aus der **Rindfleischproduktion** sind mit 4,4 Mio. EUR (Gj. 2010/2011: 4,05 Mio. EUR) weitgehend stabil geblieben.

Im Zuge des Wachstums haben sich im Vergleich zum Vorjahr auch die **Aufwandspositionen** geändert. Die jährlichen Abschreibungen sind um 33% auf 13,62 Mio. EUR, die sonstigen Aufwendungen um 12% auf 16,74 Mio. EUR deutlich unterproportional gestiegen. Mit einem Anstieg von 3,5% auf 20,12 Mio. EUR war die Erhöhung der Personalkosten ebenfalls 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 13,6 Mio. EUR (Gj. 2010/2011: 4,6 Mio. EUR), hinzu kamen Zinszuschüsse i.H.v. 9,67 Mio. EUR (Gj. 2010/2011: 7,10 Mio. EUR). Die Zinszuschüsse sind jeweils über die gesamte Kreditlaufzeit zugesichert und obwohl nicht operativ, als relativ gesicherter Ertrag anzusehen. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte auf 35,54 Mio. EUR ausgeweitet werden (das um Einmaleffekte bereinigte EBITDA zum 30.09.2011 betrug 22,87 Mio. EUR, zum 31.12.2011 12,68 Mio. EUR). Insgesamt wurden im Jahr 2012, nach vorläufigen Informationen, ein Betriebsergebnis (EBIT) von 21,92 Mio. EUR und ein Jahresüberschuss von 9,03 Mio. EUR erzielt, der laut Management des Konzerns keine wesentlichen außerordentlichen Effekte enthält.

<sup>9</sup> Wöchentliche Konjunkturübersicht des russischen Agrarmarkts vom 15.01.2013

Allerdings bleibt anzumerken, dass ein wesentlicher Teil der Gesamtleistung im Ekosem-Agrar Konzern auf Wert- und Bestandsveränderung an biologischen Vermögenswerten und landwirtschaftlichen Produkten entfällt, der zwar sachlich nachvollziehbar ist, jedoch keinen unmittelbaren Zufluss an Liquidität bedeutet und nach unserer Meinung Bewertungsrisiken beinhalten könnte. Dies führt zudem dazu, dass die Gesellschaft trotz der guten Ertragslage negative Cashflows aus operativer Tätigkeit erzielt. Außerdem handelt es sich bei den uns vorliegenden Daten 2012 wie erwähnt um vorläufige, ungeprüfte Werte, was die Bewertungsrisiken, auch vor dem Hintergrund des Wechsels der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erhöht und somit die Bestätigung dieser abzuwarten bleibt. Insbesondere dieser Sachverhalt führte zur Einschränkung der vorliegenden Ratingeinschätzung.

In der **Planung für 2013** geht die Gesellschaft strategiekonform von einem weiteren Ausbau der Milchkuhherde und der landwirtschaftlichen Anbaufläche aus. Die Milchkuhherde soll Ende 2013 um rd. 30% auf 20.190 Milchkühe erweitert werden. Bis Ende 2015 ist gar eine Verdoppelung des aktuellen Milchkuhbestandes auf dann 30.545 Milchkühe vorgesehen. Im Zuge des Herdenaufbaus wurden in 2012 drei neue Milchviehanlagen in Betrieb genommen. Bis 2014 sollen drei weitere Milchviehanlagen gebaut werden. Die sechs Anlagen bieten dann Kapazitäten für insgesamt 12.700 Milchkühe. Die landwirtschaftliche Nutzfläche soll im Vergleich zum heutigen Bestand bis Ende 2015 um 40% wachsen und 238.500 ha erreicht haben, wobei das Wachstum vor allem an bestehenden Standorten erfolgen soll. Bezüglich der Entwicklung der Marktpreise im Jahr 2013 wurden nach Darstellung des Managements weitgehend konservative, auf gesammelten Erfahrungswerten basierte Annahmen getroffen. Mit Blick auf die zugrunde liegenden Prämissen und die Marktsituation in Russland sowie die Umsatzentwicklung der vergangenen Jahre und den erfolgten Ausbau der Herde sowie der Anbauflächen betrachtend, halten wir die Umsatzplanwerte 2013 für annähernd erreichbar. Bezüglich des EAT halten wir den Planwert für ambitioniert, gehen jedoch ebenfalls von einem deutlich positiven Jahresergebnis aus, wobei wir die in den Planungen enthaltenen Skaleneffekte grundsätzlich für nachvollziehbar halten<sup>10</sup>. Jedoch lässt sich festhalten, dass das Wachstum und der Geschäftserfolg von den Entwicklungen der Marktpreise abhängig sind. Zudem geht die Expansion mit einer weiteren deutlichen Ausweitung der Bilanzsumme einher und wird zum größeren Teil durch die Aufnahme neuer Kredite finanziert. In Zusammenhang mit dem Sachverhalt, dass die zweite Anleihe zum 31.12.2013 analytisch nicht mehr als langfristig eingestuft wird, wird dies zu einer Verschlechterung der Struktur der Passivseite in sich und auch in Bezug auf die Aktivseite führen, was sich beispielsweise in einem verringerten Deckungsgrad des Anlagevermögens zeigt. Insbesondere im Hinblick auf den derzeit ohnehin unterdurchschnittlichen Deckungsgrad des Anlagevermögens, bleibt die weitere Entwicklung der Verschuldung aufmerksam zu beobachten.

Die **Finanzsituation** des Konzerns stellt sich nach den uns vorliegenden Daten unkritisch dar. Der Bankenspiegel des Konzerns wies zum 31.12.2012 ein Guthaben i.H.v. rd. 50 Tsd. EUR aus. Die Verbindlichkeiten aus Investitionsdarlehen summierten sich zum selben Datum auf 114,8 Mio. EUR und sind primär mittelfristiger Natur. Die Darlehen für Finanzierung des Umlaufvermögens betragen 32,8 Mio. EUR. Es bestanden keine Off-Balanceverbindlichkeiten. Zur Verringerung des Zinsaufwands und zur Wachstumsfinanzierung hat die Holding Ekosem Agrar GmbH seit dem letzten Rating 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-subventionierter) Kredite verwendet<sup>11</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 ist die absolute Verschuldung des Konzerns seit dem letzten Rating stark und unplanmäßig gestiegen. Zudem können wir nicht ausschließen, dass die Verschuldung in den kommenden Perioden weiter zunehmen wird, da die grundsätzliche Expansionsstrategie weiter forciert wird. Auch dies halten wir vor dem Hintergrund der Marktspezifika zwar für unternehmerisch/strategisch nachvollziehbar, das Finanzierungsrisiko hat sich nach unserer Einschätzung jedoch seit dem letzten Rating erhöht. Aktuell gehen wir für einen Großteil der vorhandenen Finanzierungselemente von einem Anschlussfinanzierungsbedarf aus, der realisiert werden müsste.

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

<sup>10</sup> Exklusive denkbarer einmaliger und außerordentlicher Effekte.

<sup>11</sup> Bzgl. der weiteren Verwendung sowie weiterer Aspekte des Finanzmanagement des Konzerns betreffend, verweisen wir auf Kapitel 4.6 dieses Berichts.

Geschäft entspringt und auch kein Liquiditätszufluss bedeutet. Insofern sind die Kennzahlen des Konzerns in Gänze differenziert zu betrachten und wegen ihrer Vorläufigkeit nur eingeschränkt aussagefähig.

## 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