



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Credit Research



**Emission einer Unternehmensanleihe/Umtauschanleihe
- KTG Agrar III -**

KTG Agrar SE

15. September 2014

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

Inhaltsverzeichnis

Investment Case	3
SWOT-Analyse	4
Profil der Anleihe	5
Bewertung	7
Finanz-, Bilanz- und Ertragsanalyse	10
→ Ertragsanalyse	10
→ Finanzanalyse	13
Unternehmensüberblick	15
→ Unternehmensprofil	15
→ Historische Entwicklung	16
→ Management	17
Geschäftsmodell und strategische Perspektiven	19
Marktumfeld und Wettbewerb	23
Anhang	29
Rechtliche Hinweise	35

KTG Agrar

Branche: Landwirtschaft

Ersteller: S. Röhle, F. Schnellbach (Analysten)
Kontakt: Independent Research GmbH
 Tel.: +49 (0) 69 971 490 0
 Fax: +49 (0) 69 971 490 90

Unternehmensdaten

Land: Deutschland
 ISIN: DE000A11QGQ1
 WKN: A11QGQ
 Börsenkürzel: tbd.
 Rechnungslegung: HGB

Anleihedaten

Gesamtnennbetrag: Bis zu 50 Mio. Euro
 Laufzeit: 15.10.2014 bis 15.10.2019
 Ausgabepreis: 100% des Nennbetrages
 Verzinsung: 7,25% p.a.
 Nennbetrag: 1.000 Euro
 Zinszahlung: Jährlich
 Zeichnungsfrist: 29.09.2014 bis 13.10.2014
 Valuta*: 15.10.2014
 Fälligkeit*: 15.10.2019
 Unternehmensrating: BBB- (Creditreform)
 * voraussichtlich

- ⇒ KTG Agrar plant die Begebung der dritten Anleihe (KTG Agrar III). Die Anleihe von bis zu 50,0 Mio. Euro (Laufzeit: 5 Jahre; Kupon: 7,25%) dient der Refinanzierung der ersten erfolgreichen Anleihe KTG Agrar I (Volumen: 50,0 Mio. Euro; Fälligkeit: 15.09.15; Umtauschangebot an Anleihegläubiger).
- ⇒ Das forcierte, wengleich schuldenfinanzierte Wachstum der letzten Jahre (CAGR 2009 bis 2013: Umsatz: +50%; EBITDA: +29%) war u.E. strategisch richtig. In einer von kleinen Landwirtschaftsbetrieben geprägten Branche strebt KTG Agrar in Richtung der großen Agrar-/Nahrungsmittelkonzerne mit hohen Skaleneffekten.
- ⇒ Als Treiber sehen wir vor allem die Segmente Biogas und Lebensmittelproduktion. Wichtig für die Anleihegläubiger ist das cashflowstarke Biogassegment mit einem auf Basis von aktuell 53 MW u.E. „staatlich garantierten“ EBITDA von über 25 Mio. Euro in den nächsten 20 Jahren. Mit der Lebensmittelproduktion internalisiert KTG Agrar Margen und hedged sich gegen volatile Agrarproduktpreise.
- ⇒ U.E. ist die Phase der Großinvestitionen weitgehend abgeschlossen (noch größerer Capex durch Übernahmen im Biogassegment möglich). Bereits das H1 2014 (bereinigtes EBITDA: 25 (17) Mio. Euro; operativer Cashflow: +4 Mio. Euro) und die Folgejahre werden u.E. zeigen, dass sich die Anlaufinvestitionen auszahlen. Wir erwarten bis 2016 eine Steigerung des bereinigten EBITDA gegenüber 2013 um 150% und einen steigenden operativen Cashflow (2016: >4% der Gesamtleistung). Die Verschuldungskennzahlen dürften sich deutlich verbessern (Nettoverschuldung / EBITDA 2016: 7,6 (2013: 9,7)), auch wenn die Nettoverschuldung (nach HGB) zum 30.06.14 mit 423 Mio. Euro hoch bleibt. Hervorzuheben ist der hohe Wert der Assets mit stillen Reserven von konservativ 105 Mio. Euro (vor allem Ackerland, KTG Energie; weiteres Wertsteigerungspotenzial), der einen erheblichen Teil der Schulden absichert. Vor diesem Hintergrund erscheint der Kupon von 7,25% interessant.

Kennzahlen	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	CAGR (2010-2016e)
Umsatzerlöse	44,9	77,5	110,2	164,9	245,6	293,9	335,5	39,8%
Gesamtleistung	70,8	112,2	168,2	205,3	282,1	326,8	370,4	31,8%
Wachstum Gesamtleistung	18,5%	58,5%	49,9%	22,1%	37,4%	15,9%	13,3%	-
EBITDA	17,6	21,1	37,0	34,6	52,1	55,3	65,2	24,4%
EBITDA-Marge	24,9%	18,8%	22,0%	16,8%	18,5%	16,9%	17,6%	-
Konzernergebnis	1,7	0,7	8,8	-1,2	10,7	7,5	10,5	34,9%
Nettomarge	2,5%	0,6%	5,2%	neg.	3,8%	2,3%	2,8%	-
Bereinigte Cash Earnings	2,7	-0,2	18,5	-9,2	14,0	28,6	35,5	53,5%
Cash Earnings	6,9	-31,3	39,0	-49,9	24,0	38,6	40,5	34,2%
Operativer Cashflow	-22,0	-60,5	7,6	-90,5	9,4	8,8	16,4	-
Free Cashflow	-34,2	-99,7	-58,9	-139,0	-41,0	-46,7	-18,3	-
Nettofinanzverschuldung	86,9	195,3	261,3	410,3	434,5	482,8	503,9	34,0%
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	3,9	6,7	6,2	9,7	8,1	8,3	7,6	-
Eigenkapitalquote (inkl. Investitionszulage)	33,7%	20,8%	19,2%	15,3%	16,0%	15,6%	16,2%	-
Net Gearing	1,3	3,0	3,0	4,6	4,4	4,6	4,4	-
EBITDA Interest Coverage	4,2	2,3	2,1	1,5	1,8	1,8	2,0	-
EBIT Interest Coverage	3,2	1,6	1,7	1,0	1,3	1,3	1,4	-

Zahlen in Mio. Euro

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

STÄRKEN UND CHANCEN

- **Überzeugender Track Record: CAGR 2009 bis 2013 beim Umsatz von +50% und beim EBITDA von +29%**
- **Fünfköpfiger Vorstand mit guten fachlichen Qualifikationen**
- **Integriertes Geschäftsmodell: Marktfruchtanbau komplementär zu den Segmenten Energieproduktion/Biogas und Lebensmittelproduktion**
- **Erreichen einer kritischen Größe: großer Player im Agrar- und Biogasbereich, aber kleiner aufstrebender Player als Nahrungsmittelhersteller**
- **Einstieg in Lebensmittelproduktion: Verstetigung und Internalisierung von Margen und Nutzung der Kompetenz bei Öko-Produkten**
- **Cashflowstarkes Biogassegment: Kapazität von 53 MW sichert u.E. Umsatz von über 80 Mio. Euro und EBITDA von über 25 Mio. Euro**
- **Wachstum in der Lebensmittelproduktion (geografische Expansion) und im Biogassegment (Kauf von Bestandsanlagen; Repowering)**
- **Verbesserung des Cashflows: Skalenerträge und niedrigere Investitionen nach Abschluss der fast rein organischen Wachstumsphase**
- **Potenzial durch Beteiligungen in Russland (Sojuz) und Rumänien**
- **Stille Reserven bei Ackerland und Biogasanlagen (konservativ geschätzt: 105 Mio. Euro mit weiterem Wertsteigerungspotenzial; z.T. durch Landverkauf in Litauen aufgedeckt) als Backup für Verschuldung**
- **Frühzeitige Refinanzierung der Anleihe 2010/15**
- **Stets fristgerechte Zinszahlung bei den Anleihen**

SCHWÄCHEN UND RISIKEN

- **Kapitalintensives Geschäft: Anlagenintensität von 45% und Working Capital-Quote von über 60%**
- **Hoher Leverage insbesondere in den Agrarsegmenten (hohes Working Capital): Abbau der Verschuldung bleibt ein wichtiges Thema**
- **Vor allem im Segment Lebensmittelproduktion ist angesichts des niedrigen Margenniveaus u.E. die Zahlung eines Zinssatz von 7% anspruchsvoll**
- **Trotz optimierter Fälligkeiten: 200 Mio. Euro Anleihe 2017 fällig**
- **EU-Agrarreform ab 2014 - mittelfristig in Deutschland leicht sinkende, in Litauen und Rumänien steigende Zuschüsse**
- **Volatiles Preisniveau bei Agrarrohstoffen**
- **Weitere Optimierung der Gruppenstruktur erforderlich**

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Profil der Anleihe

Ausgewählte Anleihedaten gemäß Wertpapierprospekt	
Emittentin	KTG Agrar SE
Sitz der Gesellschaft	Hamburg, Deutschland
Geltendes Recht	Deutsches Recht (Gerichtsstand: Landgerichtsbezirk Hamburg)
WKN / ISIN	A11QGQ / DE000A11QGQ1
Umtauschangebot	An die Inhaber der KTG Agrar-Anleihe 2010/15 (DE000A1ELQU9) zu 100% des Nennbetrags Umtauschfrist: 18.08.2014 bis 24.09.2014
Verwendung des Emissionserlöses	Refinanzierung der KTG Agrar Anleihe 2010/15 (keine neue Verschuldung)
Unternehmensrating	BBB- (Creditreform) - Investment Grade
Zeichnungsfrist*	29.09.2014 bis 13.10.2014
Emissionsvolumen	Bis zu 50,0 Mio. Euro
Verzinsung	7,25% (Zinszahlung jährlich)
Stückelung	Je 1.000 Euro Nennbetrag
Valuta*	15.10.2014
Ausgabepreis	100% des Nennbetrages
Laufzeit	5 Jahre
Fälligkeit*	15.10.2019
Rückzahlungspreis	100% des Nennbetrages
Vorzeitige Kündigung	Teilweise oder vollständig bis vier Wochen zum nächsten Zinszahlungstermin
Rang	Nicht nachrangig, unbesichert
Kündigungsrecht der Gläubiger	Bei Zahlungsverzug (mehr als 30 Tage) Bei Liquidation der Emittentin Bei Insolvenz der Emittentin
Investorschutzklauseln	Negativverpflichtung
Börsennotierung	Open Market der Deutschen Börse AG im Segment Entry Standard für Anleihen
Lead Institutional Sales	youmex Invest AG

Quelle: KTG Agrar SE * voraussichtlich

Optimierung der Fälligkeitsstruktur durch Umtauschangebot für Anleihe 2010/15

Emission der dritten KTG Agrar-Anleihe

KTG Agrar plant die Emission der dritten KTG Agrar-Anleihe im Volumen von bis zu 50,0 Mio. Euro, einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Kupon von 7,25%. Im Rahmen der Begebung der Anleihe 2014/19 hat KTG Agrar den Inhabern der Anleihe 2010/15 (ISIN:

Anleihen der KTG-Gruppe				
	KTG Agrar II	KTG Energie	KTG Agrar I	KTG Agrar III
ISIN	DE000A1H3VN9	DE000A1ML257	DE000A1ELQU9	DE000A11QGQ1
Valuta	06.06.2011	28.09.2012	15.09.2010	15.10.2014
Kupon	7,125%	7,25%	6,75%	7,25%
Fälligkeit	06.06.2017	28.09.2018	15.09.2015	15.10.2019
Volumen (Mio. Euro)	200,0	45,3	50,0	50,0

Quelle: KTG Agrar SE Umtauschangebot

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Zahlungsflüsse der Anleihe (Mio. Euro)				
Datum	Vorgang	Mittelzufluss aus Anleihen		Mittelabfluss
		2014/19	2010/15	
15.10.2014	Bruttoemissionserlös	bis zu 50,0	} Umtausch / Rückzahlung	-
15.10.2014	Kosten der Emission	2,0		-
15.10.2015	Zinszahlung	-	50,0	3,6
15.10.2016	Zinszahlung	-	-	3,6
15.10.2017	Zinszahlung	-	-	3,6
15.10.2018	Zinszahlung	-	-	3,6
15.10.2019	Zinszahlung	-	-	3,6
15.10.2019	Tilgung der Anleihe	-	-	50,0
Gesamtsumme			-2,0	68,1

Quelle: KTG Agrar SE

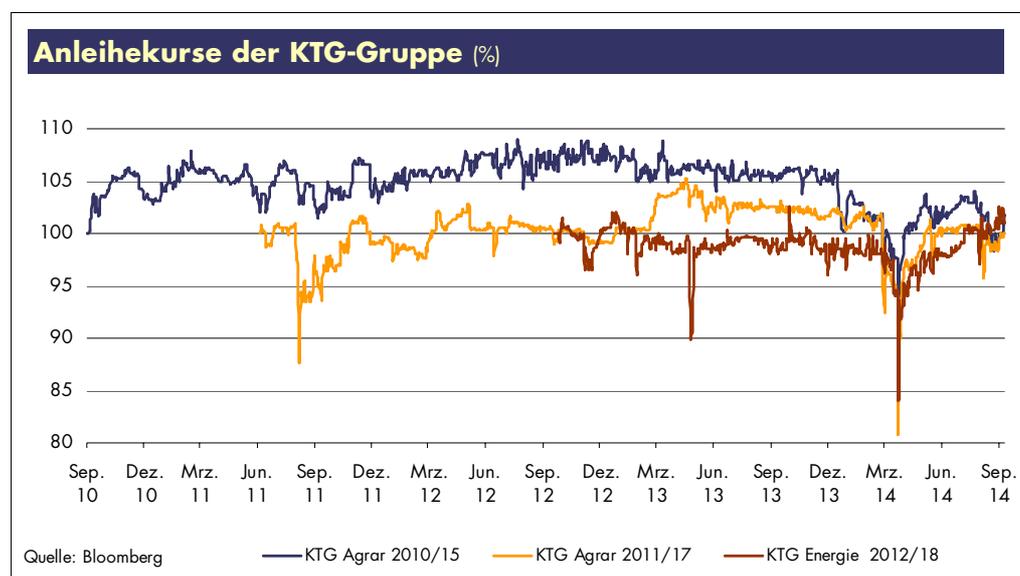
Anleihe 2014/19 mit höherem Kupon - trotz bestätigtem Rating von BBB-

DE000A1ELQU9; Umtausch-ISIN: DE000A12UMJ4) im Volumen von 50,0 Mio. Euro und einem Kupon von 6,75% ein Umtauschangebot unterbreitet. Hervorzuheben ist die höhere Verzinsung der Anleihe 2014/19 (7,25% vs. 6,75%) - im Gegenzug zum Umtauschkurs von 100%, während die Anleihe 2010/15 bisher fast immer über 100% notiert hat (Tief: 91,2%; Hoch: 109,0%; gemittelter Kurs: 104,8%). Bei einem kompletten Umtausch der Anleihe 2010/15 in die Anleihe 2014/19 fließen KTG Agrar keine liquiden Mittel zu. Im Falle eines nicht vollständigen Umtauschs wird das noch ausstehende Anleihevolumen im Rahmen eines öffentlichen Angebots und einer Privatplatzierung Investoren zur Zeichnung angeboten. Der Emissionserlös soll dann zur Rückzahlung des noch ausstehenden Betrags der Anleihe 2010/15 genutzt werden.

Vorzeitiges Kündigungsrecht (Call-Option)

Besonderheiten

Die Anleihe 2014/19 ist mit einer Negativverpflichtung ausgestattet. Die Gläubiger haben im Falle eines Verzugs der Kuponzahlung (ab 30 Tagen), einer Liquidierung oder Insolvenz der Emittentin ein außerordentliches Kündigungsrecht. Wie bei den anderen Anleihen der KTG-Gruppe gibt es keine weiteren Covenants. KTG Agrar kann die Anleihe in Teilen oder vollständig mit einer Frist von vier Wochen zum nächsten Zinszahlungstermin kündigen (Rückzahlung zu 100%).



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Bewertung

Ausgewählte Mittelstandsanleihen im Agrarsektor (sortiert nach Rating)

Unternehmen	Branche	Volumen	Fälligkeit	Kupon	Rendite	Rating	Ratingagentur
KTG Agrar	Agrar, Lebensmittel	50 Mio. Euro	14.09.15	6,75%	4,9%	BBB-	Creditreform
KTG Agrar II	Agrar, Lebensmittel	200 Mio. Euro	05.06.17	7,125%	6,8%	BBB-	Creditreform
KTG Energie	Biogasproduktion	45 Mio. Euro	27.09.18	7,25%	7,0%	BBB-	Creditreform
Ekosem-Agrar	Agrar	50 Mio. Euro	23.03.17	8,75%	10,3%	BB	Creditreform
Ekosem-Agrar II	Agrar	78 Mio. Euro	06.12.18	8,50%	10,3%	BB	Creditreform
Ekotechnika	Agrartechnik	60 Mio. Euro	09.05.18	9,75%	24,4%	CCC	Creditreform
KTG Agrar III	Agrar, Lebensmittel	50 Mio. Euro	15.10.19	7,25%	7,3%	BBB-	Creditreform

Quelle: Unternehmensangaben; Bloomberg; BOND MAGAZINE; BondGuide

Lediglich Ekosem-Agrar und Ekotechnika am Markt für Mittelstandsanleihen

Kaum vergleichbare Peer Group-Unternehmen

Die Anzahl der am Markt für Mittelstandsanleihen notierten Agrar-Emittenten ist überschaubar. Derzeit sind lediglich Ekosem-Agrar mit zwei Anleihen (kumuliertes Volumen: 128 Mio. Euro) und Ekotechnika (Volumen: 60 Mio. Euro) im Mittelstandssegment notiert. Beide Unternehmen sind jedoch ausschließlich in Russland und Ekotechnika mit dem Fokus auf den Vertrieb von Landwirtschaftstechnik (russischer Importpartner des US-Traktorenproduzenten Deere) tätig. Die KTG-Gruppe (KTG Agrar und KTG Energie) hat derzeit drei Anleihen im Gesamtvolumen von 295 Mio. Euro emittiert. Auf dem westeuropäischen Anleihemarkt für Agrarunternehmen gibt es derzeit kaum Emittenten. Als in Teilen vergleichbar sehen wir den britischen Lebensmittelproduzenten Premier Foods an (kleinerer Hersteller), der in den letzten Jahren eine Restrukturierung durchlaufen hat (Kapitalerhöhung um 350 Mio. GBP und Emission von zwei Bonds im Volumen von zusammen 500 Mio. GBP im März 2014). Anleiheemittenten aus dem Agrarsektor finden sich ansonsten vor allem in Osteuropa (Ukraine, Russland), wohingegen der Schwerpunkt von KTG Agrar in Ostdeutschland und Litauen liegt.

