

Hold EUR 11,00	Wertindikatoren: EUR DCF: 11,08 FCF-Value Potential: 9,82	Aktien Daten: Bloomberg: GTK GR Reuters: GTK.DE ISIN: DE000A1EMHE0	Beschreibung: Tonkens Agrar betreibt die Produktion von Milch, Feldfrüchten und erneuerbaren Energien
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 16,09 Aktienanzahl (Mio.): 1,66 EV: 30,21 Freefloat MC: 5,92 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 2,56 Tsd.	Aktionäre: Freefloat: 36,8 % Tonkens Holding GmbH: 63,2 %	Risikoprofil (WRe): 2013/14e Beta: 1,5 KBV: 1,2 x EK-Quote: 35 % Net Fin. Debt / EBITDA: 4,1 x Net Debt / EBITDA: 4,1 x

Agrarbetrieb auf Expansionskurs - Coverage-Aufnahme mit Halten

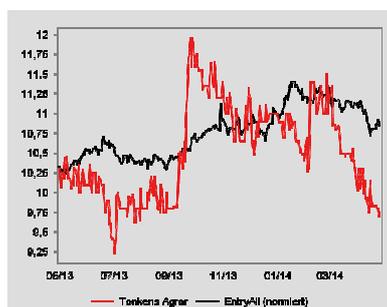
Nachdem das Unternehmen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 erfolgreich den Turnaround schaffte und deutlich in die Gewinnzone zurückkehrte, zeichnet sich im laufenden Geschäftsjahr eine Stabilisierung auf niedrigerem Niveau ab. Dafür verantwortlich sind die im Jahresvergleich deutlich reduzierten Verkaufspreise für Feldfrüchte, wie auch Änderungen in der Agrarpolitik der EU, die zu geringeren jährlichen Beihilfen führen sollten.

Für das kommende Geschäftsjahr 2014/15 deutet sich dagegen ein Gewinnprung an. Mittels stärkerer Vertikalisierung des Geschäftsmodells in die Weiterverarbeitung der selbstproduzierten Feldfrüchte soll ein größerer Teil der Wertschöpfungskette abgedeckt werden. Zu diesem Zweck installiert die Tonkens Agrar momentan zwei Anlagen für die Reinigung und Schälung von Zwiebeln, sowie für die Reinigung und Schälung von Kartoffeln. Die so verarbeiteten Agrarprodukte können anschließend fertig portioniert in den Einzelhandel sowie Großküchen abgegeben werden. Damit sollte dem Unternehmen eine deutliche Steigerung der operativen Marge gelingen.

Mithilfe des Baus einer zweiten Biogasanlage im Frühjahr 2014 plant das Unternehmen zusätzlich die Diversifikation des Geschäftsmodells voranzutreiben. Analog zu der bereits 2011 in Betrieb genommenen Anlage soll auch diese mittels ausschließlichen Einsatzes von Agrarreststoffen und Gülle aus der Milchproduktion kostengünstig betrieben werden. Dies sollte sich stabilisierend auf die zukünftige Gewinnentwicklung des Konzerns auswirken.

Der Wegfall der EU-Milchquoten sollte es dem Unternehmen ermöglichen, ab 2015 die produzierte Milchmenge erheblich zu erhöhen. Aufgrund der dann erfolgenden Auslastung bisher ungenutzter Kapazitäten, sollte das Unternehmen auf Basis einer verbesserten Fixkostenabsorption überproportional den Gewinn steigern können.

Auf Basis eines P/E 2014/15e von 14,7 bzw. eines EV/EBITDA 2014/15e von 6,7 scheint das Unternehmen momentan nahezu fair bewertet zu sein. Das mittels DCF-Berechnung ermittelte Kursziel von EUR 11,00 wird durch die Aussagen eines Peergroup-Vergleichs EUR 9,39 bzw. EUR 10,74 beim Vergleich mit dem „closest comparable“ sowie durch die Berechnungen mittels DCF-Value Modell (EUR 11,08) gestützt. Auf Basis des eingeschränkten Kurspotenzials zu unserem Kursziel nehmen wir die Coverage von Tonkens Agrar mit Halten auf.



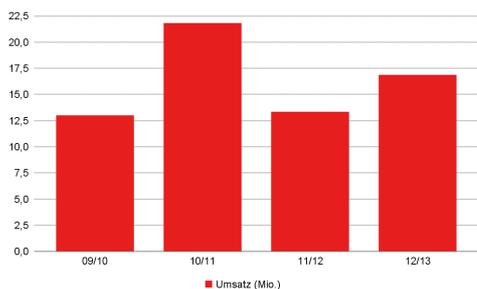
Rel. Performance vs EntryAll:	
1 Monat:	-4,2 %
6 Monate:	-14,0 %
Jahresverlauf:	-10,5 %
Letzte 12 Monate:	-13,6 %

Unternehmenstermine:	
Jun. 14	Pre FY 2013
Okt. 14	Vorl. FY 13/14

GJ Ende: 30.6. in EUR Mio.	CAGR (12/13-15/16e)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Umsatz	5,4 %	13,01	21,82	13,35	16,87	16,03	18,03	19,78
Veränd. Umsatz yoy		-5,0 %	67,8 %	-38,9 %	26,4 %	-5,0 %	12,5 %	9,7 %
Rohertragsmarge		49,0 %	17,5 %	32,6 %	48,9 %	50,6 %	50,6 %	52,7 %
EBITDA	11,1 %	3,89	-0,02	0,22	3,90	3,55	4,52	5,36
Marge		29,9 %	-0,1 %	1,6 %	23,1 %	22,2 %	25,1 %	27,1 %
EBIT	13,8 %	2,92	-1,26	-1,14	2,40	1,93	2,74	3,53
Marge		22,4 %	-5,8 %	-8,5 %	14,2 %	12,0 %	15,2 %	17,9 %
Nettoergebnis	7,3 %	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,73	1,11	1,67
EPS	7,3 %	n.a.	-1,01	-1,00	0,82	0,44	0,67	1,01
EPS adj.	6,5 %	n.a.	-1,01	-1,00	0,83	0,44	0,67	1,01
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,15
Dividendenrendite		n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	1,5 %
FCFPS		-1,71	-2,61	-2,41	-0,66	-3,41	0,25	0,62
EV / Umsatz		n.a.	1,9 x	2,3 x	1,6 x	1,9 x	1,7 x	1,5 x
EV / EBITDA		n.a.	n.a.	142,4 x	6,9 x	8,6 x	6,7 x	5,5 x
EV / EBIT		n.a.	n.a.	n.a.	11,2 x	15,9 x	11,0 x	8,3 x
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	13,3 x	22,1 x	14,5 x	9,6 x
KGV ber.		n.a.	n.a.	n.a.	13,0 x	22,1 x	14,5 x	9,6 x
FCF Yield Potential		n.a.	-2,8 %	-3,1 %	7,6 %	5,3 %	7,5 %	9,6 %
Nettoverschuldung		12,79	6,48	7,68	8,88	14,54	14,12	13,26
ROE		25,6 %	-16,6 %	-13,4 %	11,7 %	5,8 %	8,2 %	11,3 %
ROCE (NOPAT)		12,0 %	-5,2 %	-4,9 %	9,0 %	5,3 %	6,6 %	8,3 %
Guidance:		GJ: 2013/14: Umsatz EUR 16-17 Mio., GJ 2014/15: Umsatz knapp EUR 19 Mio.						

Entwicklung Umsatz

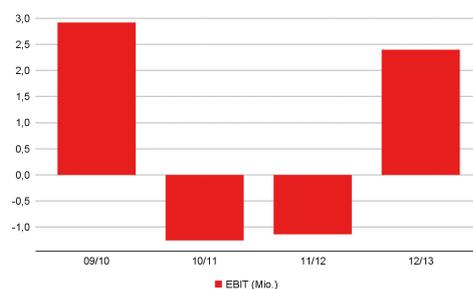
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT

in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Unternehmenshintergrund

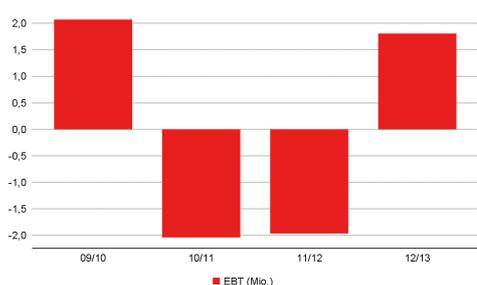
- Die Tonkens Agrar AG ist ein in Sachsen-Anhalt ansässiger Landwirtschaftsbetrieb, der zuletzt einen Umsatz von EUR 16,9 Mio. (Geschäftsjahr 2012/2013) mit 107 Mitarbeitern erwirtschaftete.
- Das Unternehmen baut auf gut 3.035 ha Land unterschiedliche Feldfrüchte (Getreide, Zuckerrüben, Kartoffeln, Zwiebeln) an, besitzt ca. 880 milchgebende Kühe, sowie eine Milchreferenzmenge von ca. 7,2 Mio. kg
- Umsatzstärkster Geschäftsbereich ist die Lagerung, Veredelung und Vermarktung von eigenen und fremden Erzeugnissen. Mit Solar- und Biogasanlagen werden außerdem konstante Erträge erzielt.
- Tonkens besteht seit 1993 und hat seitdem zahlreiche Akquisitionen von landwirtschaftlichen Betrieben in Sachsen-Anhalt durchgeführt. IPO: seit 2010 notiert die Tonkens Agrar AG an der Frankfurter Börse (Entry Standard).
- Zukünftiges Wachstum soll erzielt werden mittels Kauf und Pacht weiterer Ackerfläche, Akquisitionen, Ausbau der Milch- und Biogasproduktion sowie durch Ausweitung der Tätigkeiten bei Lagerung und Vermarktung.

Wettbewerbsqualität

- Durch größere Dimensionen (Ackerflächen, Maschinenpark, Anlagen) erzielt die Tonkens Agrar im Vergleich zu ihren Wettbewerbern Skaleneffekte. Synergien ergeben sich auch in den Bereichen Logistik und Vertrieb.
- Diversifikation: Es wird Ackeranbau, Milchproduktion und darüber hinaus Lagerhaltung, Veredelung und Vermarktung betrieben. Zusätzlich erzielt man konstante, ernteunabhängige Erträge aus der Energieerzeugung.
- Der Großteil der bewirtschafteten Ackerfläche liegt in der Magdeburger Börde, die einen der fruchtbarsten Böden Deutschlands aufweist. Daher kann Tonkens überdurchschnittlich hohe Ernteerträge erzielen.
- Tonkens deckt bei Feldfrüchten mehrere Wertschöpfungsstufen ab: Die Generierung von Rohprodukten sowie deren Veredelung zu Endprodukten, die direkt an den Einzelhandel, Industrie und Gastronomie verkauft werden können.
- Die geographische Nähe der Betriebe der Tonkens Agrar zueinander bringt Synergie-Effekte mit sich. Wichtige Abnehmer befinden sich zudem in unmittelbarer Nähe; der Warentransport erfolgt somit kostengünstig.