Weitere ausgewählte Anleihen im Agrarsektor (sortiert nach Rating)

Unternehmen	Branche	Volumen	Fälligkeit	Kupon	Rendite	Rating	Ratingagentur
Fonterra I	Milchprod. Neus., Asien	800 Mio. NZD	10.03.2015	7,75%	4,1%	A+	S&P
Fonterra II	Milchprod. Neus., Asien	150 Mio. NZD	04.03.2016	6,83%	4,3%	A+	S&P
K+S I	Düngemittel	500 Mio. Euro	20.06.2022	3,00%	2,4%	BBB	S&P
K+S II	Düngemittel	500 Mio. Euro	06.12.2018	3,125%	1,2%	BBB	S&P
K+S III	Düngemittel	500 Mio. Euro	06.12.2021	4,125%	2,1%	BBB	S&P
Premier Foods	Lebensmittelproduktion	175 Mio. GBP	15.03.2020	5,56%	6,4%	B	S&P
Premier Foods	Lebensmittelproduktion	325 Mio. GBP	15.03.2021	6,50%	7,4%	B	S&P
MHP I	Agrar, Geflügelprod. Ukr.	585 Mio. USD	29.05.2015	10,25%	12,5%	CCC+	S&P
MHP II	Agrar, Geflügelprod. Ukr.	750 Mio. USD	02.04.2020	8,25%	11,9%	CCC+	S&P
AVANGARDCO	Eierproduktion Ukraine	200 Mio. USD	29.10.2015	10,00%	22,0%	CCC	Fitch
MRIYA Agro I	Agrar Ukraine	250 Mio. USD	30.03.2016	10,95%	108,4%	CC	S&P
MRIYA Agro II	Agrar Ukraine	400 Mio. USD	19.04.2018	9,45%	40,1%	CC	S&P
Black Earth Farming	Agrar Russland	750 Mio. SEK	26.02.2724	9,40%	9,6%	-	-

Quelle: Unternehmensangaben; Bloomberg; BOND MAGAZINE; BondGuide

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Unternehmensvergleich: Agrarunternehmen mit Mittelstandsanleihen

	Ekosem-Agrar		Ekotechnika		KTG Energie		KTG Agrar		
	2012	2013	12/13	H1 13/14	RG 2013	2013/14e	2013	2014e	2014e
	(Euro)		(Euro)		(Euro)		(Euro)		
Umsatz (Mio.)	72	86	209	64	51	66	165	246	
Gesamtleistung (Mio.)	90	105	214	66	54	69	197*	276*	
Veränderung ggü. Vorjahr	-	17,0%	23,8%	-8,3%	44,0%	27,7%	29,7%	37,4%	
EBITDA (Mio.)	33	43	19	0	13	20	26*	46*	
EBITDA-Marge	36,7%	40,7%	9,1%	0,7%	24,3%	29,4%	13,2%	16,6%	
EK-Quote	22,6%	21,5%	0,2%	-7,5%	9,6%	9,5%	15,3%	16,0%	
Nettoverschuldung / EBITDA	6,8	6,6	7,3	8,3	10,9	8,4	9,7	8,1	
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	2,3	2,0	1,1	0,0	2,3	2,5	1,5	1,8	
Op. Cashflow / Gesamtleistung	-35,2%	-8,3%	1,5%	30,6%	-3,3%	13,1%	-44,1%	3,3%	
Anleihen									
Volumen (Mio.)	50	78	60		45		50	200	50
Laufzeit (in Jahren)	5	6	5		6		5	6	5
Kupon p.a.	8,75%	8,50%	9,75%		7,25%		6,75%	7,125%	7,25%
Unternehmensrating	BB (Creditreform)		CCC (Creditreform)		BBB- (Creditreform)		BBB- (Creditreform)		

Quelle: Unternehmensangaben

* bereinigt um Buchgewinne von 8,6 Mio. Euro (2013) bzw. 6,2 Mio. Euro (2014e)

KTG Agrar mit überdurchschnittlichem Wachstum**KTG Agrar mit sehr starkem Wachstum und sinkendem Verschuldungsgrad**

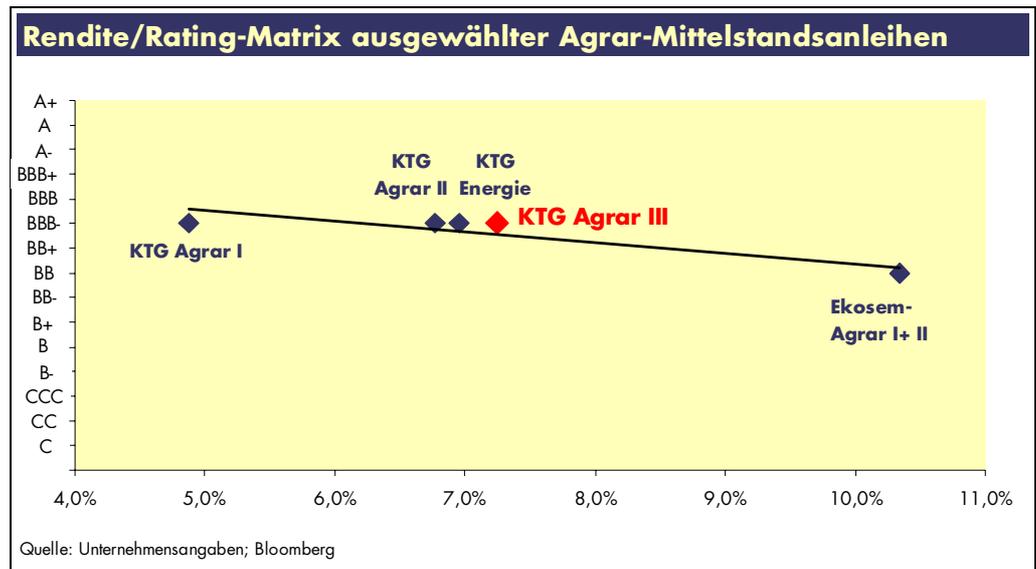
Im Vergleich zur Peer Group weist KTG Agrar 2013 mit einem Anstieg der Gesamtleistung um 30% ein überdurchschnittlich hohes Wachstum auf (Peer Group von -20% bis +24%). Die EBITDA-Marge liegt mit 16% im Vergleich zur Peer Group (Median: 27%) niedriger (u.a. marginenschwächere Lebensmittelproduktion und Fair Value-Gewinne bei einigen Peer Group-Unternehmen). Die deutlich verbesserte bereinigte EBITDA-Marge in H1 2014 von 18,6% zeigt bereits die positiven Effekte der Konsolidierungs- und Optimierungsmaßnahmen. Auffällig ist die hohe

Unternehmensvergleich: Osteuropäische Agrarunternehmen

	AVANGARDCO		Fonterra		MHP		MRIYA		Premier Foods	
	2012	2013	12/13	H1 13/14	2012	2013	2012	2013	2013	H1 2014
	(USD)		(NZD)		(USD)		(USD)		(GBP)	
Umsatz (Mio.)	629	661	18.643	11.292	1.408	1.496	348	499	856	365
Fair Value-Bewertung (Mio.)	26	35	0	0	17	14	215	164	0	0
Gesamtleistung (Mio.)	702	752	18.748	11.390	1.527	1.611	577	675	856	365
Veränderung ggü. Vorjahr	14,1%	7,1%	-5,8%	2,8%	14,1%	5,5%	27,3%	17,0%	-20,0%	-7,3%
EBITDA (Mio.)	280	301	1.467	689	468	391	244	198	114	33
EBITDA-Marge	39,8%	40,1%	7,8%	6,0%	30,6%	24,3%	42,2%	29,4%	13,3%	9,2%
EBITDA ohne Fair Value (Mio.)	254	266	1.467	689	451	377	28	34	114	33
Bereinigte EBITDA-Marge	36,1%	35,4%	7,8%	6,0%	29,5%	23,4%	4,9%	5,1%	13,3%	9,2%
EK-Quote	74,0%	79,6%	46,9%	34,6%	48,2%	45,1%	57,0%	48,2%	0,9%	17,5%
Nettoverschuldung / EBITDA	0,3	0,4	2,9	4,0	2,0	2,8	1,2	2,5	12,7	11,7
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	7,6	7,7	5,0	4,5	7,9	4,2	4,8	2,3	1,8	0,7
Op. Cashflow / Gesamtleistung	39,5%	24,9%	5,3%	-0,2%	13,0%	20,6%	29,0%	15,4%	10,2%	-4,3%
Anleihen										
Volumen (Mio.)	200	800	150	585	750	250	400	175	325	
Laufzeit (in Jahren)	5	6	6	5	7	5	5	6	7	
Kupon p.a.	10,00%	7,75%	6,83%	10,25%	8,25%	10,95%	9,45%	5,56%	6,50%	
Unternehmensrating	CCC (Fitch)		A+ (S&P)		CCC+ (S&P)		CC (S&P)		B (S&P)	

Quelle: Unternehmensangaben

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



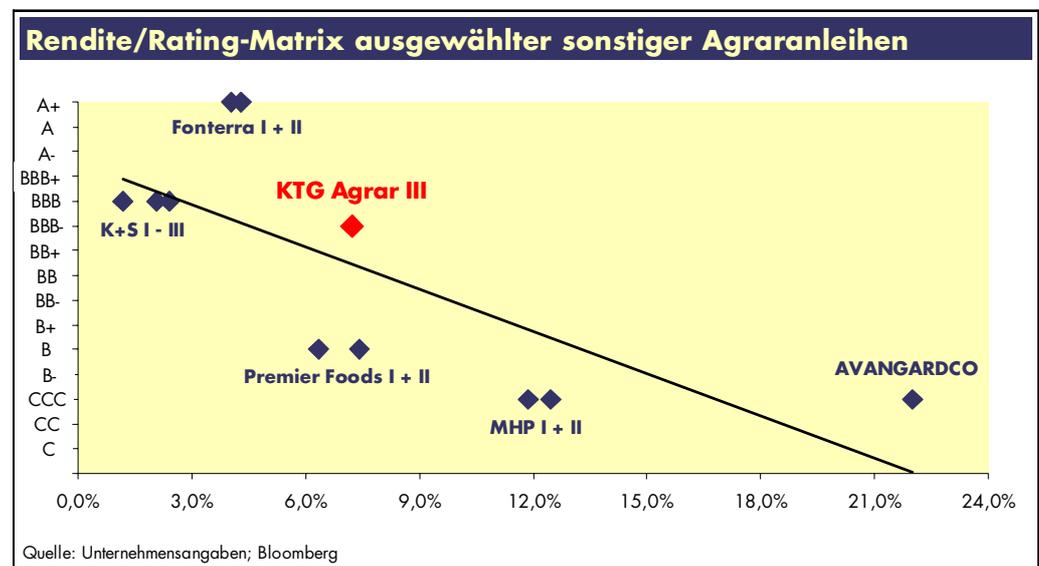
Verschuldungskennzahlen dürften sich verbessern

Verschuldung. Hier schneiden die Peer Group-Unternehmen besser ab. Die Verschuldungskennzahlen von KTG Agrar dürften sich in den nächsten Jahren aber spürbar verbessern: Nettoverschuldung / EBITDA von 10 auf 8 und EBITDA Interest Coverage von 1,5 auf 1,8 in 2015 (EBIT Interest Coverage stets über 1). Wichtig ist, dass KTG Agrar im Vergleich zu vielen Peer Group-Unternehmen in wirtschaftlich, politisch und rechtlich sicheren Ländern tätig ist.

Kuponaufschlag von 0,5 PP auf KTG Agrar I-Anleihe

Im Vergleich interessanter Kupon

Die Höhe des Kupons für KTG Agrar III von 7,25% stufen wir für Investoren als interessant ein. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund der sich verbessernden Cashflows und den hohen Assets zu sehen. Zum Vergleich: die Renditen für die Anleihen von Premier Foods (S&P-Rating: B) und MHP (S&P-Rating: CCC+; Länderrisiko Ukraine) sind angesichts der schwachen Bonität relativ niedrig - auch wenn u.E. die Rating-Einstufungen von S&P verglichen mit denen der Creditreform (KTG Agrar: BBB-) als strenger einzustufen sind.



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

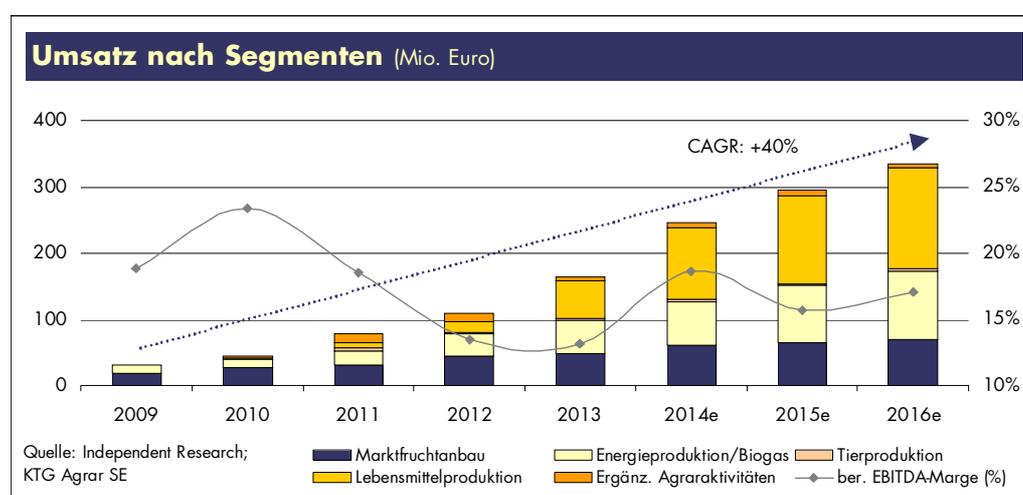
Finanz-, Bilanz- und Ertragsanalyse

Ertragsanalyse

CAGR Umsatz 2009 bis 2016: +40%

Lebensmittel- und Biogasproduktion treiben Umsatz

KTG Agrar zeichnete sich durch ein signifikantes Umsatzwachstum aus (CAGR 2009 bis 2013: +50%). Im Marktfruchtanbau hat KTG Agrar die Anbaufläche bis Ende 2013 auf 42.600 (2009: 29.336) Hektar ausgebaut (CAGR Umsatz: +28%). Die Wachstumstreiber waren die Segmente Energieproduktion/Biogas (Kapazität 31.12.13: 41,0 (31.12.09: 11,0) MW; CAGR Umsatz: +41%) und Lebensmittelproduktion (Aufbau seit 2011 u.a. durch Übernahme von Frenzel und der Ölmühle Anklam sowie Aufbau der Marke „Die Landwirte“; Umsatz 2013: 55,8 Mio. Euro).



KTG Agrar profitiert von veränderten Essgewohnheiten - weniger tierische, mehr pflanzliche Eiweiße

Lebensmittelproduktion bleibt primärer Wachstumstreiber

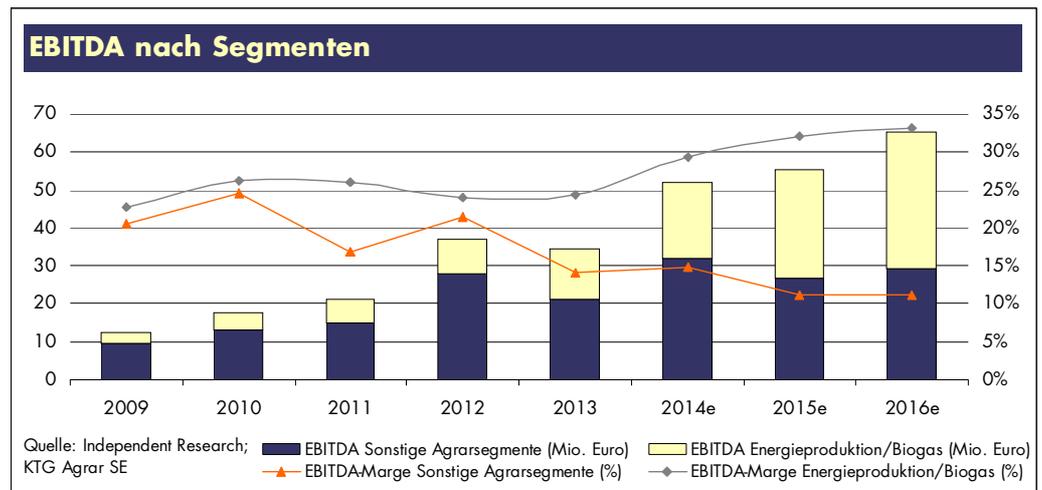
Wir rechnen bis Ende 2016 mit einer Ackerfläche von rd. 55.000 Hektar. KTG Agrar könnte dabei die Flächen in Rumänien (8.000 Hektar) in den Konzern integrieren. Hier wird gentechnikfreie Soja für die Ölmühle Anklam angebaut (Produkt mit hohem Deckungsbeitrag). Das Wachstum der nächsten Jahre dürfte maßgeblich vom Segment Lebensmittelproduktion getragen werden.