Entwicklung EBT

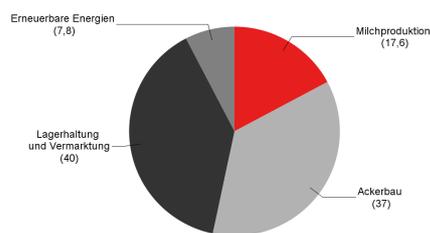
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten

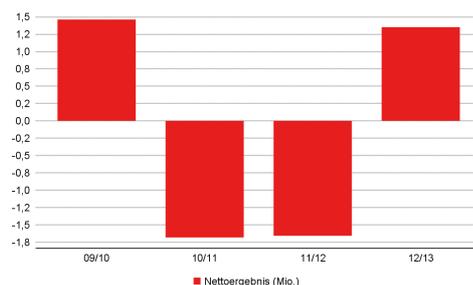
2012/13; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss

in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Investment Case	4
Mehr als nur ein Bauernhof	4
SWOT Analyse	5
Stärken	5
Chancen	5
Schwächen	5
Risiken	5
Bewertung	6
Kursziel von EUR 11,00 je Aktie basiert auf einer DCF Berechnung	6
DCF Modell reflektiert unterschiedliche Entwicklungen im zeitlichen Ablauf	6
Peergroup-Vergleich erschwert durch Mangel an vergleichbaren börsennotierter Unternehmen	9
Free Cash Flow Value Potential – Bewertungsmethode weist auf einen fairen Wert von EUR 9,82 je Aktie hin	12
Kursziel von EUR 11,00 auf Basis DCF	12
Unternehmen & Produkte	13
Unternehmensstruktur	13
Geschäftsfelder	14
Ackerbau	14
Lagerung, Veredelung und Vermarktung	16
Milchproduktion und Milchviehaufzucht	17
Regenerative Energien	19
Märkte und Umfeld	20
Die EU Agrarpolitik/ der europäische Milchmarkt	20
Rahmenbedingungen für Milcherzeuger	20
Zukünftige Mengen und Preisentwicklung	21
Pachten – Flächen und Preisentwicklung	24
Pachten – Fälligkeitsprofil	26
Kaufwerte landwirtschaftlicher Grundstücke in Sachsen-Anhalt	26
Agrarpolitik und Direktzahlungen	27
Aufsichtsrat und Management	31
Vorstand	31
Aufsichtsrat	31
Aktionärsstruktur	31
Unternehmenshistorie	32
Financials	34
Erfolgreiche Rückkehr in die Gewinnzone im Geschäftsjahr 2012/13	34
Rückläufiger Gewinn in H1 2013/14 aufgrund geringerer Ernteerträge...	34
...der im auch Gesamtjahr zu einem niedrigeren Ergebnis führen sollte	35
2014/15e: Ertragssprung durch Neuanlagen	35
2015/16: Erhöhung des Milchproduktion nach Abschaffung der Quote	35
Neuinvestitionen schwächen vorübergehend die Bilanzrelationen	36

Investment Case

Mehr als nur ein Bauernhof

Wir nehmen die Coverage der Tonkens Agrar AG mit der Empfehlung Halten und einem Kursziel von EUR 11,00 je Aktie auf. Das Unternehmen sollte vom Geschäftsjahr 2014/15 an erheblich von der weiteren Diversifizierung und Vertikalisierung des Geschäftsmodells profitieren können. So plant das Unternehmen 2014 die Produktion erneuerbarer Energien mittels des Baus einer zweiten Biogasanlage deutlich zu steigern (ca. +75%). Zudem sollen ebenfalls in der ersten Jahreshälfte 2014 eine neue Schälmaschine für Kartoffeln in Betrieb genommen werden, die es der Tonkens Agrar erlaubt, die Kapazitäten für die Weiterverarbeitung eigener Kartoffel erheblich (+200%) zu erhöhen. Parallel dazu wurde Anfang 2014 auch eine Zwiebelschälmaschine erworben, um diese Strategie auch bei Gemüsezwiebeln umsetzen zu können. Vor dem Hintergrund der Erwartung stark steigender Erträge in den Jahren 2014/15 und 2015/16 sollte das Unternehmen auf Basis EV/EBITDA (2014/15e: 6,7 bzw. 2015/16e: 5,5) sowie P/E (2014/15e: 14,7 bzw. 2015/16e: 9,8) nahezu fair bewertet sein.

Die Tonkens Agrar bewirtschaftet an insgesamt fünf Standorten in Sachsen-Anhalt (Deutschland) 3.035 ha Ackerland, von denen sich ca. 9% im Besitz des Unternehmens befinden. Die bewirtschafteten Flächen, die unter Einsatz modernster Agrartechnik bewirtschaftet werden, verfügen über eine im Bundesvergleich deutlich überdurchschnittliche Bodenqualität. 2012/13 wurde mit dem Ackerbau ca. 37% des Konzernumsatzes generiert. Zum weiteren Ausbau des Ackerbaus ist Tonkens Agrar an der Zupachtung weiterer Flächen interessiert.

Neben dem Ackerbau verfügt die Tonkens Agrar über eine bedeutende Milchproduktion (FY 2012/13: ca. 17% des Konzernumsatzes). Aufgrund des Wegfalls der EU-weiten Milchquoten plant das Unternehmen seinen Milchviehbestand 2015 erheblich auszubauen, um höhere Produktionsmengen erreichen zu können. Bislang verfügt das Unternehmen über ca. 880 Milchkühe; die modernen Stallungen bieten insgesamt Platz für ca. 1.300 Tiere, davon für ca. 900 Milchkühe. Momentan laufen Planungen, die Stallungen bis 2015 so zu erweitern, dass weitere 550 Milchkühe zugestellt werden könnten. Bei Vollbelegung könnte so die Milchproduktion um ca. 63% angehoben werden. Dadurch sollte (unter Annahme konstanter Milchabnahmepreise im Vergleich zum GJ 2012/13) der Umsatz von EUR 2,97 Mio. auf EUR 4,83 Mio. ansteigen.

Gut 40% des Konzernumsatzes erzielte die Tonkens Agrar im GJ 2012/13 mit der Lagerung und Weiterverarbeitung von eigenen und fremden Produkten. Das Unternehmen verfügt über Maschinen zum Waschen und Verlesen von Kartoffeln und Zwiebeln. Mittels einer Schälmaschine können Kartoffeln und Zwiebeln weiterverarbeitet und anschließend in den von den Kunden gewünschten Einheiten verpackt werden. Dabei ergibt sich ein deutlicher Wertzuwachs. So Erlösen die verarbeiteten und portionierten Feldfrüchte bis hin zum 2-3 fachen ihres ursprünglichen Warenwertes. Die Tonkens Agrar plant im laufenden Jahr die Verarbeitungskapazitäten erheblich zu steigern. Mit Hilfe einer neuen Schälmaschine, deren Inbetriebnahme zur Jahresmitte 2014 geplant ist, soll die Tagesproduktion von bislang 10 auf bis zu 30 Tonnen pro Tag erhöht werden. Parallel dazu soll der damit verbundene Personalaufwand aufgrund des höheren Automatisierungsgrades zurückgehen.

Im Bereich erneuerbarer Energien betreibt Tonkens Agrar seit März 2011 eine Photovoltaikanlage mit einer Nennleistung von 1 MW. Im Dezember 2011 kam eine Biogasanlage mit einer Nennleistung von 600 kW hinzu, die mit Gülle aus der eigenen Viehhaltung und beschädigten/minderwertigen Feldfrüchten aus dem eigenen Ackerbau betrieben wird. Aufgrund des erfolgreichen Betriebes der bestehenden Biogasanlage plant die Tonkens AG 2014 die Errichtung einer zweiten (nahezu identischen) Anlage. Damit sollte sich der Erlös aus der Produktion erneuerbarer Energien von bislang EUR 1,31 Mio. (2012/13) auf ca. EUR 2,00 Mio. in 2014/15 erhöhen.

SWOT Analyse

Stärken

- Positive Skaleneffekte durch Betriebsgröße im Vergleich zu direkten (regionalen) Wettbewerbern
- 3-Säulenstrategie der Produktion (Feldfrüchte, Milch, erneuerbare Energie) ermöglicht eine Reduzierung der Volatilität in der Ertragsentwicklung
- Gesunde Bilanzstruktur erlaubt signifikante Wachstumsinvestitionen z.B. in die Weiterverarbeitung von Feldfrüchten bzw. die Erzeugung von erneuerbarer Energie
- Überproportionale Produktivität aufgrund günstiger geografischer Lage und überdurchschnittlicher Bodenqualität

Chancen

- Deutliche Steigerung der Einspeiserträge aus erneuerbarer Energie durch Inbetriebnahme einer zweiten Biogasanlage in 2014
- Steigerung der Vertikalisierung der Wertschöpfungskette durch erheblichen Ausbau der Weiterverarbeitungskapazität für eigene und zugekaufte Kartoffeln, die eine deutliche spürbare Margenverbesserung ermöglichen sollte
- Signifikante Mengenausweitung der Milchproduktion nach Wegfall der Milchquote in Europa, zusätzliche Ertragsverbesserung durch positive Skaleneffekte
- Wertzuwachs des betriebseigenen Ackerlandes aufgrund des allgemeinen Preisauftriebs für landwirtschaftliche Fläche in Deutschland

Schwächen

- Zyklische Preisentwicklung bei Feldfrüchten nur in geringem Maße durch Diversifikation des Anbaus kompensierbar
- Stark konsolidierte Abnehmerstruktur bei Feldfrüchten und Milch
- Profitabilität von künftiger EU-Landwirtschaftspolitik und den damit verbundenen Direktzahlungen abhängig
- Bislang keine Erzeugung von „Bioware“

Risiken

- Sukzessiv höhere Volatilität in der Ertragsentwicklung aufgrund des Wegfalls der Milch- (2015) wie auch der Zuckerquote (2017) wie auch der garantierten Mindestpreise für Milch und Zuckerrüben
- Fixkostenanstieg durch höhere Pachtpreise
- Sinkende Direktzahlungen
- Zunehmende Komplexität der Umweltauflagen durch die EU (Greening)
- Volatilität der Gewinnentwicklung durch Wetterabhängigkeit der Feldfruchtproduktion

Bewertung

Kursziel von EUR 11,00 je Aktie basiert auf einer DCF Berechnung

DCF Modell reflektiert unterschiedliche Entwicklungen im zeitlichen Ablauf

Die Bewertung der Tonkens Agrar basiert im Wesentlichen auf dem Ergebnis einer DCF Berechnung, die den fairen Wert des Eigenkapitals des Unternehmens auf EUR 11,00 quantifiziert. Dabei reflektiert die Berechnung maßgeblich das für den Zeitraum GJ 2013/14 – GJ 2015/16 unterlegte, signifikante Umsatz und Ertragswachstum. Dieses sollte durch Erweiterung des Milchviehbestands, der Inbetriebnahme einer zweiten Biogasanlage sowie durch höhere Absätze verarbeiteter Feldfrüchte (Zwiebeln und Kartoffeln) erzielt werden. Aufgrund der damit verbundenen, hohen Investitionen in diesem Zeitraum (Capex in Summe EUR 13 Mio.) ist der Nettobarwert für diesen Zeitraum negativ. Daher basiert der Nettobarwert des Eigenkapitals maßgeblich auf der mittelfristigen (Periode 2) und langfristigen (Periode 3) Geschäftsentwicklung der Tonkens Gruppe. Dementsprechend ist das Ergebnis der Berechnung deutlich abhängig von den Annahmen, die für diese Perioden unterlegt wurden.

Die drei Perioden des DCF wurden wie folgt strukturiert:

- Die erste Periode basiert auf den detaillierten Schätzungen bezüglich GuV, Bilanz und Cashflow-Rechnung für den Zeitraum 2013-14e – 2015/16e
- Die zweite Periode bezieht sich auf die erwartete Geschäftsentwicklung in den Geschäftsjahren 2016/17 – 2025/26. Das Modell reflektiert die für diesen Zeitraum getroffenen Annahmen bezüglich des Umsatzwachstums, der Entwicklung der operativen Marge, den Veränderungen des Umlaufvermögens sowie in Hinblick auf die Entwicklung von Investitionen und Abschreibungen.
- Die dritte Periode reflektiert die Unternehmensentwicklung ab dem GJ 2026/27. Es basiert auf einem gleichbleibenden prozentualen Umsatzwachstum bei konstanter operativer Gewinnmarge. Investitionen und Abschreibungen liegen auf gleicher Höhe und entwickeln sich parallel zum Umsatzwachstum.

Die Annahmen, die im DCF berücksichtigt werden, basieren auf folgendem Szenario:

- Periode 1: Das Unternehmen dürfte in 2013/14 einen Rückgang bei Umsatz und Ertrag hinnehmen müssen. Dies sollte durch im Vergleich zum Vorjahr geringere Preise für Feldfrüchte ausgelöst werden. Zudem wurde die Landwirtschaftspolitik der EU reformiert, was ab dem Kalenderjahr 2014 (d.h. im HJ1 des GJ 2014/15 der Tonkens Agrar) zu einer verminderten Beihilfezahlung an die Tonkens Agrar führen sollte (Minderung um ca. EUR 250.000). Die Errichtung einer neuen Biogasanlage wie auch die Installation einer neuer Zwiebelschäl- und Kartoffelschälanlage sollten im 3. bzw. 4. Quartal des Geschäftsjahres 2013/14 abgeschlossen werden können. Nach erfolgreichem Anfahren der neuen Anlagen sollte sich die durch ihren Betrieb zu erwartende Umsatz- und Ertragssteigerungen im Geschäftsjahr 2014/15 sukzessive bemerkbar machen können. Mit dem Wegfall der europaweiten Milchquote in 2015 dürfte die Milchproduktion der Tonkens Agrar deutlich gesteigert werden können. Von der Mengenfregabe kann das Unternehmen ab dem GJ 2015/16 voll profitieren. Es ist zu erwarten, dass die seitens Tonkens Agrar geplante Mengensteigerung von ca. 63%, zu einen weiteren Umsatz- und Ertragsanstieg führt.
- Periode 2: für den mittelfristigen Zeitraum haben wir ein Umsatzwachstum von 2% p.a. unterlegt, was die allgemeinen Wachstumserwartungen für die europäischen Agrar- und Milchwirtschaft widerspiegelt. Aufgrund der Annahme von anfangs überproportional steigenden Pachtzahlungen für die von der Tonkens Agrar bewirtschafteten Flächen sowie eines leicht fallenden Milchpreises als Resultat des Wegfalls der EU-Milchquoten, gehen wir von einem Abschmelzen der EBIT-Marge von

19% im GJ 2015/16 auf 15% im GJ 2019/20 aus.

- Periode 3: Für das Umsatzwachstum ab dem GJ 2026/27 wurden konstant 1,5% unterlegt, sowie eine EBIT-Marge von 15%.

In allen drei Phasen wurden die Effekte möglicher Akquisitionen sowie der Anpachtung bzw. des Erwerbs weiteren Ackerlandes unberücksichtigt gelassen.

Zur Berechnung des WACC wurde ein Beta-Wert von 1,48 verwendet. Die überdurchschnittliche Höhe dieses Wertes erklärt sich durch die relativ hohe Zyklizität der Erträge aus dem Agrarbereich, vor allem im Ackerbau. Hinzu kommt die relativ hohen Nettoverschuldung im aktuellen Geschäftsjahr (Nettoverschuldung 2013/14 ca. 4,0x EBITDA 2013/14), bedingt durch hohe Investitionen in neue Anlagen (Biogas-, Kartoffel- und Zwiebschälanlagen). Als Marktrisikoprämie wurden 5,5% unterlegt, ebenso wie eine 2,5% Rendite für den risikofreien Zins. Die normalisierte Steuerquote beträgt 33,5%. Damit ergibt sich ein WACC von 7,48%.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	13/14e	14/15e	15/16e	16/17e	17/18e	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	
Umsatz	16,03	18,03	19,78	20,17	20,58	20,99	21,41	21,84	22,27	22,72	23,17	23,64	24,11	1,5 %
Umsatzwachstum	-5,0 %	12,5 %	9,7 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
EBIT	1,93	2,74	3,53	3,63	3,50	3,36	3,21	3,28	3,34	3,41	3,48	3,55	3,62	
EBIT-Marge	12,0 %	15,2 %	17,9 %	18,0 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	
Steuerquote (EBT)	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	
NOPAT	1,28	1,82	2,35	2,41	2,33	2,23	2,14	2,18	2,22	2,27	2,31	2,36	2,40	
Abschreibungen	1,63	1,78	1,82	1,86	1,85	1,83	1,82	1,83	1,85	1,86	1,88	1,89	1,90	
Abschreibungsquote	10,2 %	9,9 %	9,2 %	9,2 %	9,0 %	8,7 %	8,5 %	8,4 %	8,3 %	8,2 %	8,1 %	8,0 %	7,9 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,02	-0,04	-0,04	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
- Investitionen	8,00	2,50	2,50	2,02	1,85	1,89	1,93	1,97	2,00	2,04	2,09	2,13	2,17	
Investitionsquote	49,9 %	13,9 %	12,6 %	10,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-5,11	1,14	1,71	2,19	2,32	2,16	2,02	2,04	2,06	2,08	2,09	2,11	2,13	
Barwert FCF	-5,05	1,05	1,47	1,75	1,72	1,49	1,29	1,22	1,14	1,07	1,01	0,94	0,89	17
Anteil der Barwerte	-9,41 %			46,50 %										62,91 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:	Herleitung Beta:
Fremdkapitalquote 43,00 %	Finanzielle Stabilität 1,75
Fremdkapitalzins 3,3 %	Liquidität 1,50
Marktrendite 8,00 %	Zyklizität 1,50
Risikofreie Rendite 2,50 %	Transparenz 1,50
	Sonstiges 1,00
WACC 7,48 %	Beta 1,48

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025/26e	10		
Terminal Value	17		
Zinstr. Verbindlichkeiten	11		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	2	Aktienzahl (Mio.)	1,7
Eigenkapitalwert 18		Wert je Aktie (EUR)	11,08

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	-0,8 pp	-0,5 pp	-0,3 pp	+0,0 pp	+0,3 pp	+0,5 pp	+0,8 pp		
1,79	8,5 %	7,44	7,67	7,93	8,20	8,49	8,80	9,14	1,79	8,5 %	7,30	7,60	7,90	8,20	8,49	8,79	9,09
1,63	8,0 %	8,60	8,89	9,19	9,52	9,88	10,27	10,69	1,63	8,0 %	8,56	8,88	9,20	9,52	9,85	10,17	10,49
1,55	7,7 %	9,25	9,56	9,90	10,27	10,67	11,10	11,57	1,55	7,7 %	9,27	9,60	9,94	10,27	10,61	10,94	11,28
1,48	7,5 %	9,94	10,29	10,67	11,08	11,53	12,01	12,54	1,48	7,5 %	10,03	10,38	10,73	11,08	11,43	11,78	12,13
1,40	7,2 %	10,69	11,08	11,50	11,96	12,46	13,01	13,61	1,40	7,2 %	10,87	11,23	11,60	11,96	12,32	12,69	13,05
1,32	7,0 %	11,50	11,94	12,41	12,92	13,49	14,11	14,79	1,32	7,0 %	11,78	12,16	12,54	12,92	13,30	13,68	14,06
1,16	6,5 %	13,34	13,89	14,48	15,14	15,87	16,67	17,57	1,16	6,5 %	13,89	14,31	14,72	15,14	15,56	15,97	16,39

- Betawert des Unternehmens reflektiert (1) eingeschränkte Liquidität (strategischer Investor hält über 50% der Aktien)
- (2) starke Fluktuation der Ertragslage durch Umwelteinflüsse (Wetter)
- (3) starke Abhängigkeit von konsolidierter Abnehmerindustrie (Molkereien)
- (4) Einfluss von Beihilfezahlungen der EU auf das Unternehmensergebnis

Peergroup-Vergleich erschwert durch Mangel an vergleichbaren börsennotierter Unternehmen

Die Anzahl börsennotierter Unternehmen die mit Tonkens Agrar bezüglich des Geschäftsmodells und dessen Risikostruktur vergleichbar sind, ist relativ gering. Die meisten dieser Unternehmen haben ihren Tätigkeitsschwerpunkt nicht in Deutschland sondern bewirtschaften Flächen in Osteuropa oder Südamerika und tragen somit ein im Vergleich zur Tonkens Agrar deutlich höheres Länderrisiko. Im Vergleich zur Tonkens Agrar bewirtschaften diese Unternehmen erheblich größere Flächen und weisen daher höhere Produktionsmengen auf. Dagegen ist die Flächenproduktivität dieser Unternehmungen in den meisten Fällen spürbar geringer. Hinzu kommt, dass die betrachteten Unternehmen zum Teil ein von der Tonkens Agrar abweichendes Geschäftsjahresende haben und nach anderen Rechnungslegungsvorschriften bilanzieren. Daher kann diese Berechnungsmethodik nur eingeschränkt zur Bewertung der Tonkens Agrar herangezogen werden.

Als Vergleichsunternehmen wurden herangezogen:

- **KTG Agrar:** Die KTG Agrar SE ist ein in Deutschland börsennotiertes Agrarunternehmen. Es gehört mit Anbauflächen von mehr als 40.000 Hektar zu den führenden Produzenten von Agrarrohstoffen in Europa. Als integrierter Anbieter erzeugt das Unternehmen Agrarrohstoffe, erneuerbare Energie und Lebensmittel. Die Kernkompetenz des Hamburger Unternehmens ist der ökologische und konventionelle Anbau von Marktfrüchten wie Getreide, Mais und Raps. Bei ökologischen Marktfrüchten ist KTG Agrar – gemessen an der Anbaufläche – europäischer Marktführer. Die Anbauflächen befinden sich hauptsächlich in Deutschland, seit 2005 zusätzlich auch in Litauen. Durch die Übernahme von Frenzel Tiefkühlkost und der Biozentrale Naturprodukte hat die KTG seit 2011 die Wertschöpfungskette um die Lebensmittelproduktion verlängert. Im Geschäftsjahr 2012 hat KTG eine Gesamtleistung von 168 Mio. Euro und ein EBIT von 29,5 Millionen Euro erzielt. Das Unternehmen beschäftigte Ende 2012 591 Mitarbeiter. Aufgrund dessen, dass KTG Agrar ähnlich wie Tonkens Agrar den überwiegenden Teil der Erträge in Deutschland erwirtschaftet und ein in vielen Teilen vergleichbares Tätigkeitsprofil aufweist, halten wir KTG Agrar für das am besten vergleichbare Unternehmen („Closest comparable“).
- **AgroGeneration** ist ein in Frankreich börsennotiertes landwirtschaftliches Unternehmen, das Produktionsstandorte hauptsächlich in der Ukraine unterhält. Das bewirtschaftete Land beträgt ca. 110.098 ha. Das Produktionsvolumen belief sich 2013 auf ca. 450.000 Tonnen Getreide und Ölsaaten. Das Unternehmen strebt einen Jahresumsatz von ca. EUR 70 Mio. an.
- **Kernel Holding** ist ein in Polen börsennotiertes landwirtschaftliches Unternehmen, das die Produktion von landwirtschaftlichen Rohstoffen in der Ukraine betreibt. Neben der Produktion auf ca. 405.000 ha verfügt das Unternehmen über ausgedehnte Infrastruktur zur Lagerung, Verarbeitung und Transport von Agrarrohstoffen. So verfügt das Unternehmen über Lagerkapazitäten für Getreide in Höhe von 2,8 Mio. Tonnen in der Ukraine, sowie über Exportterminals am Schwarzen Meer (4 Mio. Tonnen Getreideverladekapazität in der Ukraine, 3 Mio. Tonnen in Russland). Des Weiteren besteht ein Verladeterminale für Ölsaaten mit einer Kapazität von 1 Mio. Tonnen in der Ukraine. Im Jahr 2013 konnte das Unternehmen einen Umsatz von USD 2.797 Mio. und ein EBITDA von USD 288 Mio. erzielen. Auf den Ackerbau entfiel im gleichen Zeitraum ein Umsatz von 193 Mio. und ein EBITDA von USD 67,7 Mio.
- **Black Earth Farming** ist ein in Schweden börsennotiertes landwirtschaftliches Unternehmen, das die Produktion von landwirtschaftlichen Rohstoffen in Russland betreibt. Das Unternehmen bewirtschaftet 224.000 Hektar Ackerfläche und verfügt über 500.000 Tonnen Lagerkapazität. 2012 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von USD 229 Mio. sowie ein EBIT in Höhe von USD 20 Mio.
- **Trigon Agri** ist ein in Schweden börsennotiertes landwirtschaftliches Unternehmen, das sich mit der Produktion von Agrarrohstoffen deren Transport und Lagerung sowie

dem Landhandel in Russland und der Ukraine beschäftigt. Zusätzlich verfügt das Unternehmen über Milchproduktion in Estland und Russland mit 4.000 Milchkühen und einer Milchproduktion von 28 Mio. kg Milch pro Jahr. Das Unternehmen verfügt über 159.000 Hektar Ackerland für den Getreideanbau in der Ukraine und in Russland. In 2012 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von EUR 73,0 Mio. und ein EBIT von EUR 10,9 Mio.