Ausgewählte Kennziffern der GuV-Rechnung Gj. 2013 und H1 2014

Einheit: Mio. Euro	Gj. 2012	Gj. 2013	Gj. 2013	H1 2013	H1 2014
Geschäftsjahresende: 31.12.	Ist	Ist	(unsere Prognosen)	Ist	Ist
Rechnungslegungsstandard: HGB					
Umsatzerlöse	110,2	164,9	158,2	67,8	100,0
Gesamtleistung	168,2	205,3	194,9	97,0	139,0
EBITDA	37,0	34,6	34,6	17,0	31,0
EBITDA-Marge (zur Gesamtleistung)	22,0%	16,8%	17,8%	17,6%	22,3%
Konzernergebnis	8,8	-1,2	6,2	0,6	10,5
Nettomarge (zur Gesamtleistung)	5,2%	neg.	3,2%	0,7%	7,5%

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



EEG 2004-2012 sichert KTG Agrar im Biogassegment Umsatz von über 80 Mio. Euro

den (Umsatz: 2016e: 151,0 (2013: 55,8) Mio. Euro). Dies zeigt sich bereits im Umsatz des H1 2014 (+48%; Lebensmittelproduktion: 50,1 (26,1) Mio. Euro). Die auf 53,0 MW ausgebauten Kapazitäten (nach dem EEG-2012 vergütet) sichern KTG Agrar im Biogassegment u.E. einen Umsatz von über 80 Mio. Euro. Zwar ist durch das zum 01.08.14 novellierte EEG der Anlagenneubau unrentabel, doch hat vor allem der Kauf von Bestandsanlagen Potenzial.

Bereinigtes EBITDA nach Segmenten								
Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31.12. Rechnungslegungsstandard : HGB	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
	Sonstige Agrarsegmente							
Berichtete Gesamtleistung	46,9	54,5	88,8	130,4	151,0	212,7	237,3	261,9
Handel mit Maschinen	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchgewinne IPO KTG Energie/ Verkauf Sachanlagen	2,9	1,4	0,5	16,5	8,6	6,2	0,0	0,0
Bereinigte Gesamtleistung	38,3	53,1	88,3	113,9	142,4	206,5	237,3	261,9
Berichtetes EBITDA	9,6	13,3	15,0	28,0	21,3	31,7	26,6	29,2
Buchgewinne KTG Energie/Sachanlagen	2,9	1,4	0,5	16,5	8,6	6,2	0,0	0,0
Bereinigtes EBITDA	6,7	12,0	14,6	11,4	12,7	25,5	26,6	29,2
Bereinigte EBITDA-Marge	17,5%	22,5%	16,5%	10,0%	8,9%	12,3%	11,2%	11,2%
Energieproduktion/Biogas (KTG Energie)								
Gesamtleistung	12,8	16,3	23,4	37,7	54,3	69,4	89,5	108,5
EBITDA	2,9	4,2	6,1	9,0	13,2	20,4	28,8	36,0
EBITDA-Marge	22,7%	26,1%	26,1%	24,0%	24,3%	29,4%	32,1%	33,2%
KTG Agrar-Konzern								
Bereinigte Gesamtleistung	51,1	69,4	111,7	151,6	196,7	275,8	326,8	370,4
Bereinigtes EBITDA	9,6	16,2	20,7	20,5	25,9	45,9	55,3	65,2
Bereinigte EBITDA-Marge	18,8%	23,4%	18,5%	13,5%	13,2%	16,6%	16,9%	17,6%

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Installierte Kapazität und Umsatz des Segments Energieproduktion/Biogas (KTG Energie)

	2009	2010	2011	2012	RG 2013	13/14e**	14/15e**	15/16e**
Installierte Kapazität Jahresende (in MW)	11,0	16,0	27,1	35,3	41,0	53,0	66,3	71,6
Durchschnittlich produzierende Kapazität (in MW)	7,8	10,6	15,9	24,1	30,1	44,6	56,0	67,0
Stromproduktion (in MWh)*	62.480	84.530	127.595	193.180	240.883	356.880	448.080	536.005
Vergütung für Strom/Gas (in Euro-Cent/kWh)	18,52	18,25	17,99	17,87	18,32	18,86	19,15	19,29
Vergütung für Wärme (in Euro-Cent/kWh)	2,00	2,00	2,00	1,98	1,96	1,94	1,92	1,90
Umsatz Strom/Gas (in Mio. Euro)	11,6	15,4	23,0	34,5	44,1	67,3	85,8	103,4
Umsatz Wärme (in Mio. Euro)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Eliminierung/Bestandsveränderung (in Mio. Euro)	0,1	-1,4	-1,7	-3,1	6,6	-1,6	-0,8	0,0
Gesamtumsatz (in Mio. Euro)	11,8	14,3	21,5	31,6	50,9	66,0	85,2	103,6

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

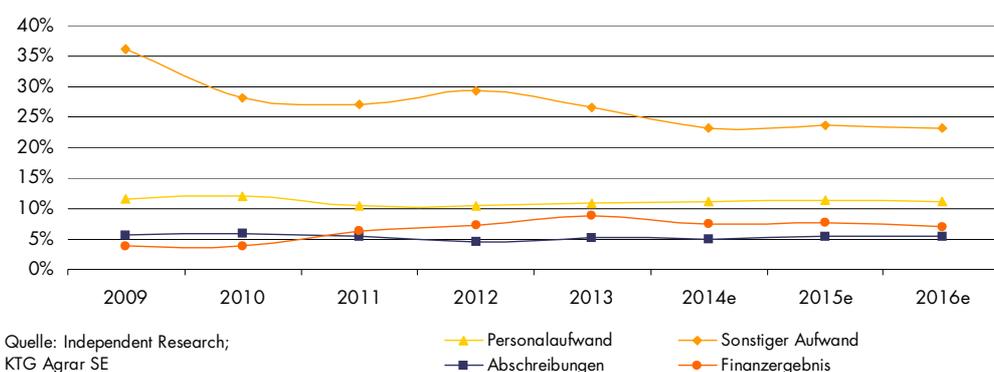
* die Anlagen mit Biomethaneinspeisung werden mit ihrer Stromerzeugungsleistung eingerechnet
** gebrochenes Geschäftsjahr der 62,1%igen Tochter KTG Energie: 01.11. bis 31.10.

Skaleneffekte in der Lebensmittelproduktion und Biogas als Ertragstreiber

Hohe Margen bei Biogas - Internalisierte Marge durch Lebensmittelproduktion

Durch das IPO von KTG Energie und Verkäufe von Sachanlagen war das Ergebnis 2012 und 2013 durch Buchgewinne geprägt (16,5 bzw. 8,6 Mio. Euro). In den Kennzahlen der Agrarsegmente spiegeln sich 2012 und 2013 die Investitionen in die Lebensmittelproduktion wider: starker Umsatzanstieg und gedämpfte bereinigte EBITDA-Entwicklung. Die 2014 begonnene Konsolidierungs- und Optimierungsphase hat bereits in H1 2014 mit einem bereinigten EBITDA von 24,7 (17,0) Mio. Euro Wirkung gezeigt (Agrarsegmente: 14,8 (10,7) Mio. Euro; Biogas: 9,9 (6,3) Mio. Euro; Buchgewinn von 6,2 Mio. Euro). Neben Skaleneffekten in der Lebensmittelproduktion und höheren Erträgen im Marktfruchtanbau (ertragsstärkeres Soja) erwarten wir im Biogassegment mit der Kapazität von aktuell 53 MW ein durch das EEG 2004-2012 gesichertes EBITDA von über 25 Mio. Euro mit Wachstumspotenzial durch Übernahmen. Das bereinigte EBITDA dürfte bis 2016 mit 65,2 Mio. Euro gegenüber 2013 um 150% zulegen. Gedrückt wird das Nettoergebnis von hohen Finanzierungskosten. Dies belastet vor allem die Lebensmittelproduktion. KTG Agrar hat bereits Maßnahmen (z.B. Factoring) zur Senkung des Working Capitals und der Finanzierungskosten ergriffen. Mit einer steigenden Nettomarge rechnen wir auch im Biogassegment (auf Vollast laufende Anlagen; fallende Finanzierungskosten).

Maßnahmen zur Senkung der Finanzierungskosten in der Lebensmittelproduktion

Entwicklung der Kostenpositionen (%)

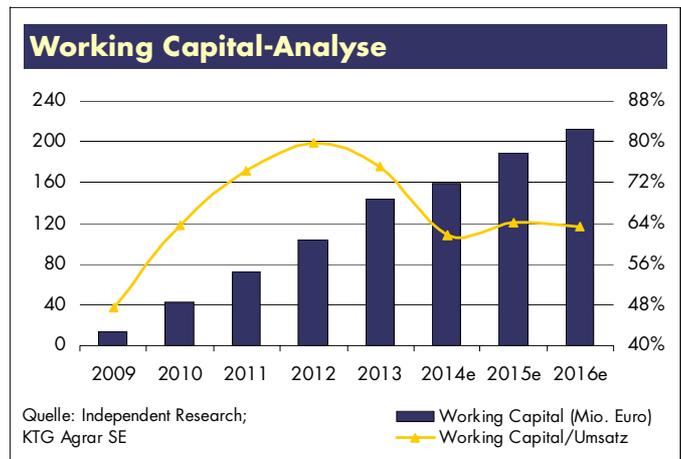
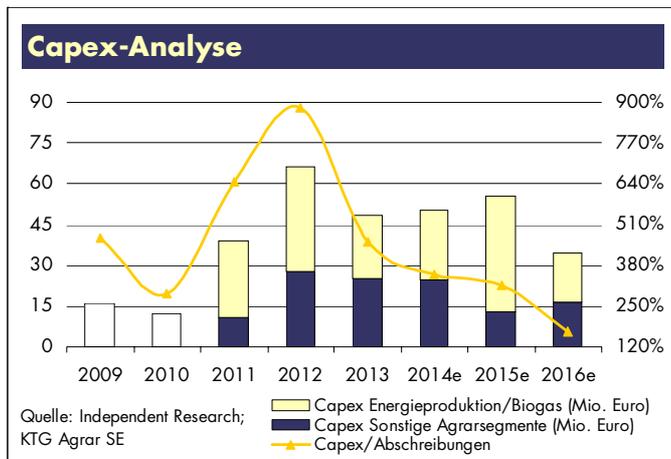
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Finanzanalyse

Seit 2009 Investitionen von über 300 Mio. Euro

Hohe Investitionen in das Unternehmenswachstum

KTG Agrar hat in den letzten Jahren erheblich in das Unternehmenswachstum investiert - sowohl in Sachanlagen (kumulierter Capex 2009 bis 2013: 182,1 Mio. Euro) als auch in das Working Capital (kumulierter Aufbau 2009 bis 2013: 130,2 Mio. Euro). Bei den Sachanlageninvestitionen stand zum einem der Ausbau der Biogaskapazitäten bis Ende 2013 auf 41,0 (31.12.09: 11,0) MW im Fokus (kumulierter Capex 2010 bis 2013: 106,2 Mio. Euro). Zum anderen hat KTG Agrar seit 2011 in den Aufbau der Lebensmittelproduktion investiert (rd. 30 Mio. Euro). Aus unserer Sicht ist die Phase der Großinvestitionen weitgehend abgeschlossen.



Phase der Großinvestitionen abgeschlossen

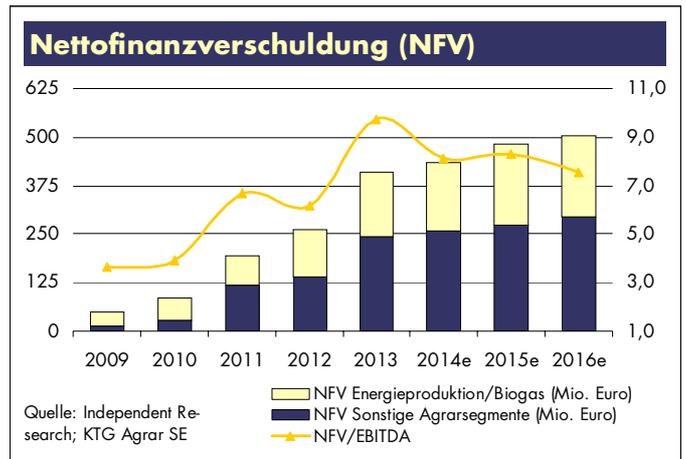
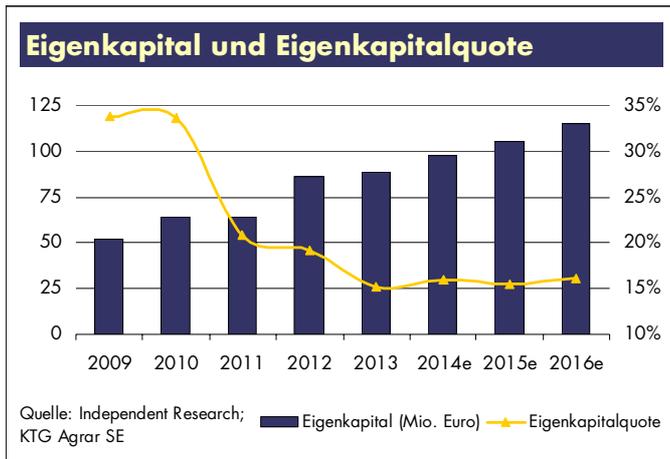
Dies gilt für den Marktfruchtanbau und die Lebensmittelproduktion (noch 10 Mio. Euro Investitionen geplant). Im Biogassegment unterstellen wir nach der Mitte 2014 erreichten Kapazität von 53,0 MW für 2015 Investitionen durch den Kauf von Bestandsanlagen. Potenzial sehen wir im Working Capital-Management. Die Working Capital-Quote ist mit 60% bis 75% hoch. Potenzial zur Working Capital-Senkung sehen wir durch Factoring im Lebensmittelsegment. Für die Forderungen im Marktfruchtanbau (ist aktuell der größere Teil) ist dies schwieriger.

Cashflow-Analyse

Einheit : Mio. Euro	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Geschäftsjahresende : 31.12.								
Rechnungslegungsstandard : HGB								
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-10,8	-22,0	-60,5	7,6	-90,5	9,4	8,8	16,4
Veränderung des Working Capitals	2,5	-29,0	-29,1	-31,5	-40,6	-14,6	-29,9	-24,1
Cash Earnings	-13,4	6,9	-31,3	39,0	-49,9	24,0	38,6	40,5
Veränderung gewährter Darlehen	-9,5	3,8	-37,7	22,4	-40,6	10,0	10,0	5,0
Veränderung erhaltener Darlehen	4,8	0,4	6,6	-1,9	-0,1	0,0	0,0	0,0
Bereinigte Cash Earnings	-8,7	2,7	-0,2	18,5	-9,2	14,0	28,6	35,5
in % der Gesamtleistung	neg.	3,8%	neg.	11,0%	neg.	5,0%	8,8%	9,6%

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



Künftig geringerer Anstieg des Working Capitals - Biogassegment als Cash Cow

Verbesserung des Cashflows erwartet

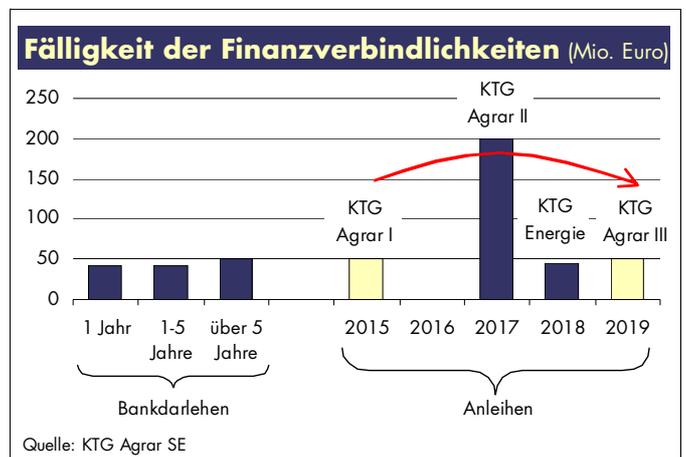
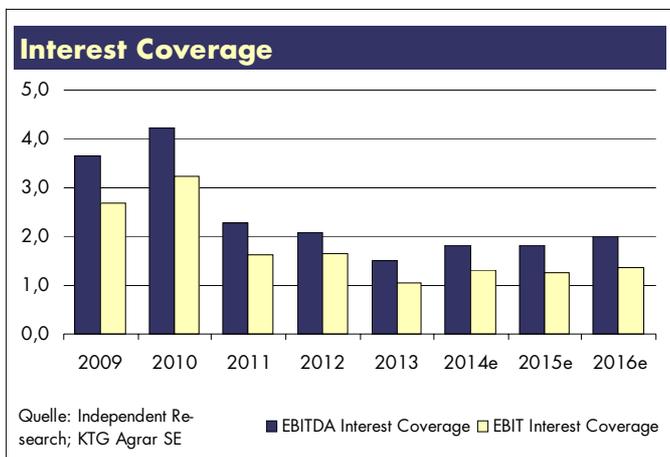
Durch den Working Capital-Aufbau ist das Ertragswachstum im Cashflow bisher kaum zum Tragen gekommen. Zudem wurden zunehmend Gesellschafterdarlehen i.H.v. derzeit 65,3 Mio. Euro vergeben (an Sojuz-Gruppe, Vorauszahlung an Biogasanlagenbauer etc.). Die um diese Effekte bereinigten Cash Earnings zeigen eine solidere Cashflow-Entwicklung. Wie in H1 2014 mit +3,6 (-65,9) Mio. Euro ersichtlich erwarten wir ab 2014 signifikant positive operative Cashflows. Dies spiegelt die eingeleitete Konsolidierungs- und Optimierungsphase, den sinkenden Working Capital-Aufbau und Skaleneffekten im Biogassegment wider.

Stets pünktliche Kuponzahlung - Optimierung des Fälligkeitsprofils

De-Leveraging durch positiven Cashflow - EBIT Interest Coverage über 1

Durch die Investitionsphase hat KTG Agrar die Nettofinanzverschuldung zum 30.06.14 auf 423,2 Mio. Euro erhöht. Vor allem in den Agrarsegmenten bleibt die Verschuldung ein Top-Thema, während im Biogassegment wegen der gesicherten Cashflows ein hoher Leverage unproblematischer ist. Durch die verbesserte Cashflow- und Ertragsituation erwarten wir deutlich verbesserte Verschuldungskennzahlen (Nettoverschuldung / EBITDA 2016: 7,6 (2013: 9,7)). Durch die Wachstumsphase verfügt KTG Agrar über Assets wie das im Eigentum befindliche Ackerland und das Biogasgeschäft (stille Reserven: konservativ 105 Mio. Euro mit Wertsteigerungspotenzial). Diese bieten für die Anleihegläubiger eine wichtige Sicherheit. Trotz der hohen Zinsbelastung erwarten wir die EBIT Interest Coverage weiter über der Marke von 1.