- Adecoagro ist eines der führenden Unternehmen in Südamerika (Argentinien, Uruguay und Brasilien) in Bezug auf die Produktion landwirtschaftlicher Güter sowie die Herstellung von Energie aus nachwachsenden Rohstoffen. Das Unternehmen ist in den USA börsennotiert. Das Unternehmen bewirtschaftete 232.547 Hektar in 2012 und erzeugte 738.347 Tonnen Agrarrohstoffe, vor allem Reis, Mais und Sojabohnen. Daneben verfügt das Unternehmen über 85.663 Hektar Zuckerrohrplantagenfläche und 4.488.935 Tonnen Zuckerrohrverarbeitungskapazität. Ein Drittel des Zuckerrohrs wird zu Zucker verarbeitet, ca. zwei Drittel verwendet der Konzern zur Produktion von Bioalkohol. Der Umsatz im Jahr 2012 betrug USD 591,7 Mio., das erzielte EBITDA USD 140,7 Mio.

Auf Basis der Kennzahlen EV/Sales, EV/EBITDA, P/E, P/CF und P/BV für die Jahre 2013, 2014 und 2015 errechnet sich der faire Wert für Tonkens Agrar je Aktie auf EUR 9,39. Dabei sollte allerdings berücksichtigt werden, dass viele der Vergleichsunternehmen überwiegend in Russland und/oder der Ukraine tätig sind und daher aufgrund der momentanen politischen Lage mit einem erhöhten Länderrisiko behaftet sind. Unter Anwendung der gleichen Berechnungsmethodik auf Basis des aus unserer Sicht am besten vergleichbaren Unternehmens („closest comparable“), der KTG Agrar AG (Aktivitäten ausschließlich in Deutschland und Litauen), ein fairer Wert von EUR 10,74 je Aktie.

Peer Group

Unternehmen	Kurs	EV/Sales			EV/EBITDA			P/E			P/CF			P/BV		
		2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e
KTG Agrar SE	13.16	2.54	2.26	2.01	10.24	8.90	8.52	15.50	8.65	7.18	5.29	3.82	3.47	0.94	0.87	0.80
AgroGeneration SA	1.10	4.57	2.06		61.81	8.04			18.33		15.71	8.46		1.22	1.15	
Kernel Holding S.A.	28.81	0.50	0.55	0.46	4.83	5.58	3.84	6.05	19.71	5.48	2.49	7.66	4.19	0.56	0.56	0.52
Black Earth Farming LTD Swedish DR	6.15	1.69	1.19	1.08		7.18	5.14		19.98	9.58	53.43	139.46	8.88	0.84	0.81	0.75
Trigon Agri A/S	1.85	1.20	1.20	1.10		6.46	4.97			16.31				0.26	0.26	0.26
Adecoagro S.A.	8.91	2.11	2.13	1.91	7.76	7.62	6.36	320.27	18.59	16.16	7.44	7.46	6.19	1.15	1.05	0.95
Median Multiple Peers (x)		1.9	1.6	1.1	9.0	7.4	5.1	15.5	18.6	9.6	7.4	7.7	5.2	0.9	0.8	0.7
		Sales			EBITDA			Nettoergebnis			Cashflow			Buchwert		
		2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e
Tonkens Agrar (EUR Mio.)		16.03	18.03	19.78	3.55	4.52	5.36	0.73	1.11	1.67	2.34	2.92	3.52	12.92	14.03	15.53
EV (Berechnet)		30.5	29.4	21.7	32.0	33.4	27.5									
- Nettoverschuldung*		-14.54	-14.12	-13.26	-14.54	-14.12	-13.26									
- Pensionsverpflichtungen*		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00									
- Minderheitsanteile*		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00									
+ Finanzbeteiligungen*		0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36									
Market cap (calculated)		16.3	15.6	8.8	17.8	19.7	14.6	11.3	20.6	16.0	17.4	22.3	18.3	11.5	11.8	11.6
Mittelwert fairer Wert des Eigenkapitals (EUR Mio.)																15.6
Fairer Wert EK /Aktie (EUR)																9.39

*) zu Buchwerten

„Closest Comparable“																
Unternehmen	Kurs	EV/Sales			EV/EBITDA			P/E			P/CF			P/BV		
		2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e
KTG Agrar SE	13.16	2.54	2.26	2.01	10.24	8.90	8.52	15.50	8.65	7.18	5.29	3.82	3.47	0.94	0.87	0.80
Median Multiple Peers (x)		2.5	2.3	2.0	10.2	8.9	8.5	15.5	8.6	7.2	5.3	3.8	3.5	0.9	0.9	0.8
		Sales			EBITDA			Nettoergebnis			Cashflow			Buchwert		
		2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e
Tonkens Agrar (EUR Mio.)		16.03	18.03	19.78	3.55	4.52	5.36	0.73	1.11	1.67	2.34	2.92	3.52	12.92	14.03	15.53
EV (Berechnet)		40.74	40.78	39.71	36.38	40.20	45.65									
- Nettoverschuldung*		-14.54	-14.12	-13.26	-14.54	-14.12	-13.26									
- Pensionsverpflichtungen*		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00									
- Minderheitsanteile*		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00									
+ Finanzbeteiligungen*		0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36									
Market cap (calculated)		26.6	27.0	26.8	22.2	26.4	32.7	11.3	9.6	12.0	12.4	11.1	12.2	12.2	12.3	12.4
Mittelwert fairer Wert des Eigenkapitals (EUR Mio.)																17.8
Fairer Wert EK /Aktie (EUR)																10.74
*) zu Buchwerten																

Free Cash Flow Value Potential – Bewertungsmethode weist auf einen fairen Wert von EUR 9,82 je Aktie hin

WRs FCF Value Potential Modell analysiert das Potenzial eines Unternehmens, in seiner momentanen Struktur nachhaltige Cashflows zu erzielen. Dabei wird unterstellt, dass das Unternehmen auf weitere Investitionen in zukünftiges Wachstum verzichten würde. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich bei Betrachtung des Durchschnitts über die drei Geschäftsjahre 2013/14 – 2015/16 ein Wert für die Tonkens Agrar von EUR 9,82 je Aktie.

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,73	1,11	1,67	
+ Abschreibung + Amortisation	0,97	1,23	1,35	1,51	1,63	1,78	1,82	
- Zinsergebnis (netto)	-0,85	-0,78	-0,85	-0,64	-0,87	-1,12	-1,08	
- Erhaltungsinvestitionen	1,40	1,52	1,49	1,46	1,60	1,75	1,75	
+ Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
= Free Cash Flow Potential	1,88	-1,18	-0,95	2,04	1,63	2,26	2,82	
Free Cash Flow Yield Potential	n/a	-2,8 %	-3,1 %	7,6 %	5,3 %	7,5 %	9,6 %	
WACC	7,48 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %	
= Enterprise Value (EV)	n.a.	41,88	30,62	26,86	30,63	30,21	29,36	
= Fair Enterprise Value	25,12	n.a.	n.a.	27,25	21,81	30,21	37,71	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	8,88	8,88	8,88	8,88	14,54	14,12	13,26	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Sonstige	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Marktwert Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	
= Faire Marktkapitalisierung	16,60	n.a.	n.a.	18,73	7,63	16,45	24,81	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	10,00	n.a.	n.a.	11,29	4,60	9,91	14,95	
Premium (-) / Discount (+) in %					-52,6 %	2,2 %	54,2 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,48 %	5,67	n.a.	n.a.	6,59	0,84	4,70	8,44
	9,48 %	6,81	n.a.	n.a.	7,82	1,83	6,07	10,16
	8,48 %	8,22	n.a.	n.a.	9,35	3,05	7,77	12,27
WACC	7,48 %	10,00	n.a.	n.a.	11,29	4,60	9,91	14,95
	6,48 %	12,34	n.a.	n.a.	13,83	6,63	12,73	18,46
	5,48 %	15,53	n.a.	n.a.	17,29	9,40	16,56	23,25
	4,48 %	20,15	n.a.	n.a.	22,29	13,41	22,11	30,18

- Historische Volatilität der Wertindikation aufgrund zyklischer operativer Entwicklung, Portfolioveränderungen

Kursziel von EUR 11,00 auf Basis DCF

Zur Festlegung des Kursziels legen wir den mittels DCF ermittelten Wert von EUR 11,00 je Aktie zugrunde. Dieser Wert scheint sowohl durch den Peergroup-Vergleich (EUR 9,39, bzw. EUR 10,74 für den Fall des „closest comparable“) als auch durch das Ergebnis des FCF Value Modells (EUR 9,82) abgesichert zu sein.

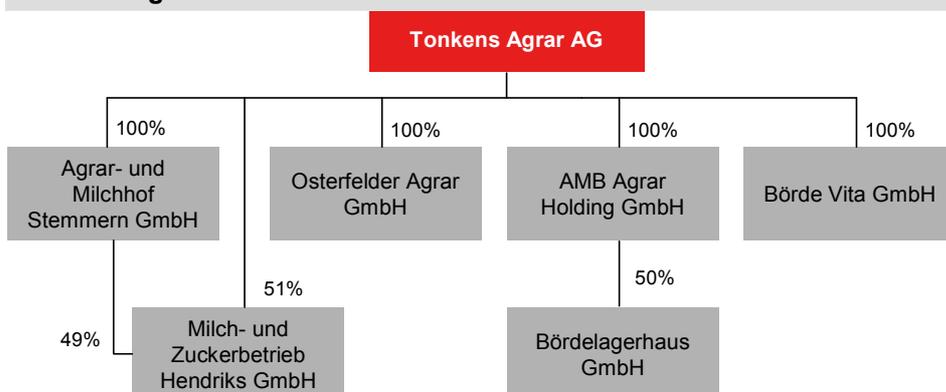
Unternehmen & Produkte

Unternehmensstruktur

Wichtigstes Organ der Tonkens Gruppe ist die Tonkens Agrar AG. Die zweite Ebene besteht aus sechs GmbHs, die, ausgenommen der Bördelagerhaus GmbH, alle direkt oder indirekt 100%ige Tochtergesellschaften der Tonkens Agrar AG sind.