Assets bieten für Anleihegläubiger Sicherheit



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Unternehmensüberblick

Unternehmensprofil

Prozentual zweistelliges Umsatz- und EBITDA-Wachstum

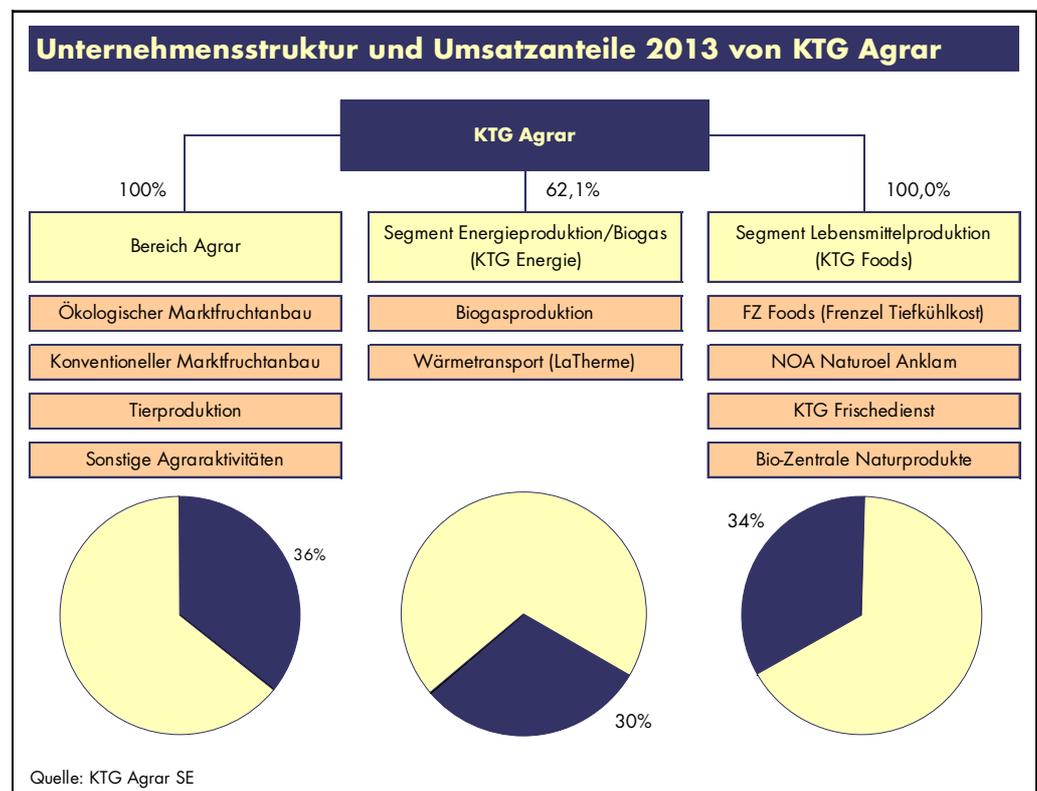
Cashflowstarkes Biogassegment, Skalenerträge in der Lebensmittelproduktion

Verbesserter Cashflow, hohe stille Reserven

Mit einer Ackerfläche von 43.700 Hektar in Ostdeutschland und Litauen ist KTG Agrar eines der größten Agrarunternehmen in Europa - mit einem starken Standbein im ökologischen Marktfruchtanbau. KTG Agrar hat in den letzten Jahren eine Wachstumsstrategie (CAGR 2009 bis 2013 Umsatz: +50%; EBITDA: +29%) mit einem Ausbau der Wertschöpfungskette (Einstieg in die Biogas- und Lebensmittelproduktion) verfolgt. Angesichts einer von kleinen Landwirtschaftsbetrieben auf der einen und großen Agrar- und Nahrungsmittelkonzernen auf der anderen Seite geprägten Branche halten wir diesen Managementansatz für richtig.

Als Wachstumstreiber sehen wir die Segmente Energieproduktion/Biogas und Lebensmittelproduktion (Tiefkühlprodukte, Convenience Food, Frischezentrum für Kartoffeln und Gemüse etc.). Für die Anleihegläubiger von hoher Bedeutung ist das hochmarginige Biogassegment. Durch den Ausbau der Kapazitäten im Vorfeld der EEG-Novellierung zum 01.08.14 auf 53 MW hat sich KTG Agrar nach unseren Berechnungen Umsätze von über 80 Mio. Euro und ein EBITDA von über 25 Mio. Euro gesichert. Mit dem Ausbau der Lebensmittelproduktion verstetigt und internalisiert KTG Agrar das Margenniveau. Wir gehen davon aus, dass KTG Agrar 2016 mit einem Umsatz von 335 Mio. Euro und einem EBIT von 45 Mio. Euro die Zielsetzung für 2016/2017 von 330 Mio. Euro bzw. 35 Mio. Euro übertrifft.

Ein Aspekt ist die hohe Nettofinanzverschuldung, die zu einer respektablen Zinsbelastung führt. Wir rechnen durch ein sukzessiv verbessertes Working Capital-Management und einen sinkenden Capex in den nächsten Jahren mit einer deutlichen Verbesserung des Cashflows. Mit rd. 6.000 Hektar Ackerland vor allem in Ostdeutschland und den Biogasanlagen verfügt KTG Agrar zudem über stille Reserven von geschätzt durchschnittlich 105 Mio. Euro.



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

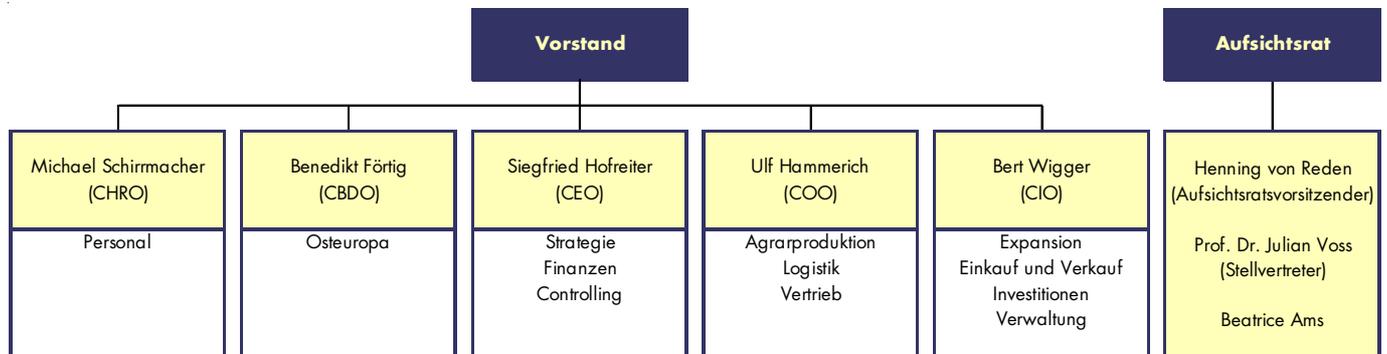
Historische Entwicklung

Meilensteine	
1994	<ul style="list-style-type: none"> • Beginn der Geschäftsaktivitäten in Ostdeutschland
1996	<ul style="list-style-type: none"> • Start des ökologischen Marktfruchtanbaus
1999	<ul style="list-style-type: none"> • Einstieg in den konventionellen Marktfruchtanbau durch die Akquisition von PAE
2000	<ul style="list-style-type: none"> • Gründung der KTG Agrar GmbH
2004	<ul style="list-style-type: none"> • Rechtsformwechsel in eine Aktiengesellschaft
2005	<ul style="list-style-type: none"> • Markteintritt in Litauen durch Gründung einer Tochtergesellschaft • Beginn der Biogas-/Biomasseproduktion
2006	<ul style="list-style-type: none"> • Bau der ersten zehn Biogasanlagen beginnt
2007	<ul style="list-style-type: none"> • Ramp-Up der Biogasproduktion zur Strom- und Wärmeerzeugung • IPO im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse
2008	<ul style="list-style-type: none"> • Kontinuierlicher Ausbau der Ackerfläche auf über 25.000 Hektar • Gründung eines dritten Produktionsstandortes in Litauen • Zum Jahresende Biogasanlagen mit einer Kapazität von 7,8 MW installiert • Kapitalerhöhung um 430.000 Aktien zu je 15,00 Euro (Erlös: 6,5 Mio. Euro)
2009	<ul style="list-style-type: none"> • Ackerfläche auf über 29.000 Hektar vergrößert • Biogasanlagen mit einer Kapazität von 9,6 MW errichtet • Kapitalerhöhung um 430.000 Aktien zu je 12,70 Euro (Erlös: 5,5 Mio. Euro)
2010	<ul style="list-style-type: none"> • Ausbau der Ackerfläche auf 32.500 Hektar und der Biogaskapazitäten auf 16,0 MW • Erste Anleihe (Biowertpapier I) über 50,0 Mio. Euro begeben • Kapitalerhöhung um 516.000 Aktien zu je 16,00 Euro (Erlös: 8,3 Mio. Euro)
2011	<ul style="list-style-type: none"> • Ackerfläche auf 35.000 Hektar und Biogaskapazität auf 27,1 MW erhöht • Begebung der zweiten Anleihe (Biowertpapier II) - Aufstockung auf mittlerweile 200 Mio. Euro • Übernahme von Frenzel (heute FZ Foods) und der Ölmühle Anklam
2012	<ul style="list-style-type: none"> • IPO der Biogastochter KTG Energie im Entry Standard (Erlös: 24,5 Mio. Euro) - KTG Agrar bleibt mit mittlerweile 62,1%% Mehrheitsaktionär • Tochter KTG Energie emittiert Mittelstandsanleihe - Aufstockung auf mittlerweile 45 Mio. Euro
2013	<ul style="list-style-type: none"> • Ausbau der Ackerfläche auf 42.600 Hektar sowie der Biogaskapazitäten auf 41,0 MW • Umwandlung in KTG Agrar SE • Beteiligung (17,2%) an der russischen Sojuz-Gruppe (Preis: 15 Mio. Euro)
2014	<ul style="list-style-type: none"> • Bündelung der Unternehmen Frenzel Tiefkühlkost, Bio-Zentrale Naturprodukte, Ölmühle Anklam, und der KTG Frischediens Linthe unter dem Dach der KTG Foods SE • KTG Energie baut vor EEG-Novellierung Kapazitäten bis 31.07. auf 53,0 MW aus • Begebung des KTG Agrar Biowertpapiers III im Volumen von 50 Mio. Euro - Umtauschangebot an Gläubiger des KTG Agrar Biowertpapiers I

Quelle: KTG Agrar SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Management



Quelle: KTG Agrar SE

Siegfried Hofreiter (CEO; Jahrgang 1962)

- verantwortet die Bereiche Strategie, Finanzen und Controlling
- seit 2007: Vorstandsvorsitzender der KTG Agrar
- seit 1995: selbständiger Landwirt und Unternehmensberater; Aufbau der KTG-Gruppe mit dem Bruder Werner Hofreiter und der Lebensgefährtin Beatrice Ams
- 1991-1994: Betriebsleiter eines landwirtschaftlichen Marktfruchtbetriebs
- 1989-1990: Tätigkeit in den USA bei der Bewirtschaftung von großen Agrarbetrieben
- gelernter Landwirt

Ulf Hammerich (COO; Jahrgang 1964)

- verantwortet die Bereiche Agrarproduktion, Logistik und Vertrieb
- seit 2008: Vorstand der KTG Agrar
- seit 2000: Tätigkeit in leitender Funktion bei KTG Agrar
- 1999-2000: Leiter des operativen Geschäftes für Landwirtschaftsunternehmen in Ostdeutschland, Ungarn und in der Slowakei bei der ABG Holding
- 1993-1999: Tätigkeit im Bereich Landwirtschaft der Treuhandanstalt; Leitung der Umstrukturierung, Zwischenbewirtschaftung und Privatisierung von Unternehmen
- gelernter Landwirt und Diplomingenieur

Bert Wigger (CIO; Jahrgang 1970)

- verantwortet die Bereiche Expansion, Einkauf/Verkauf, Investitionen und Verwaltung
- seit: 2011: Vorstand bei KTG Agrar
- 2007-2011: Aufsichtsrat der KTG Agrar
- seit 1997: vermehrt Insolvenzverwalter bei der Be- und Verwertung von Industrie- und Landwirtschaftsbetrieben; Steuerung von M&A-Prozessen
- 1991: Aufbau des landwirtschaftlichen Fachmaklers Wigger Immobilien in Mecklenburg-Vorpommern - Restrukturierung zahlreicher Unternehmen
- gelernter Industriekaufmann

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Michael Schirmmacher (CHRO; Jahrgang 1959)

- verantwortet den Bereich Human Resources
- seit 01.07.2014: Vorstand bei KTG Agrar
- 1996-2014: geschäftsführender Gesellschafter von Schirmmacher Pro Consulting selbständiger Trainer und Coach
- seit 2010 Aufsichtsratsmitglied bei Fischer Gebäudetechnik
- 1985-1996: bei der Firma Viessmann tätig leitender Mitarbeiter für Personalentwicklung und Fortbildung (Akademie) vertriebsorientiertes Schulungswesen (lizenzierter Trainer und Berater) Prozessbegleitung der Führungskräfteentwicklung
- Studium der Betriebswirtschaftslehre in Marburg und Düsseldorf mit Abschluss „staatlich geprüfter Betriebswirt“

Benedikt Förtig (CBDO; Jahrgang 1984)

- verantwortet die Bereiche Osteuropa, internationale Expansion, Landtechnik & Investor Relations
- seit 2014: Vorstand bei KTG Agrar
- 2010-2014: Vorstandsreferent bei KTG Agrar
- 2004-2009: geschäftsführende Tätigkeit in zwei Startup-Unternehmen
- Studium der Wirtschaftswissenschaften & Unternehmensführung

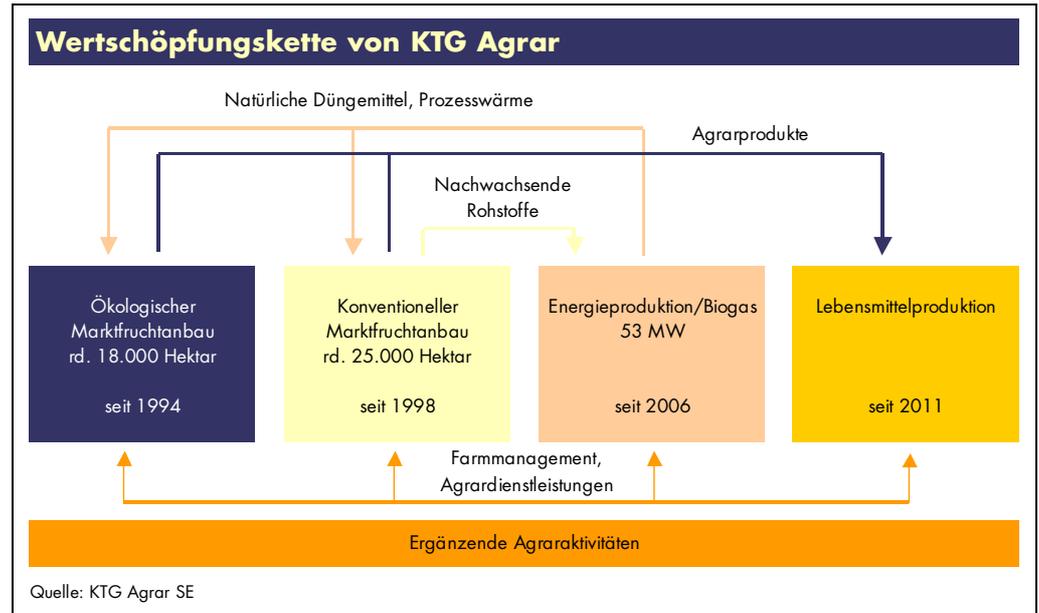
Dem Aufsichtsrat gehören Henning von Reden (Vorsitzender), Prof. Dr. Julian Voss (Stellvertreter) und Beatrice Ams an. Beatrice Ams ist die Lebensgefährtin von CEO Siegfried Hofreiter und Großaktionärin von KTG Agrar.

Strategische Perspektiven

Integriertes Geschäftsmodell

Ausbau der Wertschöpfungskette

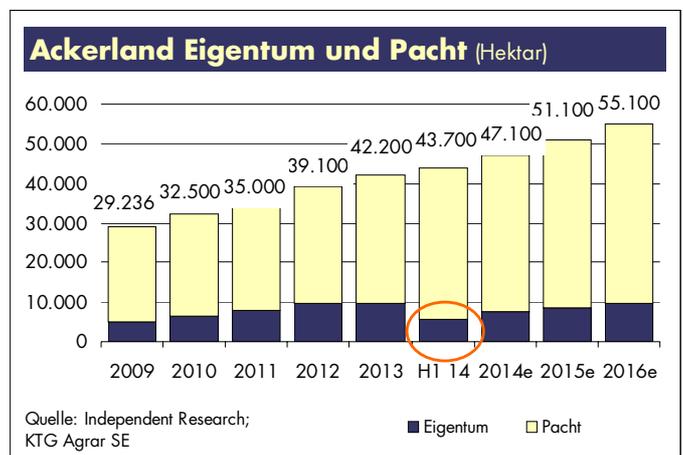
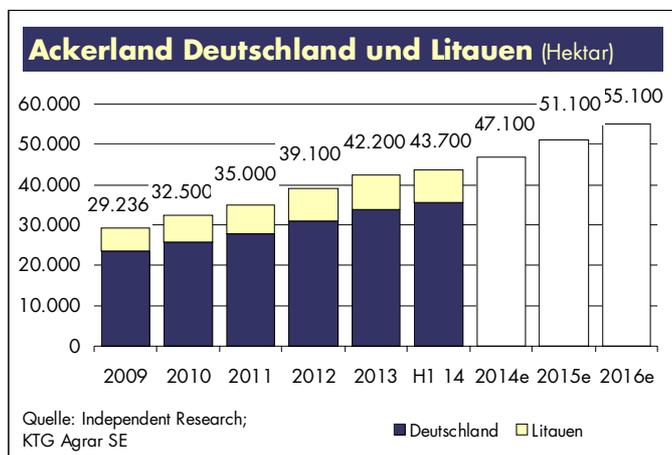
KTG Agrar verfolgt ein integriertes Geschäftsmodell. Die Wertschöpfungskette wurde in den letzten Jahren ausgebaut: Ausgehend vom Ackerbau (ökologisch und konventionell) über die Biogasproduktion (seit 2006) bis zur Lebensmittelproduktion und -logistik (seit 2011).