- Die Agrar- und Milchhof Stemmern GmbH wurde Juni 1997 in Sülzetal (Ortsteil Stemmern) gegründet. Tätigkeiten der Agrar- und Milchhof Stemmern GmbH sind Ackerbau und Milchviehhaltung.
- Die Osterfelder Agrar GmbH wurde Oktober 1991 in Osterfeld gegründet. Die Tätigkeiten der Gesellschaft umfassten anfänglich nur Ackerbau und Tierzucht. 2012 wurde die Weickelsdorfer Kartoffellagerhaus GmbH auf die Osterfelder Agrar GmbH verschmolzen. Dadurch erweiterte sich die Tätigkeiten um das Be- und Verarbeiten von Feldfrüchten sowie um das Vermarkten roher Feldfrüchte und weiterverarbeiteter Folgeprodukte.
- Die AMB Agrar Holding GmbH wurde im September 2009 mit Sitz in Sülzetal gegründet. Tätigkeiten der AMB Agrar Holding GmbH sind Akquisition von Unternehmensanteilen und deren anschließende Verwaltung.
- Die Börde Vita GmbH ging im Februar 2012 aus der 2009 gegründeten Biogas Stemmern GmbH hervor und hat ihren Sitz in Wanzleben-Börde. Ihre Tätigkeiten umfassen die Lagerung, Aufbereitung und Vermarktung von landwirtschaftlichen Produkten.
- Die Milch- und Zuchtbetrieb Hendriks GmbH wurde März 1991 in Sülzetal gegründet. Deren Anteile werden zu 51% von der Tonkens Agrar AG und zu 49% von der Agrar- und Milchhof Stemmern GmbH gehalten. Die Tätigkeiten umfassen hauptsächlich die Aufzucht von Milchkühen sowie die Milchproduktion.
- Die Bördelagerhaus GmbH wurde Februar 2001 in Kroppenstedt gegründet. Deren Stammkapital wird zu 50% indirekt von der Tonkens Agrar AG, und zu 50% von Herrn Berend van der Velde gehalten. Einzige Tätigkeit der Bördelagerhaus GmbH ist derzeit die Energieproduktion mittels einer Photovoltaik-Anlage mit einer Nennleistung von 1 MW.

Tonkens Agrar: Unternehmensstruktur



Quelle: Tonkens Agrar AG, Warburg Research

Geschäftsfelder

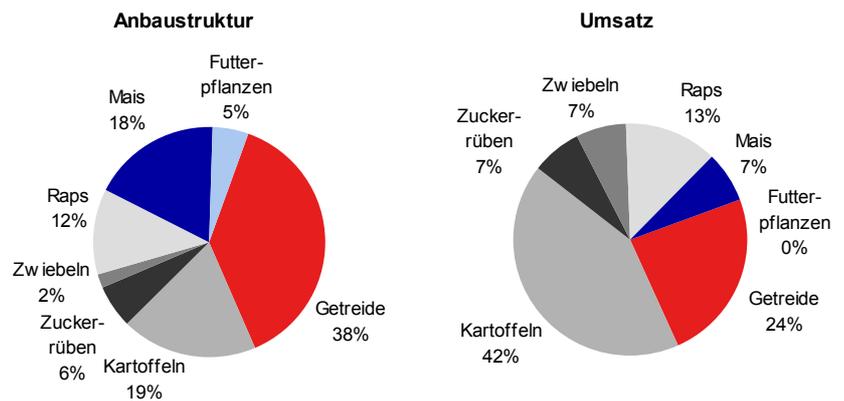
Die Tonkens Agrar ist in vier Geschäftsfeldern tätig: Ackerbau, Milchproduktion, Erneuerbare Energien sowie Lagerung, Veredelung & Vermarktung. Während Ackerbau und Milchproduktion den klassischen landwirtschaftlichen Tätigkeiten zuzurechnen ist, handelt es sich bei den restlichen Geschäftsfeldern um solche, die über die herkömmlichen Aufgaben eines Agrarbetriebs hinausgehen.

Ackerbau

Die Tonkens Agrar AG betreibt über drei Tochtergesellschaften Ackerbau an zwei verschiedenen Standorten in Sachsen-Anhalt. Die Agrar- und Milchhof Stemmern GmbH sowie die Milch- und Zuchtbetrieb Hendriks GmbH sind beide sowohl in Stemmern ansässig als auch tätig. Die Osterfelder Agrar GmbH bewirtschaftet Ackerflächen in Osterfeld. Insgesamt wird eine Fläche von 3.035 ha Anbaufläche (Vorjahr: 3.123 ha) bewirtschaftet. Von diesen Flächen sind 9% im Eigentum der Tonkens Agrar, 75% befinden sich in Pacht und 16% werden als Dienstleister für Dritte bewirtschaftet.

Den größten Teil der Anbaufläche nahmen 2013/13 Getreide (38%), Kartoffeln (19%) und Mais (18%) ein. Diese Erzeugnisse erwirtschaften anteilmäßig ebenfalls die höchsten Umsätze (24%, 42%, 7%).

Anbaustruktur und Umsatz im Ackerbau 2012/2013



Quelle: Tonkens Agrar AG, Warburg Research

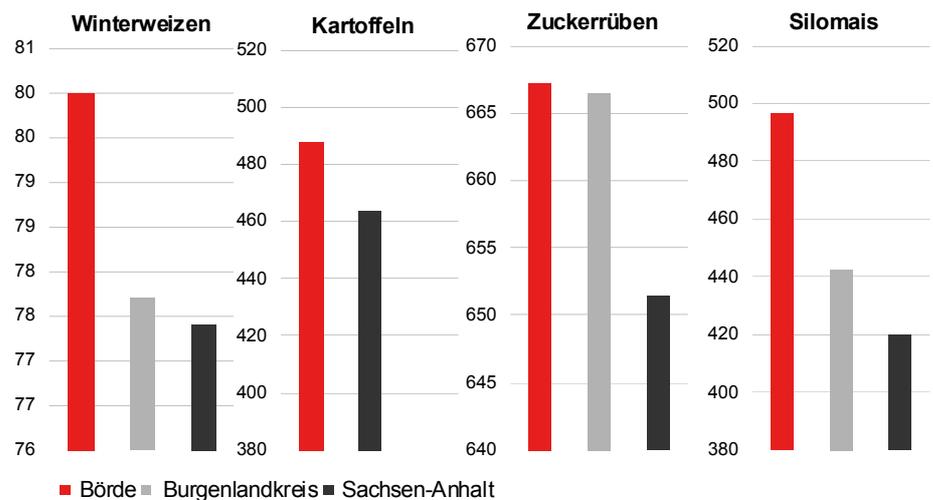
Um auf neue Anforderungen und veränderte Bedingungen im Markt reagieren zu können, legt die Tonkens Agrar vor Aussaat des Wintergetreides jedes Jahr erneut ihre Anbauplanung fest. In Summe war diese bislang von nur geringer Volatilität. Sowohl die Aussaat als auch die Ernte werden primär durch unternehmenseigenes Personal durchgeführt. Eine Ausnahme bildet die Ernte von Mais, die bedingt durch Kapazitätsspitzen durch externe Unternehmen erfolgt. Die zur Ernte notwendigen Maschinen sind zum Großteil im Unternehmensbesitz (76%), zusätzlich werden weitere Maschinen geleast (24%).

Die mittels Lieferquoten regulierten Zuckerrüben produziert die Tonkens Agrar an zwei Standorten. Erzeugnisse des Standorts Osterfeld werden an die Südzucker AG (ca. 20%) und Erzeugnisse des Standorts Stemmern an die Nordzucker AG (ca. 80%) verkauft. Die Lieferquote der Tonkens Agrar beträgt insgesamt ca. 9.950 Tonnen Zuckerrüben pro Jahr, in 2012/2013 hat die tatsächliche Ernte diese Liefermenge überschritten.

Ein ökologischer Anbau findet nicht statt, die landwirtschaftlichen Erzeugnisse der Tonkens AG werden ausschließlich auf konventionellem Wege hergestellt. Sollte bei den Kunden von Tonkens eine verstärkte Nachfrage nach ökologischen Gütern auftreten, so ist laut dem Unternehmen mittelfristig eine Umstellung auf ökologischen Anbau möglich.

Wichtiger Ertragsfaktor für landwirtschaftliche Betriebe und so auch für die Tonkens Agrar ist die Bodenbeschaffenheit der bewirtschafteten Ackerflächen. Der Standort Stemmen ist der Region Magdeburger Börde zuzurechnen, der Standort Osterfeld ist Teil der Region Burgenlandkreis. Die Ertragsmesszahlen der Felder beider Standorte der Tonkens Agrar sind außergewöhnlich hoch, d.h. diese können überdurchschnittlich hohe Erträge erbringen. Die Magdeburger Börde besitzt mitunter die fruchtbarsten Böden Deutschlands. Zeitweise sind sie unter anderem als optimale Vergleichsgrundlage zur steuerlichen Bewertung aller landwirtschaftlichen Betriebe in Deutschland herangezogen worden. Gemessen am Umsatz sind Getreide, Kartoffeln, Zuckerrüben und Mais die wichtigsten Anbauprodukte der Tonkens Agrar.

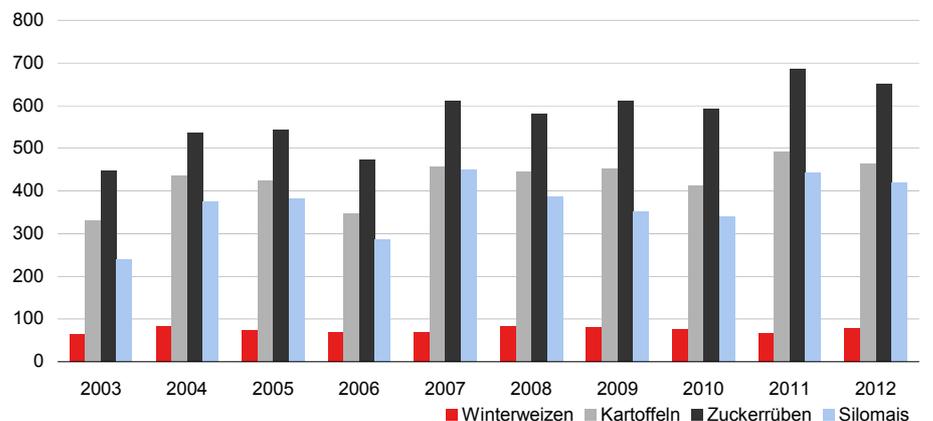
Hektarerträge ausgewählter Regionen in Sachsen-Anhalt 2012 (in dt/ha)



Quelle: Statistisches Landesamt Sachsen-Anhalt, Warburg Research

Vergleicht man die Hektarerträge (Ertrag in Dezitonnen pro Hektar) der Standorte der Tonkens Agrar mit dem Durchschnitt aller Regionen in Sachsen-Anhalt, so wird deutlich, dass die Ackerflächen der Tonkens AG in allen wichtigen Bereichen höhere Hektarerträge erwirtschaften.

Hektarerträge in Sachsen-Anhalt (in dt/ha)

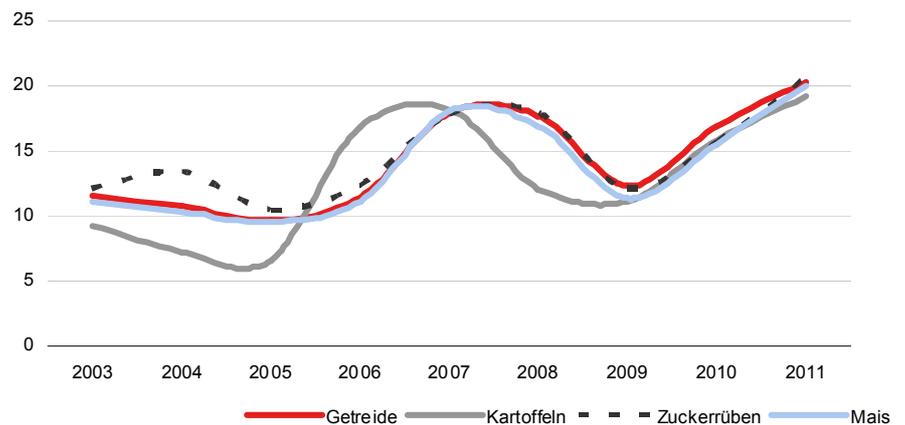


Quelle: Statistisches Landesamt Sachsen-Anhalt

Die Gesamtanbaumengen von Winterweizen, Kartoffeln und Silomais in Sachsen-Anhalt sind innerhalb der letzten 10 Jahre ungefähr konstant geblieben. Die Produktionsmenge von Zuckerrüben ist leicht gestiegen.