Marktfreuchtanbau: Eines der flächengrößten Unternehmen in Europa

Über 40.000 Hektar - Ziel über 50.000 Hektar

Mit aktuell 43.700 Hektar gehört KTG Agrar zu den flächenstärksten Landwirtschaftsbetrieben in Europa. Die Flächen liegen geografisch diversifiziert in Ostdeutschland (35.500 Hektar) und in Litauen (8.200 Hektar). Damit können auch landwirtschaftstypische Risiken wie witterungsbedingte Minderernten minimiert werden. KTG Agrar hat darüber hinaus Zugriff auf 8.000 Hektar Ackerland in Rumänien (Farmmanagement für Dritte) und auf 50.000 Hektar in Russland (Joint-Venture Sojuz mit Tönnies; mittelbarer KTG Agrar-Anteil: 17,2%).



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Lebensmittelproduktion - Produkte und Marken					
	Marken	Produkte	Standort	Produktion	Start
Produktion					
FZ Foods (Frenzel Tiefkühlkost)	Frenzel, biofarmers	- Kartoffelspezialitäten, Convenience Food (Kohlrouladen, Kartoffelpuffer und Gemüse in Dampfschalen)	Ringleben	- 10.000 m ² Produktionsfläche - Verarbeitung: 20.000 Tonnen Kartoffeln und 25.000 Tonnen Gemüse p.a.	Q1 2011
NOA Naturoel Anklam (Ölmühle Anklam)	u.a. Die Landwirte, biofarmers	- Speiseöle (Soja, Raps)	Anklam	- Verarbeitung: >100.000 Tonnen Raps und 12.000 Tonnen Soja	Q2 2011
KTG Frischedienst	u.a. Die Landwirte, biofarmers	- frische Kartoffeln und Gemüse	Linthe (bei Berlin)	- >12.000 m ² Produktionsfläche - 400 Tonnen abgepacktes Gemüse pro Tag - Lager: 12.000 Tonnen Kartoffeln in 6.450 Boxen	Q3 2013
Bio-Zentrale Naturprodukte	Die Landwirte, biozentrale	- Müsliriegel und Fruchtschnitten	Wittibreut	- 1.800 m ² Produktionsfläche	Q3 2013
Vertrieb/Vermarktung					
Bio-Zentrale Naturprodukte	u.a. biozentrale, BIO-KIDS, Mühlenbach	- einer der führenden Vermarkter von Bio-Lebensmitteln	Köln, Ulbering	-	Q1 2013
Die Landwirte (Verbund von 18 Betrieben von KTG Agrar)	Die Landwirte	- Müslis, Kartoffel-Pfannengerichte, Kartoffelboxen, Speiseöle	-	-	Q3 2013

Quelle: KTG Agrar SE

Einer der größten Öko-Landwirte in Europa

Mit einer Bio-Anbaufläche von 18.000 Hektar gehört KTG Agrar zu den größten Öko-Landwirten in Europa. Die größten ökologischen Flächen liegen in Putlitz, Schönfließ (nahe Berlin) und Altjeßnitz (bei Leipzig) sowie in Litauen. 25.000 Hektar werden konventionell genutzt. Beim Anbau fokussiert sich KTG Agrar zunehmend auf umsatzstärkere Produkte wie Soja, Raps, Kartoffeln und Gemüse. Die Produkte werden im Direktvertrieb an Verarbeitungsbetriebe der Lebensmittel- und Futterindustrie geliefert. Hauptabsatzländer für ökologische Produkte sind Deutschland, Dänemark, die Niederlande, Großbritannien und die Schweiz. Mit den Abnehmern werden i.d.R. Dreijahreskontrakte vereinbart, was KTG Agrar eine gute Planbarkeit verschafft. Der Vertrieb konventioneller Produkte erfolgt über die KTG Getreidelager (KTG Agrar-Anteil: 33%). Zur Sicherung der Absatzpreise werden physische Future-Kontrakte vereinbart. Für die Ernte 2014 hat KTG Agrar wie üblich rd. 50% der konventionellen Ernte kontraktiert.

Internalisierung der Margen durch Lebensmittelproduktion

Vorwärtsintegration durch Aufbau der Lebensmittelproduktion

Mit dem 2011 begonnenen Aufbau des Segments Lebensmittelproduktion ist KTG Agrar erstmals mit eigenen Produkten direkt an den Endverbraucher herangetreten. Vor Kurzem wurden die Aktivitäten in der Tochter KTG Foods SE gebündelt. Aus strategischer Sicht bringt der Schritt für den Konzern mehrere Vorteile:

- Nutzung der Kompetenz in der Öko-Landwirtschaft durch Fokus auf Bioprodukte
- Verringerung der Abhängigkeit von den schwankenden Weltmarktpreisen für landwirtschaftliche Produkte (Lebensmittelpreise sind stabiler)
- Internalisierung der Margen der Lebensmittelproduzenten
- Größenvorteile (signifikante Umsatzsteigerung)

In der Lebensmittelproduktion nutzt KTG Agrar die Synergien mit dem Segment Marktfruchtanbau. Auf einem Teil der Ackerflächen werden Kartoffeln, Gemüse (Erbsen, Karotten, Wurzelgemüse, Zwiebeln) oder Getreide angebaut, die im Anschluss von KTG Agrar zu tiefgekühlten

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Weitere Investitionen von 10 Mio. Euro geplant

Markenstrategie soll Margenniveau stützen

Sichere, kostengünstige Versorgung mit Silage

Fokus auf Übernahmen und Repowering

Kartoffel- und Gemüsespezialitäten (Frenzel) oder Müsli verarbeitet werden. In Rumänien wird überwiegend Soja angebaut, das von der Ölmühle Anklam zu Bio-Sojaöl verarbeitet wird. Wir schätzen, dass rund 20% der Produktion des Marktfruchtsegments für die Lebensmittelproduktion verwendet wird - mit dem erklärten Ziel, diese Quote auf 50% zu erhöhen.

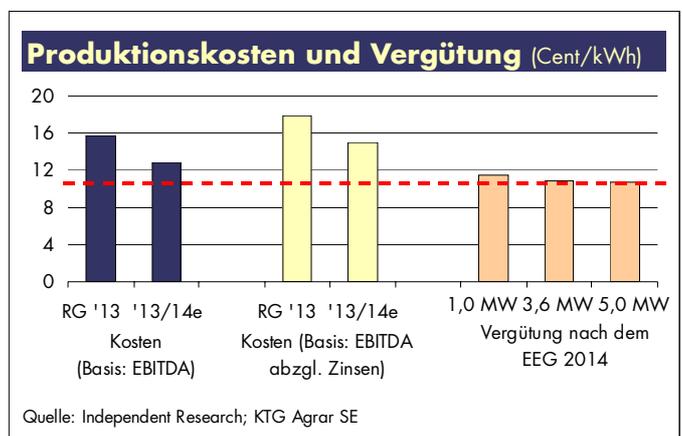
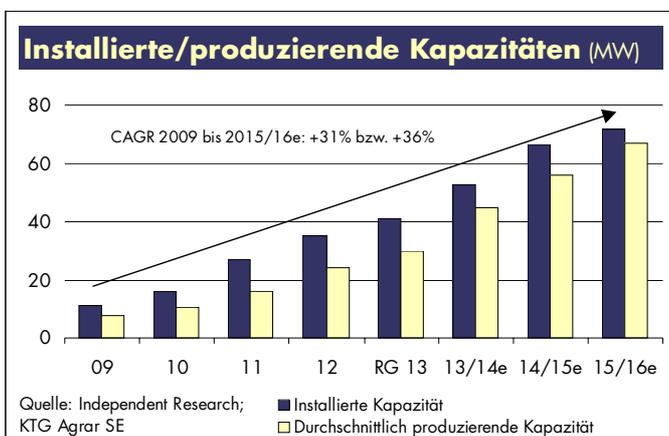
Bisher hat KTG Agrar in den Aufbau des Segments 30 Mio. Euro investiert (Übernahmen und Kapazitätserweiterungen) - zuzüglich Investitionen in das Working Capital. Für den weiteren Kapazitätsausbau (u.a. bei Müsliriegeln, Aufbau einer Tofu-Fabrik) und Marketingkampagnen veranschlagt KTG Agrar in den nächsten Jahren einen Capex von 10 Mio. Euro.

Potenzial sehen wir in der geografischen Expansion in Deutschland (bisher in Ostdeutschland stark) und im Ausland (Ziel Auslandsumsatz: 20% (aktuell: 5%)). Die wichtigsten Kunden sind Edeka/Netto, REWE/Penny und die Schwarz-Gruppe (Kaufland, Lidl). Durch die zunehmende Aktivität großer Einzelhandelsketten im Bio-Segment steigt für KTG Agrar der Preisdruck. Dies zeigt sich an den EBIT-Margen von Frosta (rd. 5%) und ADM Hamburg (ca. 2%). Insofern ist die Markenstrategie von KTG Agrar zielführend (Ziel: 80% (aktuell: 60%) Markenprodukte). Mittelfristig halten wir EBIT-Margen von 5% bis 6% (Ziel 2016/2017: >3%) für realistisch.

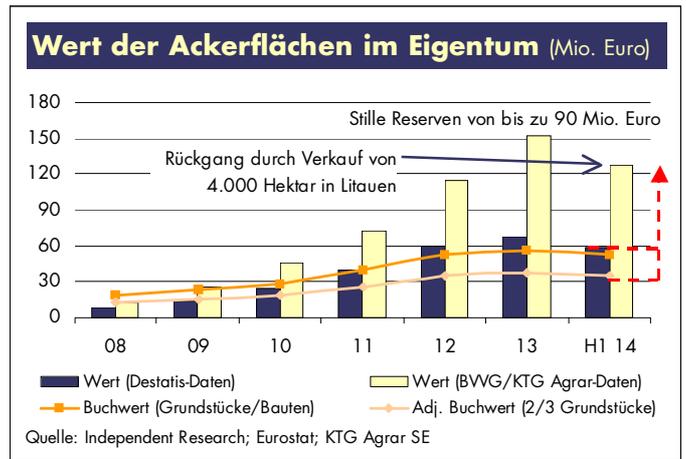
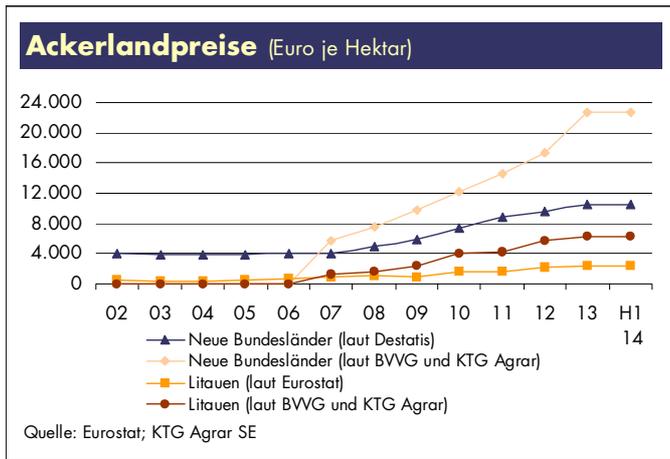
Wachstum durch Akquisitionen und Repowering im Biogassegment

Auch im Biogassegment nutzt KTG Agrar die Synergien mit dem Marktfruchtanbau. Auf den konventionellen Flächen baut KTG Agrar die Inputstoffe für die Biogasproduktion an (auf geschätzt 11.500 Hektar). Die autarke Rohstoffversorgung ist u.E. ein erheblicher Wettbewerbsvorteil - mit Blick auf die sichere Belieferung und die stabilen Kosten für Silage. Rund 60% der Inputstoffe sind Zweifrüchte (Hirse und Kleegräser). Damit kann die ausschließlich für den Anbau nachwachsender Rohstoffe benötigte Fläche auf aktuell 5.000 Hektar begrenzt werden.

Mit dem Ende Juli erfolgten Ausbau der Biogaskapazitäten auf 53,0 (31.12.13: 41,0) MW hat sich KTG Agrar noch die Vergütung der Bestandsanlagen nach dem EEG 2004-2012 gesichert. Mit den Kapazitäten hat KTG Agrar nach unseren Berechnungen einen Umsatz von über 80 Mio. Euro und ein EBITDA von über 25 Mio. Euro "staatlich garantiert" eingelaggt. Die Produktionskosten taxieren wir im Biogasanlagenportfolio von KTG Agrar auf 13 bis 16 Cent/kWh (Basis: EBITDA) bzw. 15 bis 18 Cent/kWh (Basis: EBITDA abzüglich Finanzierungskosten). Der Neuanlagenbau ist damit nach dem novellierten EEG 2014 mit einer Vergütung von rd. 11 (EEG 2012: ca. 20) Cent/kWh nicht mehr profitabel. Wir rechnen daher damit, dass sich KTG Agrar künftig auf die Übernahme von unter der maximalen Kapazität laufenden Biogasanlagen fokussiert. Deren Optimierung bleibt lukrativ, weil diese Anlagen bis zur



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



Kapazitätsgrenze nach dem EEG 2012 vergütet werden. Zudem erwarten wir Kapazitätserweiterungen bei Bestandsanlagen. Zwar dürften die zusätzlichen Kapazitäten nach den niedrigeren Sätzen des EEG 2014 vergütet werden. Der Capex für Kapazitätserweiterungen ist aber mit 1 bis 2 Mio. Euro/MW niedriger als bei Neuanlagen (4 bis 5 Mio. Euro/MW).

Hohe stille Reserven bei Ackerland

KTG Agrar hat in Litauen 4.000 Hektar Ackerland für 20 Mio. Euro verkauft. Mit dem Buchgewinn von 6,2 Mio. Euro wurde ein Teil der stillen Reserven aufgedeckt. Die ca. 5.500 Hektar Eigentumsfläche in Ostdeutschland und 400 Hektar in Litauen dürften einen Verkehrswert von 70 bis 125 Mio. Euro haben. Das obere Ende dieser Spanne ist u.E. realistischer, da sie auf den Daten der renomierten BVVG (Bodenverwertungs- und -verwaltungs GmbH) beruhen. Bei einem Buchwert von 35 Mio. Euro verfügt KTG Agrar über stille Reserven bei Ackerland von 35 bis 90 Mio. Euro. Bei der 62,1%-Tochter KTG Energie dürften diese gemessen am Börsenwert (Wert des Anteils: 49 Mio. Euro; Buchwert: 4 Mio. Euro) bei 45 Mio. Euro liegen. Bei einer vollständigen Hebung der konservativ gemittelten stillen Reserven von 105 Mio. Euro würde die Eigenkapitalquote von KTG Agrar auf 28% (30.06.14: 16,5%) steigen.

Die stillen Reserven könnten weiter steigen. Das knappe Ackerland und die in Ost- und Westdeutschland vergleichbaren Bodenqualitäten sprechen für eine weitere Annäherung der ostdeutschen an die westdeutschen Flächenpreise. Die Preisentwicklung zeigt (CAGR 2006 bis 2013 Ostdeutschland: +26%; Westdeutschland: +7%), dass die Fremdfinanzierung der Eigentumsflächen (max. Anleihezins von ca. 7%) auch relativ zur Pacht (Pachtrate: rd. 3%) attraktiv ist und sich ein (teilweiser) Flächenverkauf in einigen Jahren zu höheren Preisen lohnt.

Stille Reserven bei Ackerland und Biogasanlagen von gemittelt 105 Mio. Euro

Weiteres Wertsteigerungspotenzial

Guidance nach Segmenten für 2016/2017						
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegung :	Guidance KTG Agrar 2016/2017				Prognose Konzern 2016e	Ist Konzern 2013
	Mio. Euro	Agrar*	Lebens- mittel	Biogas		
Umsatz	ca. 80	ca. 150	ca. 100	330	335	165
EBIT	>15	>5	>15	35	45	15**
EBIT-Marge (in % des Umsatzes)	19%	3%	15%	11%	13%	9%

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE * Markfruchtanbau, Tierproduktion, sonstige Agraraktivitäten ** bereinigt

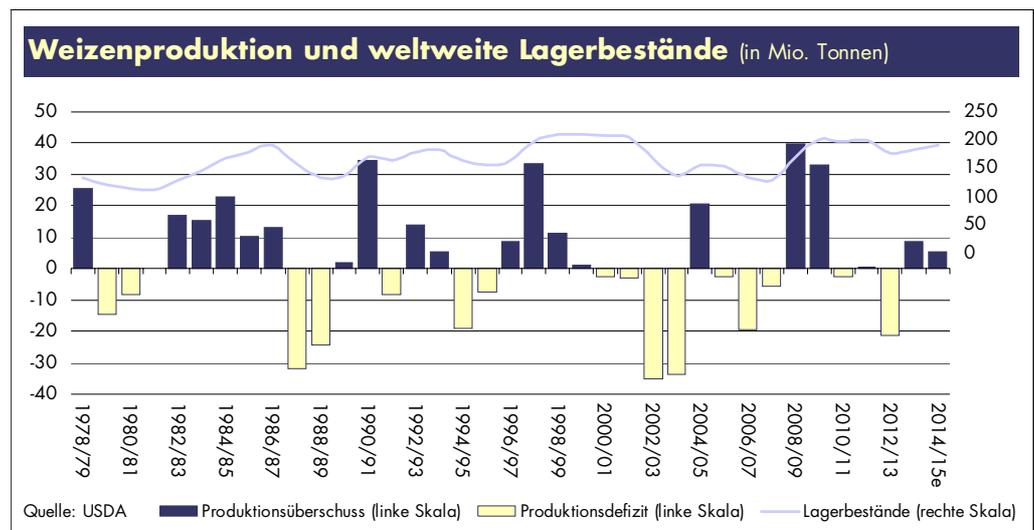
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Marktumfeld und Wettbewerb

Neue Produktionsrekorde für Weizen erwartet

Produktionsrekorde nach überstandener Dürre in Russland und USA

Nach dem großen Produktionsdefizit in der Erntesaison 2012/2013 (-21,1 Mio. Tonnen) wird in der abgelaufenen (2013/14) sowie in der beginnenden Erntesaison 2014/15 mit Produktionsüberschüssen und neuen Produktionshöchstständen gerechnet. Vor allem die Länder, die 2012/13 von einer schweren Dürre betroffen waren (USA, Russland, Osteuropa), tragen einen großen Teil zu den starken Produktionszuwächsen bei.



Stock-to-Use-Ratio mit 26% weiterhin auf niedrigem Niveau

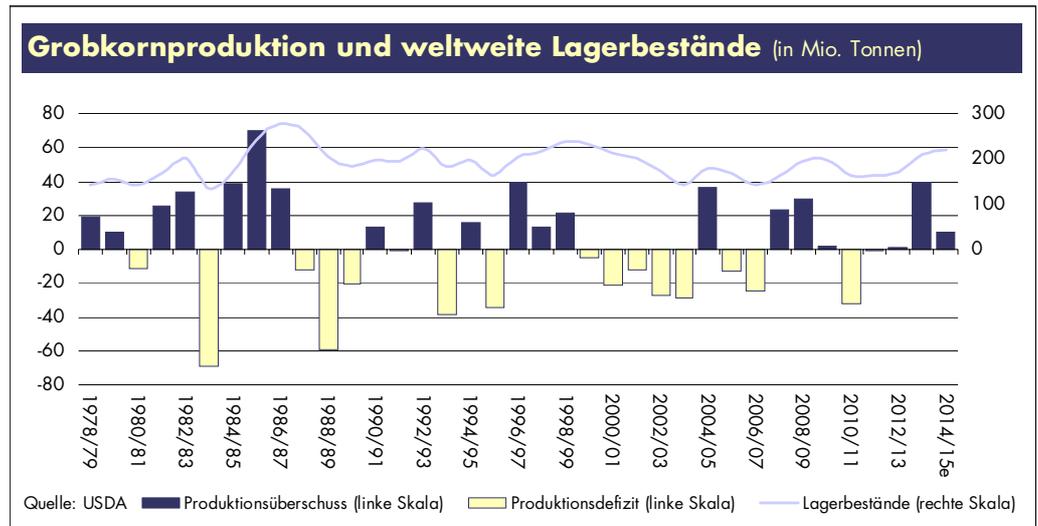
Für Weizen hat das US-Landwirtschaftsministerium (USDA) für 2013/14 die weltweite Produktionsprognose mehrmals auf den Rekordwert von mittlerweile 714,1 (658,2; bisheriges Rekordjahr 2011/12: 697,2) Mio. Tonnen angehoben. Insbesondere wichtige Exportländer wie Russland (52,1 (2012/13: 37,7) Mio. Tonnen, die Ukraine (22,3 (2012/13: 15,8) Mio. Tonnen) aber auch die osteuropäischen EU-Mitglieder konnten nach überstandener Dürre ihr Produktionsvolumen stark steigern. Das USDA erwartet für das Jahr 2013/14 einen Anstieg der weltweiten Lagerbestände auf 184,3 (2012/13: 175,6) Mio. Tonnen. Die Stock-to-Use-Ratio bleibt mit 26% auf einem niedrigen Wert, vor allem vor dem Hintergrund, dass die großen strategischen Reserven von China (32% der weltweiten Lagerbestände) und Indien (10%) dem Markt nicht zur Verfügung stehen. Für die kommende Erntesaison 2014/15 erwartet das USDA eine Stabilisierung des Produktionsvolumens oberhalb von 700 Mio. Tonnen.

Ähnliche Entwicklung bei Mais

Sprunghafter Anstieg der weltweiten Maisproduktion

Bei Mais gestaltet sich die Entwicklung ähnlich. In Folge der überstandenen Dürre im wichtigsten Produktionsland USA steigt die weltweite Maisproduktion laut USDA-Angaben in der Erntesaison 2013/14 sprunghaft auf 984,4 (2012/13: 868,8) Mio. Tonnen an. Allein die USA konnte ihren Output um rd. 80 Mio. Tonnen auf 353,7 (2012/13: 273,8) Mio. Tonnen erhöhen. Im kommenden Jahr erwartet das USDA sowohl weltweit als auch für die USA stabile Erntemengen. Auch wenn die Produktionsmenge den weltweiten Verbrauch 2013/14 um rd. 33 Mio. Tonnen übersteigt, bleibt die Stock-to-Use-Ratio mit 18% auf einem bedenklich niedrigen Niveau.

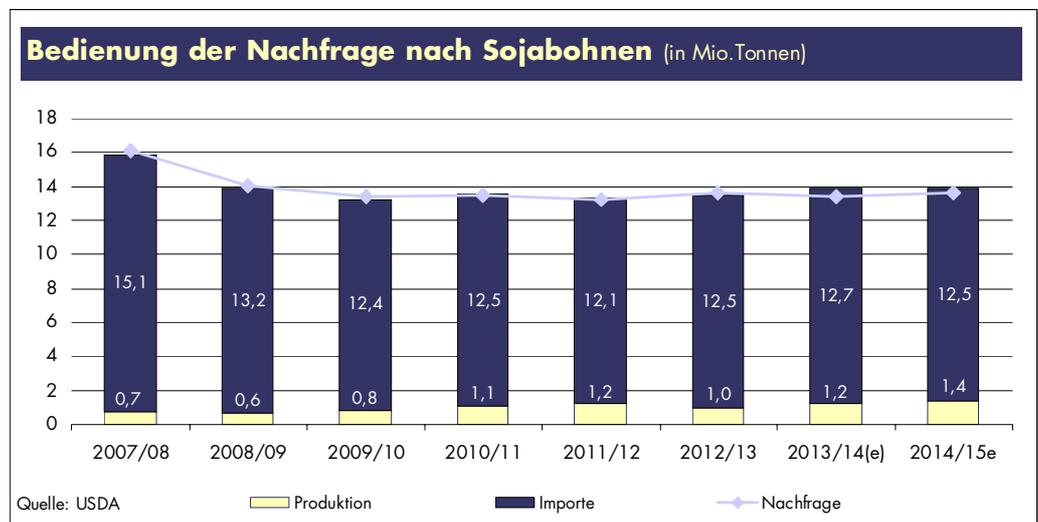
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



Steigende Nachfrage nach Sojaprodukten in Deutschland

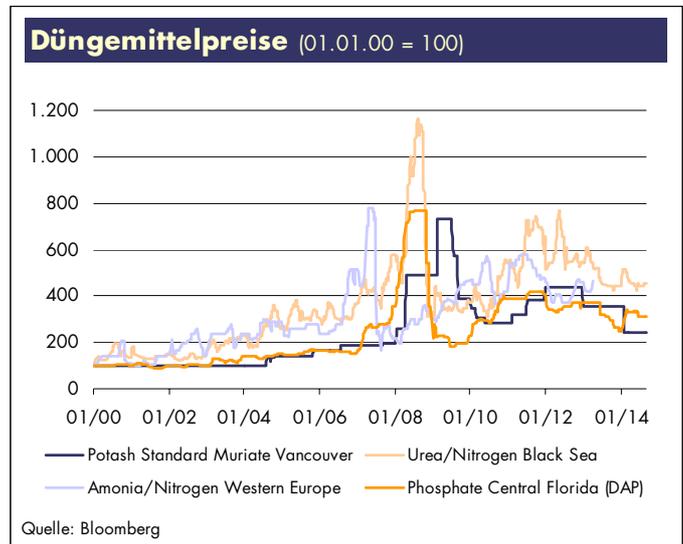
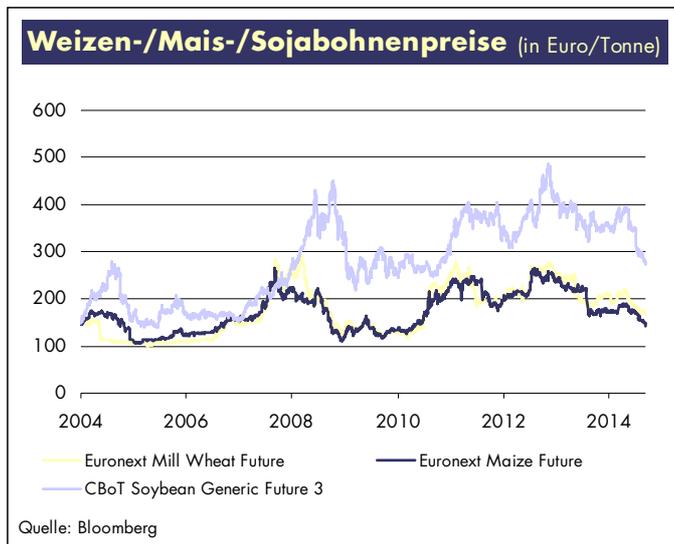
Konstante Nachfragesituation auf dem europäischen Sojaproduktmarkt

Für KTG Agrar spielen sowohl Weizen als auch Mais eine zunehmend geringere Rolle. Zukünftig legt KTG Agrar den Fokus auf höherwertige Produkte, die auch in der Lebensmittelproduktion verwendet werden können - beispielsweise Soja, Kartoffeln sowie Gemüse. Auf dem europäischen Markt (EU-28) für Sojabohnen, deren Anbau die KTG Agrar seit einiger Zeit vor allem über das Farmmanagement in Rumänien verstärkt betreibt, ist eine relativ konstante Nachfragesituation zu erkennen. Diese bewegt sich seit Jahren im Bereich zwischen 13 und 14 Mio. Tonnen pro Jahr. Der Großteil dieser Nachfrage (>90%) wird allerdings durch Importe bedient. Hier bietet sich für KTG Agrar die Chance, Marktanteile zu gewinnen, vor allem auf Grund des Trends zu regionalen Produkten, wie ihn KTG Agrar verspürt. Mit Blick auf Deutschland hat die GfK 2013 einen Anstieg der Nachfrage nach Milchersatzprodukten aus Soja oder ähnlichen natürlichen Erzeugnissen wie Dinkel oder Hafer auf 2,6 (2011: 2,2) Mio. Menschen in Deutschland festgestellt. Auch verzeichneten die Verkäufe von Frischfleisch im Discountbereich in H1 2014 laut KTG Agrar einen Einbruch von rd. 11%. Dies erklärt KTG Agrar mit dem Trend weg vom tierischen hin zum pflanzlichen Eiweiß. Die KTG Agrar-Tochter Bio-Zentrale hat bereits Produkte auf Sojabasis im Sortiment. Zudem plant



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Frenzel für den Tiefkühlbereich die Aufnahme von Soja- bzw. Tofuprodukten. Zur Bedienung des entstehenden Bedarfs wird eine Verdoppelung der Anbauflächen für Soja in Rumänien auf insgesamt 12.000 Hektar angestrebt. Dies hat zudem den positiven Nebeneffekt, dass der Umsatz pro Hektar beim Anbau von Soja höher ist als bspw. beim Anbau von Weizen.



Fokus liegt zukünftig vor allem auf Soja- sowie Wurzelgemüsepreis

Eigenerzeugung von ökologischem Dünger macht KTG Agrar unabhängiger

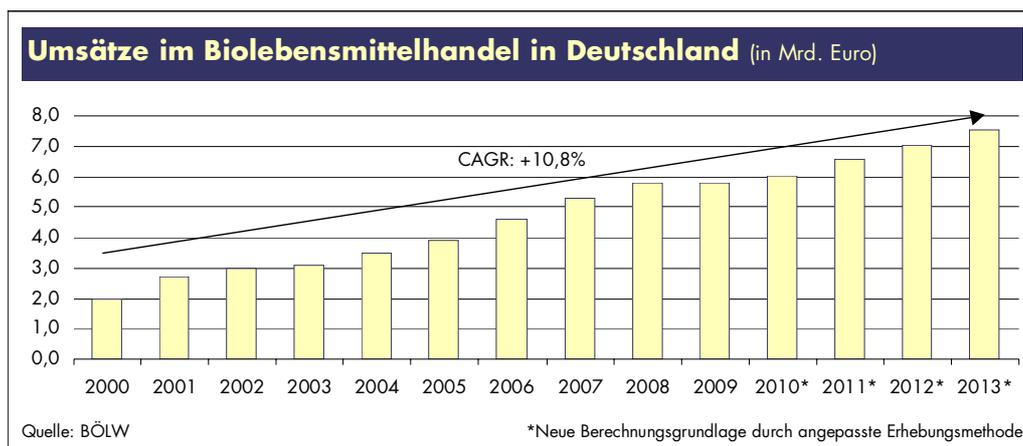
Durch die Erhöhung der Produktionsmenge sowie die Ausweitung der Lagerbestände nach dem Ende der Dürre des letzten Jahres kam es zu einem Rückgang der Preise für Weizen (1 Jahr: -11%), Mais (1 Jahr: -16%) und Sojabohnen (1 Jahr: -27%). Insbesondere der Weizen- und Maispreis sind allerdings zunehmend unwichtiger für KTG Agrar. Der Großteil der Weizen-ernte wird regional weiterverarbeitet, die Preise auf dem internationalen Markt spielen daher nur eine untergeordnete Rolle. Eine größere Bedeutung haben der Sojapreis, aber auch der Preis für Wurzelgemüse und Kartoffeln, auf deren Anbau zukünftig der Fokus gelegt werden soll. Darüber hinaus besteht durch die eigene Weiterverarbeitung der Agrarprodukte ein gewisser Hedging-Effekt. Im gleichen Zeitraum entwickelten sich die Preise für Düngemittel uneinheitlich. Während der Kali-Preis um rd. 31% einbrach, erhöhten sich die Preise für Ammoniak und Phosphat um +12% bzw. +1%. Den negativen Effekt aus sinkenden Preisen für Agrarprodukte und steigenden Düngemittelkosten kann KTG Agrar jedoch durch die Nutzung der Gärreste aus den Biogasanlagen als ökologischen Dünger weitestgehend ausgleichen.

Weiterhin Produktionslücke in Ökolandwirtschaft

Wachstum beim Biolebensmittelumsatz in Deutschland ungebrochen

Laut den Berechnungen des Bundes Ökologische Lebensmittelwirtschaft (BÖLW) hält das Wachstum in der ökologischen Landwirtschaft an. Der Umsatz mit Bioprodukten in Deutschland stieg 2013 um 7,2% auf 7,6 (7,0) Mrd. Euro, was rd. 3,8% am Gesamtumsatz der Lebensmittelbranche bedeutet. Gemessen am Umsatz ist Deutschland weiterhin der größte Markt für Biolebensmittel in Europa, liegt bei Betrachtung des Umsatzes pro Kopf mit 86 Euro allerdings nur im europäischen Mittelfeld. Daher besteht u.E. noch weiteres Potenzial für Wachstum. Gleichzeitig stieg der Anteil ökologisch genutzter landwirtschaftlicher Flächen 2013 nur unterproportional um 1,0% auf 1,045 (1,034) Mio. Hektar. Das entstehende Angebotsdefizit muss daher durch ein steigendes Importvolumen ausgeglichen werden.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



Trotz allem eingeschränkte Marktmacht von KTG Agrar

Durch die Produktionslücke bei Biolebensmitteln sollte KTG Agrar in einer guten Wettbewerbsposition sein. Jedoch wird die Verhandlungsposition von KTG Agrar durch das immer größer werdende Engagement der großen Handelsketten im Bereich der Biolebensmittel (2013: 60% (2010: 54%) der Umsätze an Biolebensmitteln) herausfordernd. Die großen Lebensmitteleinzelhändler erzielen mittlerweile einen zunehmen-

Direkte Wettbewerber in der Lebensmittelproduktion

in Mio. Euro	2009	2010	2011	2012	2013
Frosta (Tiefkühlkost)					
Umsatz	411,3	392,6	385,0	379,9	386,4
EBIT	20,9	17,7	14,9	10,3	18,2
EBIT-Marge	5,1%	4,5%	3,9%	2,7%	4,7%
Working Capital / Umsatz	-	23,5%	22,5%	23,9%	23,2%
Nettovers. / EBITDA	-	1,9	1,7	1,8	1,0
EK-Quote	42,5%	44,9%	47,4%	48,7%	52,5%
Taifun (Bio-Sojaerzeugnisse)					
Umsatz	12,2	13,5	14,5	16,1	-
EBIT	2,0	2,6	2,4	2,7	-
EBIT-Marge	16,4%	19,3%	16,6%	16,8%	-
Working Capital / Umsatz	-	6,7%	2,4%	9,0%	-
Nettovers. / EBITDA	-	0,3	1,2	1,2	-
EK-Quote	58,7%	24,1%	27,4%	33,0%	-
ADM Hamburg (Speiseöl)					
Umsatz	1.082,1	1.122,0	933,1	489,7	449,3
EBIT	18,9	31,8	17,1	7,1	22,6
EBIT-Marge	1,7%	2,8%	1,8%	1,4%	5,0%
Working Capital / Umsatz	-	17,5%	15,6%	11,9%	9,2%
Nettovers. / EBITDA	-	6,0	8,7	10,2	5,5
EK-Quote	14,8%	13,1%	19,7%	17,8%	20,0%

Quelle: Unternehmensangaben

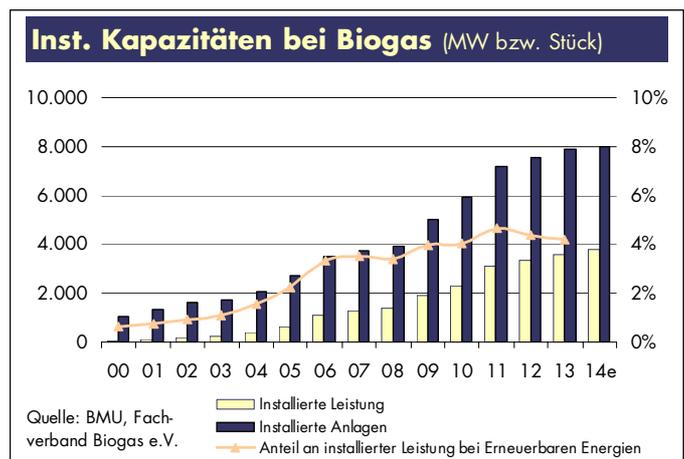
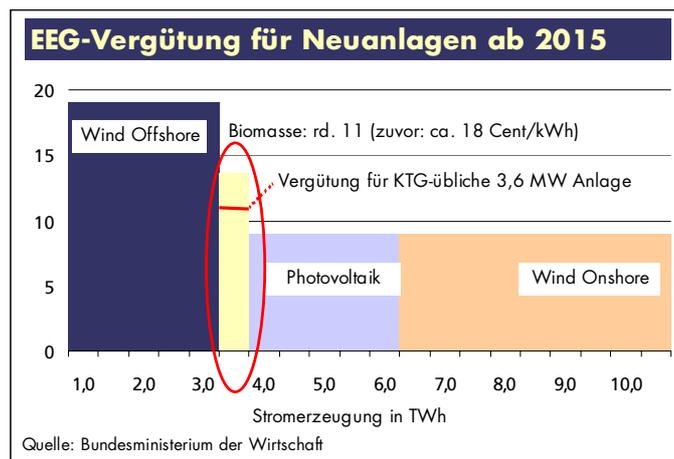
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Handelsketten gewinnen Marktanteile bei Bio-Produkten

den Anteil mit dem Verkauf von Bioprodukten (Edeka: 9%, REWE: 8%, Aldi Süd: 8%, Netto: 6%, Kaufland: 4%; Stand: 2012). In Verbindung mit einem dichten Filialnetz (Edeka: rd. 4.500; REWE Group National: rd. 10.000 (davon 2.200 Penny-Filialen)) verdrängen diese die Naturkostläden bzw. Bio-Supermärkte (rd. 2.000 bzw. 400 Filialen) zunehmend. Laut einer TNS Emnid-Umfrage kaufen 82% der Befragten ihre Bio-Lebensmittel bevorzugt im Supermarkt, wohingegen nur 46% den Naturkostladen bzw. 40% den Bio-Supermarkt vorziehen. Durch die zunehmende Positionierung eigener Marken wie Frenzel (Tiefkühlkost) und Die Landwirte erhofft man sich jedoch eine bessere Verhandlungsposition und damit ein höheres Margenniveau. Derzeit befinden sich Frenzel- und Bio-Zentrale-Produkte im Sortiment der großen Lebensmittel-einzelhändler (u. a. Edeka, REWE, Penny, Netto oder Kaufland).