Die Preise von Getreide, Zuckerrüben und Mais weisen eine starke Korrelation auf. Dagegen ist die Preisentwicklung der Kartoffeln zeitlich verschoben. Dies verdeutlicht, wie wichtig für die Tonkens Agrar eine Diversifikation über das normale Agrargeschäft hinaus ist. Auch die Erzeugung von verschiedenen landwirtschaftlichen Primärerzeugnissen vermag die Tonkens Agrar kaum gegen Preisschwankungen abzusichern.

Preise ausgewählter Agrarprodukte in Deutschland (in €/100kg)



Quelle: BMELV, Warburg Research

Nach der Ernte hat Tonkens prinzipiell drei verschiedene Verwendungsmöglichkeiten für die Agrargüter:

- Direkter Verkauf
- Lagerung und Verkauf zu späterem Zeitpunkt
- Weiterverarbeitung (bisläng ausschließlich Kartoffeln und Zwiebeln)

Da ein Getreidelager in Stemmern nicht vorhanden ist, werden die in Stemmern produzierten Agrargüter, insbesondere Getreide und Raps, direkt nach der Ernte veräußert. Bedingt durch die großen Volumina sowie den relativ geringen Verkaufspreis der landwirtschaftlichen Erzeugnisse sind die Transportkosten mitentscheidend für die Rentabilität. So ist ein Verkauf nur bei den umliegenden sog. Landhändlern wirtschaftlich sinnvoll. Da nur drei bis vier solcher Händler aus geografischen Gründen als Kunden infrage kommen, steht Tonkens Agrar einem konsolidierten Abnehmermarkt gegenüber. Es ergibt sich die Situation, dass viele Landwirte versuchen ihre Produkte bei nur wenigen Abnehmern zeitgleich bzw. zu einem ähnlichen Zeitpunkt abzusetzen. Dadurch entsteht zeitgleich ein großes Angebot von Erzeugnissen, welches die Preissetzungsmacht auf die Landhändler verlagert. Diese Situation zieht zumeist einen niedrigen Verkaufspreis für die Erzeugnisse und somit geringe Erträge für die Landwirte nach sich.

Lagerung, Veredelung und Vermarktung

Ist es dem Landwirt möglich, seine Ware nach der Ernte einzulagern und zu einem späteren Zeitpunkt außerhalb der Erntesaison zu verkaufen, so kann in der Regel wegen des zu diesem Zeitpunkt geringeren Angebots ein höherer Verkaufspreis erzielt werden.

Am Standort Osterfeld verfügt die Tonkens Agrar über Lagerhallen mit einem Gesamtvolumen von 4.000 Tonnen und kann somit einen Preisvorteil durch entsprechende Lagerung erzielen. Den gesteigerten Erträgen stehen jedoch auch Kosten und höhere Risiken gegenüber. Höhere Kosten ergeben sich aus dem investiertem Kapital und den Unterhaltskosten für die Lagerhallen. Generell handelt es sich bei landwirtschaftlichen Erzeugnissen um verderbliche Güter. Schädlingsbefall, technische Defekte oder unsachgemäße Lagerung der Ernte können bis hin zum Totalausfall des gesamten Lagerbestandes führen.

Von Tonkens Agrar weiterverarbeitet werden grundsätzlich nur Kartoffeln und Zwiebeln. Bei den Kartoffeln wird zusätzlich unterschieden zwischen den Prozessen Sortieren-Säubern-Verpacken für den Einzelhandel und Schälen-Waschen-Verpacken für die Gastronomie. Der Verkauf von bereits weiterverarbeiteten Kartoffeln ist wesentlich lukrativer als der von Kartoffeln als Rohware. Daher strebt die Tonkens Agrar derzeit an, die Kartoffelschälkapazitäten am Standort Stemmerm mittels Errichtung einer neuen Schälanlage von bislang 10 Tonnen pro Tag bis zu 30 Tonnen pro Tag auszuweiten. Diese wird momentan am Standort in Wanzleben montiert und soll ihren Betrieb bis zum Geschäftsjahresende 2014 aufnehmen. Damit einhergehend ist eine weitere Umstellung des Anbaus von Industrie- zu Speisekartoffeln geplant. Um höhere Margen zu erzielen, sollen langfristig 80 bis 90% der weiterverarbeitenden Kartoffeln direkt vermarktet und möglichst an den Gastronomie- und Großküchenbereich verkauft werden. Eine ähnliche Strategie verfolgt das Unternehmen bei Gemüsezwiebeln. Ende Januar 2014 wurde die Testphase einer neuen Zwiebelenschälmaschine gestartet, die 1,5 – 2,0 Tonnen Zwiebeln pro Stunde (je nach Gewichtsklasse) vollautomatisch schält. Die Investitionen für die beiden Schälanlagen und die damit verbundenen Ausgaben dürften das Unternehmen in 2013/14 mit ca. EUR 4 Mio. belasten. Die beiden Schälmaschinen sollten ab 2014/15 einen Umsatzbeitrag von zusätzlich ca. EUR 2 Mio. liefern können.

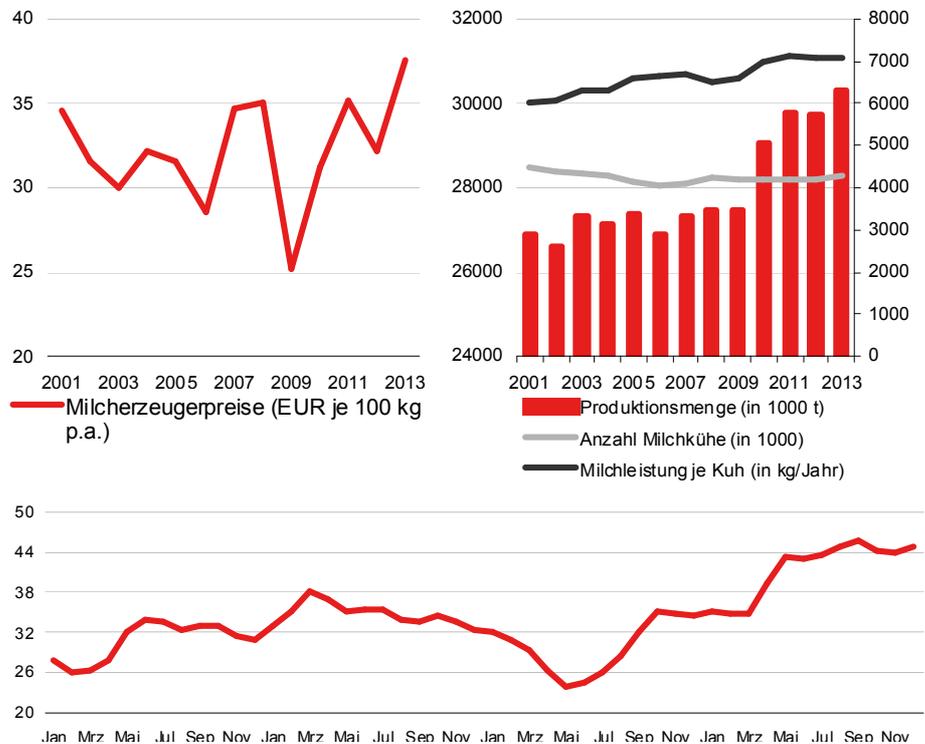
Milchproduktion und Milchviehaufzucht

Die Milchproduktion der Tonkens Agrar wird am Standort Stemmerm durch die Agrar- und Milchhof Stemmerm GmbH und die Milch- und Zuchtbetrieb Hendriks GmbH betrieben. In der Praxis werden beide Gesellschaften weitestgehend als wirtschaftliche Einheit zusammengefasst und als solche geführt. Das Bestehen von zwei verschiedenen Gesellschaften hat zum Einen historische Gründe. Zum Anderen muss die juristische Trennung der beiden Gesellschaften auch deshalb vollzogen werden, da beide Gesellschaften der Milchquotenregelung unterliegen. Die Milchquote legt EU-weit fest, wie hoch die Milchreferenzmenge eines jeden Landes sein darf. Die Deutschland zugeteilte Milchreferenzmenge wurde wiederum auf alle deutschen milcherzeugenden Unternehmen bzw. Gesellschaften aufgeteilt. Überschreitet ein milchproduzierendes Unternehmen die ihm zugeteilte Quote, kann je nach jährlicher Liefermenge die Zahlung der sogenannten Superabgabe auferlegt werden. Diese Sanktion bewirkt, dass die Milchherstellung bei Überschreitung der zugeteilten Quote ökonomisch unrentabel wird. Um derartige Sanktionen zu vermeiden, wird die von den milchproduzierenden Gesellschaften der Tonkens Agrar jeweils produzierte Milchmenge strikt getrennt. Auch sind die Auswirkungen der Überlieferungen auf die Abgabenerhebung bei Milcherzeugern sehr unterschiedlich. In Deutschland wird ein zweistufiges Saldierungsverfahren angewendet. In einem ersten Schritt erfolgt auf Molkereiebene die Saldierung von Überlieferungen mit Unterlieferungen bis maximal 10% der Quote eines Milcherzeugers. Die danach verbliebenen Überlieferungen werden dann in einem zweiten Schritt auf Bundesebene mit den nach Molkereisaldierung verbliebenen Unterlieferungen saldiert. Aufgrund dieses Mechanismus ist die Tonkens Agrar trotz partiellen Überlieferungen in der Vergangenheit von der Zahlung der Superabgabe verschont geblieben.

Die Tonkens Gruppe besitzt ca. 880 milchgebende Kühe, die insgesamt bis zu 23.000 l Milch pro Tag produzieren. Das entspricht ungefähr 7,39 Mio. kg Milch pro Jahr. Die Tonkens Agrar darf aufgrund der ihr zugeteilten Milchquote maximal 7.236.978 kg Milch

pro Jahr herstellen. Während 2011 die Milchleistung pro Kuh pro Jahr im Bundesdurchschnitt bei 8.221 kg lag, betrug die durchschnittliche Milchleistung bei der Tonkens Agrar 10.000 kg. Die Milchleistung ist nicht über die Jahre konstant, sie variiert in Abhängigkeit verschiedener Faktoren wie z.B. der Witterung. Die normale durchschnittliche Milchleistung einer deutschen Milchkuh betrug 2013 ca. 7.400 kg (Quelle: Milchindustrie-Verband e.V.). Zur Haltung der Kühe besitzt die Tonkens Agrar zwei Laufställe. Der erste wurde 1998 erbaut und später modernisiert, er bietet Platz für ca. 500 Kühe. 2003 wurde ein weiterer Stall (Hauptstall) mit Platz für 550 Milchkuhe erbaut. Eine Stallerweiterung wäre am Hauptstall möglich. Der Hauptstall wurde so gebaut, dass mit einem Anbau nahezu eine Verdoppelung problemlos erfolgen könnte (plus ca. 550 Milchkuhe). Der Melkbereich wurde 2001 erheblich modernisiert und ist seitdem mit einem Fischgrätenmelkstand von 2x20 Plätzen ausgestattet. Der Melkstand hat momentan freie Kapazitäten für ca. 140 - 160 weitere Tiere. Da zurzeit drei Mal täglich gemolken wird, müsste bei einer Stallerweiterung auch in zusätzliche Melktechnik investiert werden oder es würde - wie auch in vielen anderen Betrieben in Deutschland - nur noch zwei Mal täglich gemolken.

Mengen und Preisentwicklung für Kuhrohmilch in Deutschland



Quelle: ZMB, BMELV, BLE, ife Kiel, Warburg Research

Im Geschäftsjahr 2012/2013 wurden bei der Tonkens Agrar insgesamt 900 Kälber (Vorjahr: 846) geboren. Normalerweise liegt der Anteil der männlichen Kälber leicht unter 50%. Diese werden, meist als Jungbullen, direkt weiterverkauft. 2012/2013 wurden dadurch Erträge in Höhe von EUR 53.832 (Vorjahr: EUR 57.298) erzielt. Das entspricht einem durchschnittlichen Verkaufserlös von EUR 120 (Vorjahr: EUR 136) pro (Jung-)Bulle. Die meisten weiblichen Kälber verbleiben zur Aufzucht und späteren Milchproduktion bei der Tonkens Agrar.