Mittelfristiges EBIT-Margenziel in der Lebensmittelproduktion von >3,3%

Im Bereich der Bio-Tiefkühlprodukte konkurriert KTG Agrar mit Frosta, Agrarfrost und Wernsing. Eine Konkurrenz zur Ölmühle Anklam ist ADM Hamburg. Einer der Wettbewerber bei Bio-Sojaerzeugnissen ist die Life Food GmbH Taifun. Diese erzielt eine EBIT-Marge von rd. 17% und zeigt das Potenzial, dass für KTG Agrar in diesem Bereich besteht. Aber auch angesichts der EBIT-Margen von Frosta (ca. 5%) und ADM Hamburg (ca. 2%) erscheint das KTG Agrar-Ziel für 2016/2017 von >3,3% EBIT-Marge im Segment Lebensmittelproduktion realistisch.



Über 80 Mio. Umsatz und über 25 Mio. EBIT „staatlich garantiert“

Planungssicherheit des Biogassegments durch novelliertes EEG

Mit der zum 01.08.2014 in Kraft getretenen Novellierung des EEG hat sich die Planungssicherheit für die 62,1%ige Tochter KTG Energie verbessert. Für den Bereich Biomasse wurden einige umstrittene Bestimmungen des Ende Januar vorgelegten Eckpunkte-papiers des Bundeswirtschaftsministeriums entschärft. Die wesentlichen Punkte wurden jedoch bestätigt. Ein zentraler Punkt ist u.E. die Garantie der Einspeisevergütung für Bestandsanlagen. Unseren Berechnungen zufolge ist für KTG Agrar mit dem bis zum 01.08.14 vollzogenen Ausbau der Kapazitäten auf 53 MW (Neubau/Erweiterung der Standorte in Nonnendorf und Quesitz) bereits ein Umsatz von über 80 Mio. Euro und ein EBITDA von über 25 Mio. Euro nach den Konditionen des bis zum 31.07.2014 geltenden EEG "staatlich garantiert".

Als Belastung beim Neubau von Biogasanlagen nach dem novellierten EEG sehen wir die Kürzung der Fördersätze für Biomasse auf rd. 10,8 (bisher: ca. 18; inklusive Gasaufbereitungsbonus: rd. 20) Cent/kWh für eine typische 3,6 MW-KTG Agrar-Anlage. Zudem wurde die umstrittene Streichung des Gasaufbereitungsbonus (1 bis 3 Cent/Nm³) bestätigt. Dieser ist

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Potenzial bei Anlagen für Abfall- und Reststoffvergärung

Optimierung und Repowering von Bestandsanlagen rücken in den Fokus

für KTG Agrar als Betreiber von Großanlagen wichtig. Allerdings dürfte KTG Agrar vom deutlich erhöhten Spielraum bei der Vergärung von Inputstoffen (auch Abfall- und Reststoffverwertung) profitieren (um 35% bis 40% sinkender EEG Vergütung stehen deutlich überproportional sinkende Materialkosten gegenüber; Materialkostenquote von ca. 45%). Zusätzlich wird der jährliche Ausbau der Biomasse auf 100 MW pro Jahr beschränkt. In die Berechnung des jährlichen Kapazitätsausbaus fließt jedoch nur noch die zusätzlich installierte Kapazität ein, womit die Gefahr einer außerordentlichen Degression der Einspeisevergütung sinkt.

Darüber hinaus erhalten Bestandsanlagen, die bisher unter ihrer maximalen Kapazität laufen, bei einer Anlagenoptimierung die volle Vergütung nach dem EEG 2012 für 95% der maximalen Leistung. Wir rechnen daher damit, dass für KTG Agrar der Kauf und die Optimierung von Bestandsanlagen in den Fokus rücken wird. Auch das Repowering von Bestandsanlagen (Erhöhung der Leistung bestehender Anlagen) dürfte an Bedeutung gewinnen. Ein künftiger Streitpunkt könnte die Vergütung für die Repowering-Anlagen sein. Aber auch eine Vergütung der zusätzlichen Kapazitäten nach dem novellierten EEG 2014 dürfte attraktiv sein, da der Capex für Kapazitätserweiterungen (1 bis 2 Mio. Euro pro MW) deutlich niedriger als für den Anlagenneubau (ca. 4,5 Mio. Euro pro MW) ist. Wir rechnen damit, dass bei KTG Agrar unter dem novellierten EEG 2014 insgesamt die Akquisition von Bestandsanlagen, das Repowering sowie der Betrieb von Biogasanlagen mit Rest- und Abfallstoffvergärung in den Fokus rücken.

Biomasse: Änderungen beim EEG 2012 vs. 2014

Änderungen

Vertrauensschutz: EEG trat am 01.08.14 in Kraft - alle davor ans Netz gegangenen Anlagen werden nach dem EEG-Regulierungen 2004-2012 vergütet
Direktvermarktung für alle Neuanlagen ab 500 kW (ab August 2014) bzw. 100 kW (ab Januar 2016)
Begrenzung des jährlichen Zubaus bei Biomasse auf 100 MW - bei Repowering zählt nur die zusätzlich installierte Kapazität
Kürzung der Vergütung auf rd. 11 (bisher: rd. 18) Cent/kWh
Optimierung von unter der möglichen Kapazität laufenden Bestandsanlagen - EEG 2012 gilt für 95% der maximalen Leistung
Ab spätestens 2018 Versteigerung von neuen EEG-Erzeugungskapazitäten
Wegfall des Gasaufbereitungsbonus (1 bis 3 Cent/nm ³) - Flexibilitätsbonus bleibt erhalten (bis aggregierter Zubau (nach 31. Juli 2014) der zusätzlich installierten Leistung erstmals den Wert von 1.350 Megawatt übersteigt)
Besondere Förderung für Abfall- und Reststoffe als Inputmaterialien
Indirekte Mengensteuerung durch die automatische Erhöhung der Degression auf rd. 5% (normal: 2%), wenn in einem Jahr mehr als 100 MW neu installiert worden sind

Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft

Besser planbare und verstärkte Ertragsstruktur

Ingesamt gelingt es KTG Agrar mit dem Aufbau der Energie- und Lebensmittelsegmente, sich gegen volatile Rohstoffpreise abzusichern. Die Kombination aus staatlich garantierten Erlösen im Energiesektor und dem margenstabilen Biosegment bilden einen gut planbaren Ertrags- und Cashflowsockel. Durch stark gestiegene Bodenpreise verfügt KTG Agrar über hohe stille Reserven, die bei Bedarf kurzfristig ganz oder teilweise gehoben werden können. Die ungebrochenen Trends wachsende Weltbevölkerung, Urbanisierung und veränderte Ernährungsgewohnheiten machen KTG Agrar von konjunkturellen Schwankungen weitestgehend unabhängig.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Gewinn- und Verlustrechnung

Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31.12. HGB	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatzerlöse		44,9	77,5	110,2	164,9	245,6	293,9	335,5
Bestandsveränderung		8,0	10,2	9,2	-1,5	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen		0,2	5,3	5,1	4,1	0,5	0,7	0,4
Sonstige betriebliche Erträge		17,7	19,1	43,7	37,8	36,0	32,3	34,5
Gesamtleistung		70,8	112,2	168,2	205,3	282,1	326,8	370,4
Materialaufwand		-24,8	-49,1	-64,3	-94,1	-133,1	-157,6	-177,7
Personalaufwand		-8,4	-11,7	-17,7	-22,2	-31,4	-36,8	-41,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-19,9	-30,3	-49,2	-54,5	-65,5	-77,1	-86,2
EBITDA		17,6	21,1	37,0	34,6	52,1	55,3	65,2
Abschreibungen		-4,2	-6,1	-7,5	-10,6	-14,3	-17,5	-20,4
EBIT		13,4	15,0	29,5	23,9	37,8	37,8	44,9
Finanzergebnis		-2,8	-7,2	-12,3	-18,1	-21,0	-25,0	-25,9
EBT		10,6	7,9	17,1	5,8	16,8	12,8	19,0
Außerordentliches Ergebnis		-6,4	-4,8	-7,7	-2,5	-2,0	0,0	0,0
Steuern vom Einkommen und Ertrag		-1,5	-1,7	-0,9	-3,7	-2,9	-2,9	-4,7
Sonstige Steuern		-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5
Konzernergebnis vor Minderheiten		2,4	1,2	8,4	-0,7	11,4	9,6	13,7
Minderheitenanteile		-0,7	-0,5	0,4	-0,6	-0,7	-2,1	-3,3
Konzernergebnis		1,7	0,7	8,8	-1,2	10,7	7,5	10,5
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)		5,557	5,676	5,676	6,187	6,244	6,244	6,244
EpS (in Euro)		0,31	0,12	1,54	-0,20	1,71	1,20	1,67
DpS (in Euro)		0,15	0,18	0,20	0,22	0,25	0,30	0,40

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Gesamtleistung)

Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	in % 31.12. HGB	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatzerlöse		63,4%	69,1%	65,6%	80,3%	87,1%	89,9%	90,6%
Bestandsveränderung		11,3%	9,1%	5,5%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen		0,3%	4,8%	3,0%	2,0%	0,2%	0,2%	0,1%
Sonstige betriebliche Erträge		25,0%	17,0%	26,0%	18,4%	12,8%	9,9%	9,3%
Gesamtleistung		100,0%						
Materialaufwand		-35,0%	-43,7%	-38,3%	-45,8%	-47,2%	-48,2%	-48,0%
Personalaufwand		-11,9%	-10,4%	-10,5%	-10,8%	-11,1%	-11,3%	-11,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-28,2%	-27,0%	-29,2%	-26,5%	-23,2%	-23,6%	-23,3%
EBITDA		24,9%	18,8%	22,0%	16,8%	18,5%	16,9%	17,6%
Abschreibungen		-5,9%	-5,4%	-4,5%	-5,2%	-5,1%	-5,4%	-5,5%
EBIT		19,0%	13,4%	17,5%	11,6%	13,4%	11,6%	12,1%
Finanzergebnis		-3,9%	-6,4%	-7,3%	-8,8%	-7,5%	-7,6%	-7,0%
EBT		15,0%	7,0%	10,2%	2,8%	5,9%	3,9%	5,1%
Außerordentliches Ergebnis		-9,1%	-4,2%	-4,6%	-1,2%	-0,7%	0,0%	0,0%
Steuern vom Einkommen und Ertrag		-2,2%	-1,5%	-0,5%	-1,8%	-1,0%	-0,9%	-1,3%
Sonstige Steuern		-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Konzernergebnis vor Minderheiten		3,4%	1,1%	5,0%	-0,3%	4,0%	2,9%	3,7%
Minderheitenanteile		-0,9%	-0,4%	0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,7%	-0,9%
Konzernergebnis		2,5%	0,6%	5,2%	-0,6%	3,8%	2,3%	2,8%

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Bilanz								
Einheit :	Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Geschäftsjahresende :	31.12.							
Rechnungslegungsstandard :	HGB							
Aufwendungen für die Ingangsetzung		0,0						
Immaterielle Vermögensgegenstände		6,1	7,2	12,2	11,9	16,4	15,6	14,8
Sachanlagen		81,0	118,3	178,7	234,5	252,3	290,3	304,7
Finanzanlagen		1,3	2,0	6,4	10,9	10,0	10,0	10,0
Summe Anlagevermögen		88,4	127,5	197,3	257,3	278,7	315,9	329,5
Tiervermögen		0,7	0,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Vorräte		25,1	34,1	52,8	56,8	69,2	80,6	87,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		32,0	51,2	66,1	120,4	121,3	145,7	167,9
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände		29,0	79,2	66,8	126,2	125,5	117,4	112,7
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten		12,9	14,6	62,1	17,2	13,0	12,9	12,9
Summe Umlaufvermögen		99,0	179,1	247,8	320,6	329,0	356,7	381,0
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten		3,0	1,9	1,7	2,0	1,8	2,0	2,1
Bilanzsumme		191,1	309,2	448,3	581,6	611,3	676,3	714,3
Gezeichnetes Kapital		5,7	5,7	5,7	6,2	6,2	6,2	6,2
Kapitalrücklage		40,2	40,2	40,2	48,2	48,2	48,2	48,2
Gewinnrücklagen		1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung		5,3	5,3	13,0	11,6	11,6	11,6	11,6
Bilanzgewinn		8,2	8,0	15,6	13,1	22,5	28,4	37,0
Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter		3,5	3,8	9,9	8,1	8,0	9,4	11,1
Summe Eigenkapital		64,3	64,3	85,8	88,5	97,8	105,1	115,4
Sonderposten für Investitionszuschüsse und -zulagen		0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen		0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Steuerrückstellungen		1,1	1,9	1,8	2,1	2,4	2,5	2,6
Sonstige Rückstellungen		1,2	1,3	4,2	4,2	4,7	4,9	5,1
Summe Rückstellungen		2,3	3,2	6,1	6,4	7,2	7,5	7,8
Anleihen		50,0	129,1	240,8	292,8	297,8	297,8	297,8
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten		49,8	80,8	82,4	134,5	149,5	197,8	218,8
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen		0,6	0,1	0,3	0,6	0,8	1,0	1,2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		13,5	13,1	15,1	32,5	31,0	36,7	41,4
Sonstige Verbindlichkeiten		9,0	18,3	17,4	22,4	23,2	26,1	27,4
Summe Verbindlichkeiten		122,9	241,4	356,0	482,8	502,4	559,3	586,6
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten		1,5	0,1	0,4	3,7	3,7	4,1	4,3
Bilanzsumme		191,1	309,2	448,3	581,6	611,3	676,3	714,3

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Bilanz (Positionen in % der Bilanzsumme)								
Einheit :	in %	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Geschäftsjahresende :	31.12.							
Rechnungslegungsstandard :	HGB							
Aufwendungen für die Ingangsetzung		0,0%						
Immaterielle Vermögensgegenstände		3,2%	2,3%	2,7%	2,1%	2,7%	2,3%	2,1%
Sachanlagen		42,4%	38,3%	39,9%	40,3%	41,3%	42,9%	42,7%
Finanzanlagen		0,7%	0,6%	1,4%	1,9%	1,6%	1,5%	1,4%
Summe Anlagevermögen		46,2%	41,3%	44,0%	44,2%	45,6%	46,7%	46,1%
Tiervermögen		0,4%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Vorräte		13,2%	11,0%	11,8%	9,8%	11,3%	11,9%	12,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		16,7%	16,6%	14,7%	20,7%	19,8%	21,6%	23,5%
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände		15,2%	25,6%	14,9%	21,7%	20,5%	17,4%	15,8%
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten		6,7%	4,7%	13,9%	2,9%	2,1%	1,9%	1,8%
Summe Umlaufvermögen		51,8%	57,9%	55,3%	55,1%	53,8%	52,7%	53,3%
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten		1,6%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Bilanzsumme		100,0%						
Gezeichnetes Kapital		3,0%	1,8%	1,3%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%
Kapitalrücklage		21,1%	13,0%	9,0%	8,3%	7,9%	7,1%	6,7%
Gewinnrücklagen		0,7%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung		2,8%	1,7%	2,9%	2,0%	1,9%	1,7%	1,6%
Bilanzgewinn		4,3%	2,6%	3,5%	2,3%	3,7%	4,2%	5,2%
Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter		1,9%	1,2%	2,2%	1,4%	1,3%	1,4%	1,5%
Summe Eigenkapital		33,6%	20,8%	19,1%	15,2%	16,0%	15,5%	16,1%
Sonderposten für Investitionszuschüsse und -zulagen		0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerrückstellungen		0,6%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Sonstige Rückstellungen		0,6%	0,4%	0,9%	0,7%	0,8%	0,7%	0,7%
Summe Rückstellungen		1,2%	1,0%	1,4%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%
Anleihen		26,2%	41,7%	53,7%	50,3%	48,7%	44,0%	41,7%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten		26,1%	26,2%	18,4%	23,1%	24,5%	29,2%	30,6%
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen		0,3%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		7,1%	4,2%	3,4%	5,6%	5,1%	5,4%	5,8%
Sonstige Verbindlichkeiten		4,7%	5,9%	3,9%	3,9%	3,8%	3,9%	3,8%
Summe Verbindlichkeiten		64,3%	78,1%	79,4%	83,0%	82,2%	82,7%	82,1%
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten		0,8%	0,0%	0,1%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Bilanzsumme		100,0%						

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Kapitalflussrechnung								
Einheit :	Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Geschäftsjahresende :	31.12.							
Rechnungslegungsstandard :	HGB							
Konzernjahresüberschuss vor a.o. Posten/Minderheiten		8,8	6,0	16,0	1,8	13,4	9,6	13,7
Abschreibungen		4,2	6,1	7,5	10,6	14,3	17,5	20,4
Zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen		0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinne/Verluste aus Abgang von Gegenständen des AV		1,0	-0,2	-16,3	-8,2	-6,2	0,0	0,0
Veränderung der Rückstellungen		0,2	0,7	2,0	0,5	0,8	0,4	0,3
Veränderung der übrigen Aktiva		-14,8	-74,9	17,3	-115,8	-12,4	-27,9	-24,4
Veränderung der übrigen Passiva		-21,4	2,2	-19,0	20,5	-0,4	9,2	6,4
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit		-22,0	-60,5	7,6	-90,5	9,4	8,8	16,4
Veränderung des Working Capitals		-29,0	-29,1	-31,5	-40,6	-14,6	-29,9	-24,1
Cash Earnings		6,9	-31,3	39,0	-49,9	24,0	38,6	40,5
Einzahlung aus Abgängen von Gegenständen des AV		0,5	1,3	1,0	10,0	20,0	0,8	0,8
Einzahlung aus dem Verkauf von konsolidierten Unternehmen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung für Investitionen in das immaterielle AV		-0,1	-2,0	-6,2	-1,1	-6,0	-0,8	-0,8
Auszahlung für Investitionen in das SAV und Tiervermögen		-12,1	-37,2	-60,3	-47,4	-44,4	-54,7	-33,9
Einzahlung für Abgänge des Finanzanlagevermögens		0,0	0,5	17,5	3,1	6,5	0,0	0,0
Auszahlung für Investitionen in das Finanzanlagevermögen		-2,0	-1,1	-4,4	-7,4	-5,6	0,0	0,0
Auszahlung für den Erwerb von konsolidierten Unternehmen		-1,5	-2,6	-3,9	-5,5	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit		-15,2	-41,0	-56,3	-48,3	-29,5	-54,7	-33,9
Einzahlung aus Kapitalerhöhung		8,3	0,0	0,0	8,5	0,0	0,0	0,0
Einzahlung in das Eigenkapital von Tochtergesellschaften		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung für Rückkauf eigener Aktien		0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus außerordentlichen Posten		-6,4	-4,8	-7,7	-2,5	-2,0	0,0	0,0
Aufnahme/Tilgung von Krediten		38,3	108,6	108,9	88,5	20,0	48,2	21,1
Auszahlung an Gesellschafter für Altschulden		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung KTG Agrar		-0,6	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,9
Dividendenzahlung KTG Energie		0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,8	-1,6
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit		39,6	103,0	100,1	93,3	15,9	45,9	17,6
Zahlungswirksame Veränderung		2,3	1,5	51,4	-45,5	-4,2	-0,1	0,0
Konsolidierungsbedingte Änderung des Finanzmittelfonds		0,1	0,0	-3,9	0,6	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode		10,4	12,9	14,6	62,1	17,2	13,0	12,9
Veränderung der Wertpapiere		0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelfonds am Ende der Periode		12,9	14,6	62,1	17,2	13,0	12,9	12,9

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

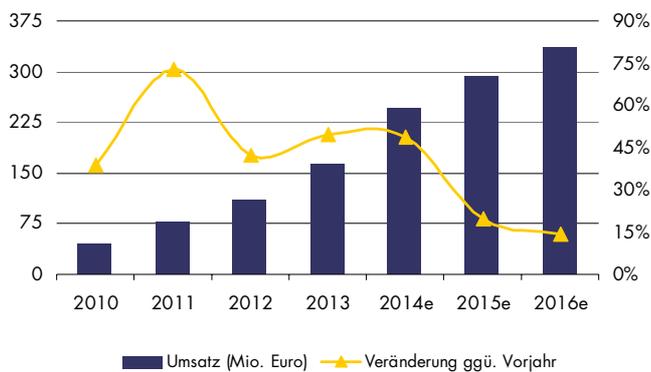
Kennzahlenübersicht

Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	31. Dez HGB	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Wachstumsanalyse								
Wachstum Gesamtleistung		18,5%	58,5%	49,9%	22,1%	37,4%	15,9%	13,3%
EBITDA-Wachstum		40,3%	20,0%	75,1%	-6,6%	50,8%	6,2%	17,9%
EBIT-Wachstum		46,2%	12,2%	95,8%	-18,8%	58,0%	0,1%	18,7%
EBT-Wachstum		54,7%	-25,7%	117,1%	-66,4%	190,8%	-23,4%	47,6%
EpS-Wachstum		-71,2%	-60,1%	1.137,2%	-	-	-29,9%	39,3%
Margenanalyse								
EBITDA-Marge		24,9%	18,8%	22,0%	16,8%	18,5%	16,9%	17,6%
EBIT-Marge		19,0%	13,4%	17,5%	11,6%	13,4%	11,6%	12,1%
EBT-Marge		15,0%	7,0%	10,2%	2,8%	5,9%	3,9%	5,1%
Nettomarge		2,5%	0,6%	5,2%	-0,6%	3,8%	2,3%	2,8%
Renditeanalyse								
ROI		1,0%	0,3%	2,3%	neg.	1,8%	1,2%	1,5%
ROCE		7,8%	4,2%	10,6%	4,9%	7,2%	6,2%	6,4%
ROE vor Steuern		19,3%	13,0%	25,1%	7,4%	19,6%	13,8%	18,9%
ROE nach Steuern		3,1%	1,2%	12,8%	neg.	12,5%	8,1%	10,4%
ROIC		6,1%	3,2%	7,8%	3,7%	5,7%	5,1%	5,4%
Bilanzanalyse								
Eigenkapitalquote inkl. Investitionszulage (Mio. Euro)		33,7%	20,8%	19,2%	15,3%	16,0%	15,6%	16,2%
Anlagendeckungsgrad I		72,3%	50,2%	43,2%	34,3%	35,0%	33,2%	34,9%
Anlagendeckungsgrad II		166,1%	190,5%	201,2%	185,2%	180,0%	171,8%	172,3%
Anlageintensität		46,6%	41,5%	44,3%	44,5%	45,9%	47,0%	46,4%
Vorratumschlag		2,3	2,6	2,5	3,0	3,9	3,9	4,0
Debitorenumschlag		1,7	1,9	1,9	1,8	2,0	2,2	2,1
Debitorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)		216,8	195,9	194,2	206,4	179,7	165,9	170,6
Working Capital (Mio. Euro)		43,0	72,1	103,6	144,2	158,7	188,6	212,7
Working Capital / Umsatz		63,5%	74,2%	79,7%	75,1%	61,7%	59,1%	59,8%
Kreditorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)		211,1	99,2	79,9	92,2	87,1	78,4	80,2
Verschuldung								
Gesamtfinanzverschuldung (Mio. Euro)		99,8	209,9	323,4	427,4	447,4	495,7	516,8
Nettofinanzverschuldung (Mio. Euro)		86,9	195,3	261,3	410,3	434,5	482,8	503,9
Gesamtfinanzverschuldung/EBITDA		4,6	7,3	7,2	10,9	8,4	8,5	7,8
Nettofinanzverschuldung/EBITDA		3,9	6,7	6,2	9,7	8,1	8,3	7,6
Gesamtfinanzverschuldung/Kapital		0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Net Gearing		1,3	3,0	3,0	4,6	4,4	4,6	4,4
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)		4,2	2,3	2,1	1,5	1,8	1,8	2,0
Zinsdeckungsgrad (EBIT)		3,2	1,6	1,7	1,0	1,3	1,3	1,4
Cash Flow-Analyse								
Cash Earnings (Mio. Euro)		6,9	-31,3	39,0	-49,9	24,0	38,6	40,5
Operativer Cashflow (Mio. Euro)		-22,0	-60,5	7,6	-90,5	9,4	8,8	16,4
Free Cashflow (FCF) (Mio. Euro)		-34,2	-99,7	-58,9	-139,0	-41,0	-46,7	-18,3
Cash Earnings / Gesamtleistung		9,8%	neg.	23,2%	neg.	8,5%	11,8%	10,9%
Operativer Cashflow / Gesamtleistung		neg.	neg.	4,5%	neg.	3,3%	2,7%	4,4%
FCF / Gesamtleistung		-48,3%	-88,9%	-35,0%	-67,7%	-14,5%	-14,3%	-5,0%
FCF / Jahresüberschuss		-1.969,6%	-14.096,7%	-673,5%	-	-383,0%	-622,7%	-175,4%
Capex (Mio. Euro)		12,1	39,3	66,5	48,5	50,4	55,5	34,7
Capex / Abschreibungen		290,7%	646,3%	883,9%	455,8%	351,7%	316,7%	170,5%
Capex / Umsatz		27,1%	50,6%	60,3%	29,4%	20,5%	18,9%	10,3%

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

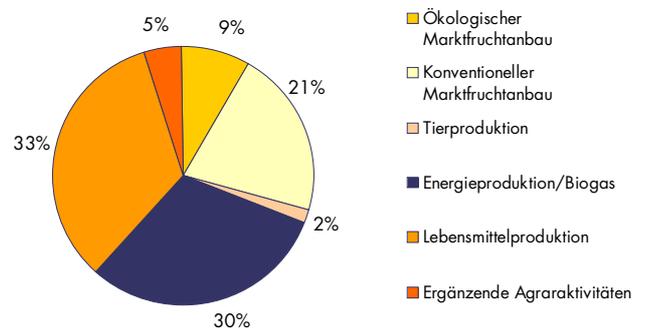
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Entwicklung des Umsatzes



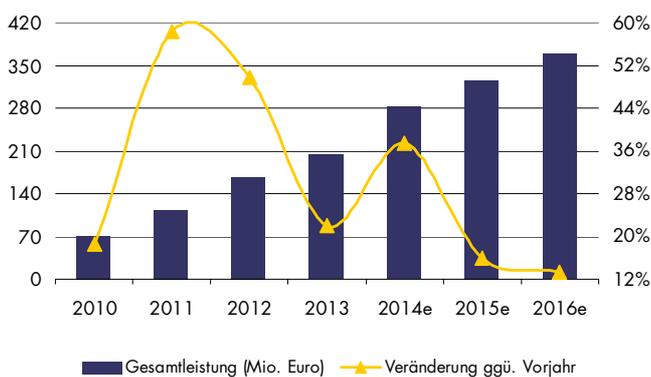
⇒ CAGR Umsatz 2010 bis 2016: +40%
 ⇒ Umsatzwachstum vor allem getrieben durch den Ausbau der Lebensmittelproduktion und der Biogaskapazitäten

Umsatz nach Segmenten (2013)



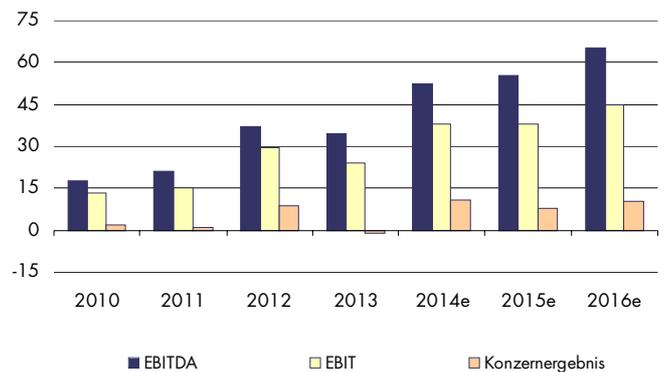
⇒ Mehr als Verdreifachung des Umsatzes in der Lebensmittelproduktion in 2013 auf 55,8 (17,3) Mio. Euro
 ⇒ Margenstarkes Biogassegment mit Umsatzanteil von knapp einem Drittel

Entwicklung der Gesamtleistung



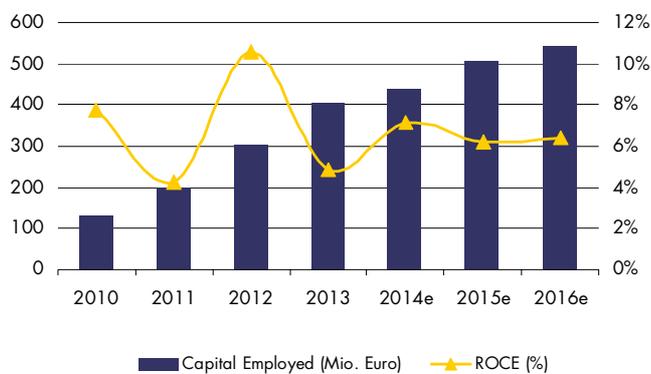
⇒ Unterdurchschnittliches Wachstum (CAGR 2010 bis 2016: +32%)
 ⇒ Ursächlich ist, dass die EU-Beihilfen weniger stark als der Umsatz wachsen (d.h. unterdurchschnittlicher Anstieg der Gesamtleistung)

Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)



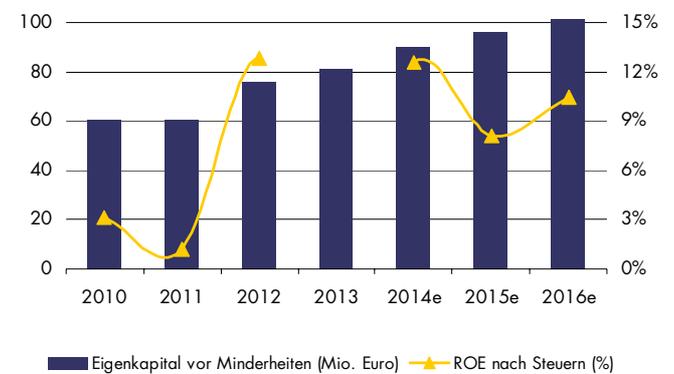
⇒ Ergebnis profitierte in den Jahren 2012 und 2013 von Buchgewinnen (IPO von KTG Energie; Verkauf von Sachanlagen; 16,5 bzw. 18,6 Mio. Euro)
 ⇒ Buchgewinn von 6,2 Mio. Euro durch Verkauf von Ackerland in 2014

ROCE und Capital Employed



⇒ Signifikant steigendes Capital Employed als Folge des hohen Capex und der Investitionen in das Working Capital
 ⇒ ROCE bei rund 6% erwartet

ROE und Eigenkapital



⇒ 10%ige Kapitalerhöhung in 2013 mit Bruttoerlös von 8,5 Mio. Euro
 ⇒ Erwarteter Anstieg des ROE auf 10% bis 2016 - ROE nähert sich damit wieder den Kapitalkosten (Cost of Equity)

Quelle: Independent Research; KTG Agrar SE

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Anleihe/partiarisches Darlehen - Einzelemitenten -

Überdurchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe/des partiarischen Darlehens/des Nachrangdarlehens ist unter Berücksichtigung der Bonität als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Durchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe/des partiarischen Darlehens/des Nachrangdarlehens ist unter Berücksichtigung der Bonität als durchschnittlich attraktiv einzustufen.
Unterdurchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe/des partiarischen Darlehens/des Nachrangdarlehens ist unter Berücksichtigung der Bonität als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Analysen (Bond/partiarisches Darlehen/Nachrangdarlehen):

Bei der Analyse von Unternehmensanleihen wird sowohl eine klassische Bilanzanalyse als auch ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die klassische Bilanzanalyse umfasst dabei in erster Linie die Bewertung des Emittenten hinsichtlich seiner Fähigkeit, sowohl die Finanzschulden als auch die damit zusammenhängenden Zinszahlungen zu bedienen. Bei der Peer-Group-Analyse wird ein Vergleich von Anleihen- und Unternehmenskennzahlen (z.B. Rating, Kupon, Laufzeit, Branche, Nettoverschuldung/EBITDA) durchgeführt. Die Vergleichbarkeit der gewonnenen Informationen wird in erster Linie durch die Branchenzugehörigkeit und das Bonitätsrating bestimmt. Die Einstufung der Emerging Market-Bonds erfolgt als Kombination von Länderrisikobewertung, Einschätzung der Konjunktur- und Politik- Situation sowie dem Peer-Group-Vergleich, wobei diese Kombination gegebenenfalls in einen Kontext zur allgemeinen Lage am Bondmarkt gesetzt wird. Die Länderrisiko- und Konjunktüreinschätzung betrachtet die wirtschaftliche und politische Situation sowie die Perspektiven des jeweiligen Landes und bedient sich dabei der gängigen makroökonomischen Indikatoren (z.B. BIP-Wachstum, Inflation, Wechselkursentwicklung, Verfassung der Regierung) sowie der Bonitätskennzahlen zur ex- und internen Verschuldung. Die Peer Groups leiten sich aus vergleichbaren geographischen oder wirtschaftspolitischen Gegebenheiten bzw. aus einer vergleichbaren Ratingkategorie ab.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

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

Übersicht der Umvotierungen:

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter www.irffm.de (<http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf>).

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 15.09.2014 -

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

Emittent	Interessenkonflikte
KTG Agrar SE	5, 6

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit dem Emittenten - der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse ist - oder dem Berater und/oder der beratenden Bank eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseanteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland, Österreich, Luxemburg und der Schweiz bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen in sonstigen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Stand: 15.09.2014**Independent Research GmbH
Friedrich-Ebert-Anlage 36
D-60325 Frankfurt am Main****Zuständige Aufsichtsbehörde:**
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**



Independent Research

Friedrich-Ebert-Anlage 36
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de
Internet: www.irffm.de