Die von Tonkens Agrar produzierte Milch wird ausschließlich an Molkereiunternehmen veräußert. Dabei wird jedes Jahr zwischen Tonkens Agrar und einer privaten Molkerei ein befristeter Abnahmevertrag zu einem fixen Kaufpreis über die gesamte Milchreferenzmenge von Tonkens geschlossen. Die Laufzeit dieser Verträge beträgt

üblicherweise 1 Jahr, kann jedoch auch darüber hinausgehen. Prinzipiell kann sich Tonkens Agrar jedes Jahr einen neuen Vertragspartner suchen und einen neuen Milchabsatzvertrag aushandeln. Dabei kann es sich laut Tonkens Agrar um Molkereiunternehmen aus ganz Deutschland oder auch aus dem nahegelegenen Ausland handeln. Da Milch aber wegen ihres hohen Wassergehaltes von ca. 88% hohes Gewicht mit einem vergleichsweise geringen Wert verbindet, ist ein Transport über weite Strecken wirtschaftlich unattraktiv.

Die Molkereien streben daher üblicherweise an, dass jeder Standort nur Milch aus dem jeweiligen Bundesland oder den angrenzenden Regionen verarbeitet. In den letzten Jahren waren daher entweder die Sachsenmilch AG in Wachau bei Dresden oder die Deutsches Milchkontor GmbH (DMK) Vertragspartner, bis letztere ihr Werk in Magdeburg geschlossen hat. Seit 2011 sind die in Stendal ansässigen Milchwerke Mittelelbe GmbH Vertragspartner für die Milchabnahme. Die Tonkens Agrar ist nach eigener Aussage an Kontinuität der Vertragsbeziehung mit der Mittelelbe GmbH interessiert.

Als alternativer Vertragspartner im Bereich der Milchproduktion käme z.B. erneut das DMK (größtes deutsches Molkereiunternehmen, Umsatz 2012: EUR 4,6 Mrd.) in Frage, das einen Standort in Bad Bibra (südliches Sachsen-Anhalt) unterhält. Die DMK ist das größte deutsche Molkereiunternehmen (Umsatz 2012: EUR 4,6 Mrd.), das genossenschaftlich organisiert ist. Andere denkbare Abnehmer in der Region wären die Börde Käse GmbH und die Uelzena Gruppe.

Regenerative Energien

Zurzeit betreibt die Tonkens Agrar zwei Photovoltaik-Anlagen mit einer Nennleistung von jeweils 1 MW und eine Biogasanlage mit einer Nennleistung von 600 kW. Eine der beiden Photovoltaik-Anlagen ist am Standort Stemmern installiert. 100%iger Eigentümer der Anlage ist die Tonkens Agrar AG. Die zweite Anlage befindet sich in Kroppenstedt und ist Eigentum der Bördelagerhaus GmbH, von der die Tonkens Agrar indirekt 50% der Anteile hält. Eigentümer und Betreiber der Biogasanlage ist die Agrar- und Milchhof Stemmern GmbH (zu 100% im Besitz der Tonkens Agrar), die diesen an ihrem Standort Stemmern betreibt.

Während die Energieerzeugung mit Photovoltaik-Anlagen und damit die erzielbaren Erträge fast ausschließlich von der Sonneneinstrahlung abhängen, ist das Betreiben einer Biogasanlage vergleichsweise komplex. Durch Vergären von Biomasse entsteht Biogas, dessen wichtigster Bestandteil für die Energieerzeugung Methan ist. Die Vergärung erfolgt mittels Einsatz von Bakterien, die die Biomasse zahlreichen biochemischen Prozessen unterwerfen. Die Biogasproduktion wird dabei durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst, wie z.B. Druck, Temperatur, pH-Wert, Viskosität, Verweildauer, Zuführungsrate und nicht zuletzt durch die Zusammensetzung und Konsistenz der eingesetzten Biogasmasse. Das entstandene Methan wird anschließend zur Erzeugung von elektrischem Strom in einen Generator gespeist. Die Vielzahl an Parametern erschwert in der Regel die permanente Gewährleistung eines hohen Wirkungsgrades im Dauerbetrieb.

Tonkens Agrar betreibt seit zwei Jahren in Stemmern erfolgreich ihre erste Biogasanlage mit einer Nennleistung von 600 kW. Die Biogasanlage wurde zu einem Kaufpreis von EUR 1,75 Mio. erworben und fertig gestellt. Sie wurde im November 2011 in Betrieb genommen. Ein betriebseigener Techniker stellt sicher, dass die Anlage ordnungsgemäß Strom erzeugt. Die eingesetzten Biogasrohstoffe werden weder zugekauft noch selbst angebaut, sondern entstehen als Reststoffe der anderen Geschäftsfelder. Aus der Viehhaltung werden Gülle und Festmist eingesetzt. Die Gülle macht mehr als die Hälfte der eingesetzten Biomasse aus. Alle genannten Rohstoffe liefern zwar nur mäßige Biogaserträge in m³ pro Tonne, verfügen jedoch über einen vergleichsweise hohen Methangehalt. Vorteile der zugesetzten Rohstoffe sind, dass keine Flächen für den Anbau von Mais für die Biogaserzeugung eingesetzt werden müssen, was andernfalls

die Anbaufläche für die zur Nahrungsmittelherstellung bestimmten Feldfrüchte mindern würde. Darüber hinaus entfallen Entsorgungsgebühren für die Reststoffe. Schließlich lassen sich die Rückstände der Biogasanlage als Düngemittel auf die Felder ausbringen.

Die bestehende Anlage bezieht ausschließlich Biogasrohstoffe des nördlichen Standorts Stemmen und Wanzleben. Um auch die Reststoffe des südlichen Standorts Osterfeld verwerten zu können, plant die Tonkens Agrar eine zweite Biogasanlage in Osterfeld zu errichten. Die Tonkens Agrar betreibt in Osterfeld keine Viehhaltung, d.h. zur Verwertung stehen lediglich Bioreststoffe zur Verfügung. Da diese alleine nicht zum Betreiben der Anlage ausreichen, hat Tonkens eine Absprache mit einem benachbarten Landwirt über die unentgeltliche Abnahme seiner Gülle aus der Viehhaltung getroffen. Dieser hat ein wirtschaftliches Interesse an dieser Vereinbarung, da er in dessen Folge keine Entsorgungsgebühren zu tragen hat. Die Tonkens Agrar kann nach Fertigstellung der Anlage somit insgesamt 1,2 MW Strom aus der Biogaserzeugung einspeisen, ohne dass dabei nennenswerte Kosten für die Beschaffung der Rohstoffe anfallen.

Der Baubeginn der zweiten Biogasanlage erfolgte zum Ende des Q3 2013/14, was zu einer Fertigstellung und Inbetriebnahme im Sommer 2014 führen sollte. Die Gestehungskosten dürften sich in Höhe von ca. EUR 2 Mio. bewegen. Auf Basis der letzten Novellierung des EEGs kalkulieren wir mit einer Einspeisevergütung von EURCent 13,72 je kW/h (§27a, Vergärung von Bioreststoffen, Anlagengröße über 500 kW, bis 20 MW). Bei Volllastauslastung ergäbe sich damit ein jährlicher Umsatzbeitrag von EUR 0,72 Mio. Die Errichtung einer weiteren Photovoltaik-Anlage ist bislang nicht in Planung, grundsätzlich besitzt die Tonkens Agrar aber noch freie Dachflächen für eventuelle Erweiterungen.

Märkte und Umfeld

Die EU Agrarpolitik/ der europäische Milchmarkt

Rahmenbedingungen für Milcherzeuger

Der wirtschaftliche Erfolg des Milchgeschäfts der Tonkens Agrar wird neben unternehmensspezifischen Gegebenheiten und lokalen Einflüssen auch erheblich von Rahmenbedingungen beeinflusst, die auf europäischer Ebene festgelegt werden.

Ende der 1970er Jahre kam es im Raum der Europäischen Gemeinschaft (EG) durch die steigende Milcherzeugung zu einer beträchtlichen Milchüberproduktion und den daraus folgenden „Butterbergen“ und „Milchseen“. Um stabile Milchpreise zu erzielen, führte die EG 1983 die Milchquote ein. Dadurch konnte die Milchangebotsmenge begrenzt und der Nachfrage angepasst werden. Neben dieser quantitativ begrenzenden Maßnahme nutzt die EU weiterhin die Möglichkeit zur Stützung des Milchpreises bzw. der Preise von Butter und Magermilchpulver mithilfe einer garantierten Preisuntergrenze, der als Referenzpreis (früher Interventionspreis) bezeichnet wird. Dieser Referenzpreis ist seit 2004 kontinuierlich gesunken, so dass er nahezu immer unterhalb dem Niveau des ebenfalls sinkenden Marktmilchpreises lag und somit kaum wirksam wurde. Gleichzeitig sind die Kosten für die zur Milcherzeugung notwendigen Betriebsmittel wie Futtermittel oder Treibstoffe gestiegen. Zur Unterstützung der Milchbauern wurde 2004 daher eine Milchprämie, d.h. ein Zuschlag über ca. EURCent 1 - 4 pro kg Milch eingeführt. Milcherzeuger in der EU werden daher faktisch nicht durch einen garantierten Milcherzeugerpreis, sondern primär mittels Direktzahlungen unterstützt. Neben der Direktzahlung und dem Referenzpreis stehen der EU zur Regulierung des Marktes weitere Maßnahmen wie Importzölle, Exportförderungen und Beihilfen zur Lagerhaltung von Milchprodukten zur Verfügung. Seit 2010 werden die Direkt- bzw. Prämienzahlungen von der Produktion entkoppelt und in das Flächenprämiensystem überführt. Das bedeutet, dass die Förderungssumme des Milchbauern nicht mehr von seiner

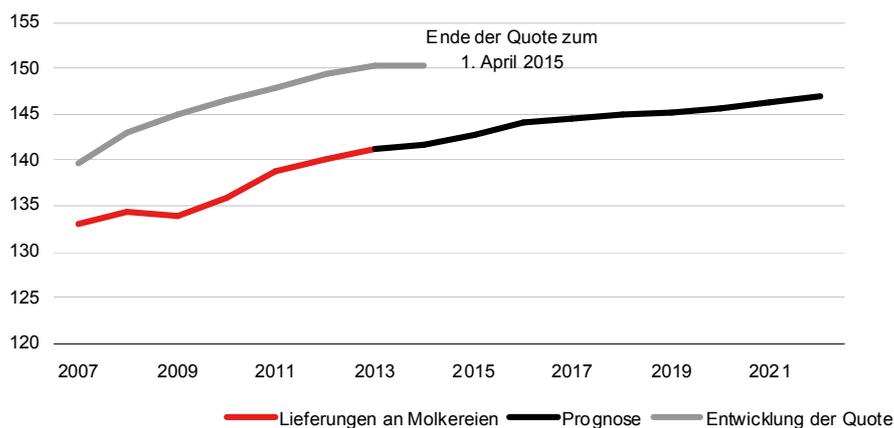
produzierten Menge Milch bzw. seines Viehbestands abhängt, sondern von der von ihm bewirtschafteten Betriebsfläche.

Zukünftige Mengen und Preisentwicklung

Die EU Agrarpolitik sieht vor, die Milchquote zum 1. April 2015 abzuschaffen. Gegner der Abschaffung der Milchquote befürchten eine Produktionsausweitung und ein damit verbundenes Absinken des EU-Milchpreises auf das Weltmarktniveau. Zu diesem Preis könnten viele der kleineren Milchbetriebe in Europa nicht mehr kostendeckend produzieren. Des Weiteren sei die gekaufte Quote bei den Landwirten bisher als Vermögenswert bilanziert. Bei Verlust der vorher womöglich teuer eingekauften Quote würde keine finanzielle Kompensation erfolgen.

Die Europäische Kommission strebt hinsichtlich der Milchquote eine „sanfte Landung“ zum April 2015 an. Um ein sprunghaftes und unkontrolliertes Hochschnellen der Milchproduktionsmenge zu verhindern, ist die Milchquote der gesamten EU in 2008 um 2% und von 2009 bis 2013 um jeweils 1% angehoben worden. Es lässt sich feststellen, dass trotz der Möglichkeiten zur Produktionsausweitung kein sprunghafter Anstieg der erzeugten Milchmenge festzustellen ist. Somit scheint die Quote bezogen auf die gesamte EU bereits jetzt schon nicht mehr als Produktions-Obergrenze zu wirken.

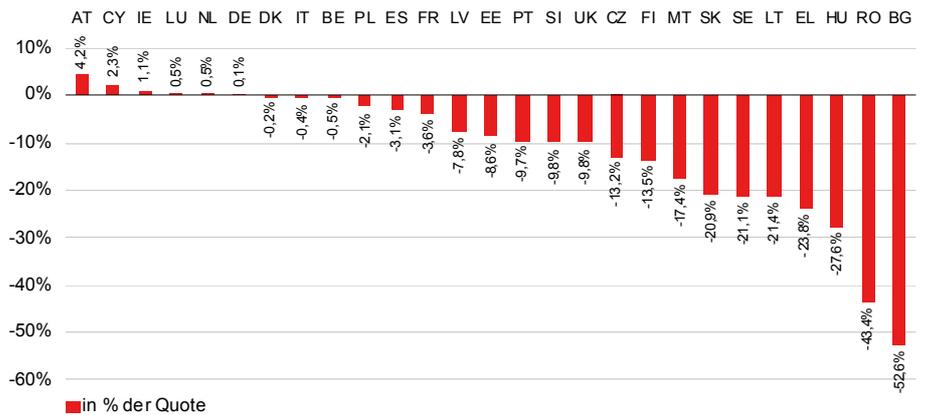
Mengen und Preisentwicklung für Kuhrohmilch in Deutschland



Quelle: Europäische Kommission, Warburg Research

Dabei wird die Gesamtsumme der Milchquoten aller EU-Mitgliedstaaten nicht überschritten, dies geschieht jedoch im Bezug auf die Milchquoten einzelner Mitgliedsstaaten.

Über- bzw. Unterschreitung der Milchquote nach EU-Mitgliedsstaaten 2012

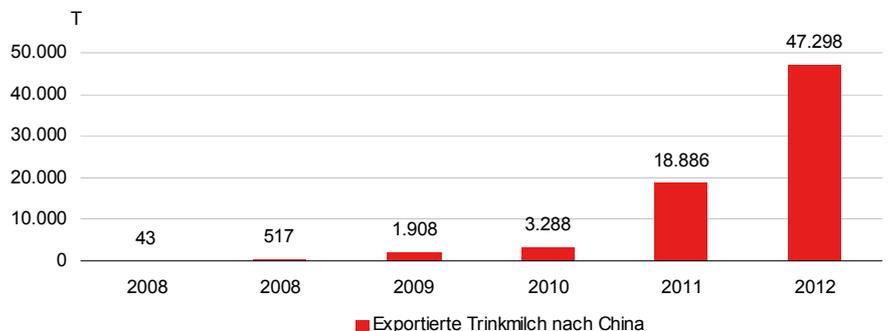


Quelle: Europäische Kommission, Warburg Research

90% der 10 größten Milchproduzenten Europas produzieren nahe am oder oberhalb des vereinbarten Maximums. Fällt die Höchstbegrenzungen 2015, so ist eine weitere Ausweitung der Milchproduktion in diesen Ländern wahrscheinlich. Daher sind vor allem Deutschland, die Niederlande, Irland, Dänemark, Italien und Belgien potenzielle Regionen in denen es ab 2015 zu einer Milchproduktionsausweitung kommen könnte. Innerhalb der letzten drei Jahre ist die Milchproduktionsmenge in der EU stetig gestiegen (2010: 1,4%, 2011: 2%, 2012: 1,5% (Januar – Juli)). Die EU Kommission erwartet im Zeitraum von 2009 bis 2022 einen kumulativen Anstieg der Milchproduktion von ca. 8%.

Die bedeutendsten Milchexporteure weltweit sind Neuseeland, USA, Deutschland, Frankreich, Australien und Irland. Hauptimporteure von Milchprodukten sind China, Italien, Russland, Mexiko, Algerien und Indonesien. Insbesondere China ist ein rasant wachsender Absatzmarkt für deutsche Milchprodukte. Ein Skandal um bakterienverseuchte Milchprodukte für Säuglinge des neuseeländischen Marktführers Fonterra hat den Export deutscher Milchprodukte nach China zusätzlich begünstigt. Deutsche Produkte genießen in China ein hohes Ansehen und erfreuten sich in den letzten Jahren stetig steigenden Absatzzahlen. Auch in der Zukunft werden dort für deutsche Milchprodukte weiterhin gute Exportmöglichkeiten erwartet.

Export deutscher Trinkmilch nach China deutlich zunehmend



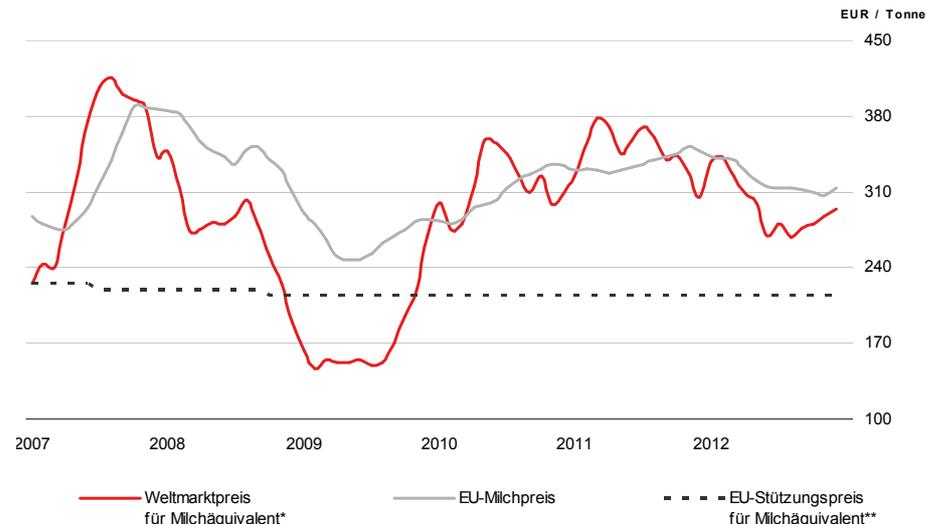
Quelle: Milchindustrie-Verband, Warburg Research

Die Gefahr, die vom möglichen Absinken des europäischen Milchpreises auf das Weltmarktpreisniveau ausgeht, relativiert sich angesichts der derzeitigen Situation. Seit

2010 liegt der Weltmarktpreis von Milch auf nahezu identischem Niveau wie der europäische Milchpreis.

Zwar ist der Weltmarktpreis vergleichsweise volatil als der europäische Milchpreis. Erhebliche Preisdifferenzen, wie noch Anfang der 2000er Jahre beobachtbar, haben sich jedoch innerhalb der letzten drei Jahre nicht ergeben. Prognosen der Europäischen Kommission beurteilen die mittel –und langfristigen Aussichten der Milchmärkte positiv, schließen kurzfristige Marktschwankungen nach dem Wegfall der Quote jedoch nicht aus.

EU Milchpreis und Weltmarktpreis haben sich deutlich angenähert



*Basis: Interventionspreis von Magermilchpulver und Butter

** Basis: durchschnittliche Notierungen von Butter und Magermilchpulver

Quelle: Europäische Kommission, Warburg Research

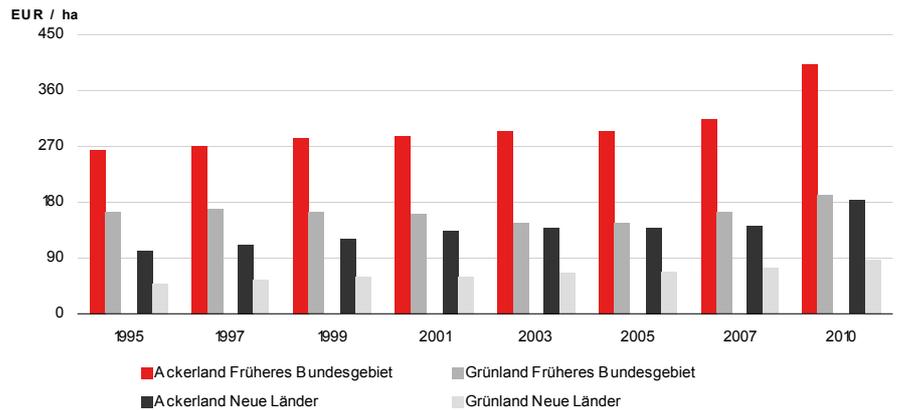
Eine steigende Produktionsmenge in Teilen Europas dürfte mittel- und langfristig keinen Preisverfall bei Milchprodukten herbeiführen und so der Tonkens Agrar eine sichere Absatzmöglichkeit im Milchgeschäft gewährleisten. Dies ist zum einen dadurch bedingt, dass das weltweite Bevölkerungs- und Wirtschaftswachstum eine steigende Nachfrage nach Milchprodukten schafft. Darüber hinaus kommt auch in Schwellenländern Interesse an „westlich geprägter Ernährungsweise“ auf. Die daraus folgenden Absatzpotenziale für Milchprodukte am Weltmarkt ermöglichen auch bei stagnierendem heimischem EU-Milchmarkt ein Wachstum der europäischen und deutschen Milchproduzenten bzw. Molkereien. Der zukünftige Quotenwegfall ist somit eher Chance als Risiko für die Tonkens Agrar. Dieser steht es ab 2015 frei, ohne Zahlung des Quotenpreises (der an der Milchquotenbörse zu zahlende Preis für die Erlaubnis 1 kg pro Jahr mehr herstellen zu dürfen) die Milchproduktion auszuweiten. Die Tonkens Agrar ist bereits bei der Umsetzung von Plänen zur Stallkapazitätserweiterung auf bis zu 1.430 Milchkühe. Eine Ausweitung der Milchkuhbestände und somit der Milchproduktionsmenge der Tonkens Agrar ist nach 2015 geplant. Die momentanen Stallkapazitäten ermöglichen die Haltung von maximal ca. 900 milchgebenden Kühen. Bei gleichbleibender Milchproduktionsmenge von 10.000 kg Milch pro Jahr pro Kuh könnte die Gesamtmilchproduktionsmenge von derzeit knapp 8,0 Mio. kg um ca. 69% auf 13,5 Mio. kg gesteigert werden. Züchterfolge und eine damit einhergehende höhere Milchproduktionsmenge pro Kuh dürften die Gesamtmilchproduktionsmenge zusätzlich ansteigen lassen.

Im Falle leicht sinkender Preise verfügt die Tonkens Agrar im Vergleich zu kleineren deutschen Milchbetrieben über einen Skalenvorteil, der sich positiv auf die

Produktionskosten auswirkt. Nur stark fallende Preise könnten die Tonkens Agrar liquiditätsmäßig in eine ungünstige Position bringen. Während bei kleinen Betrieben meist die Eigentümerfamilie den Hof bewirtschaftet, ist bei der Tonkens Agrar angestelltes Personal beschäftigt. Eine Eigentümerfamilie kann sich kurzfristig auch mit geringerer Entlohnung begnügen und dadurch stark fallende Erlöse eine zeitlang abfedern. Die Tonkens Agrar besitzt diese Option wegen ihrer weniger flexiblen Personalkosten nicht.

Pachten – Flächen und Preisentwicklung

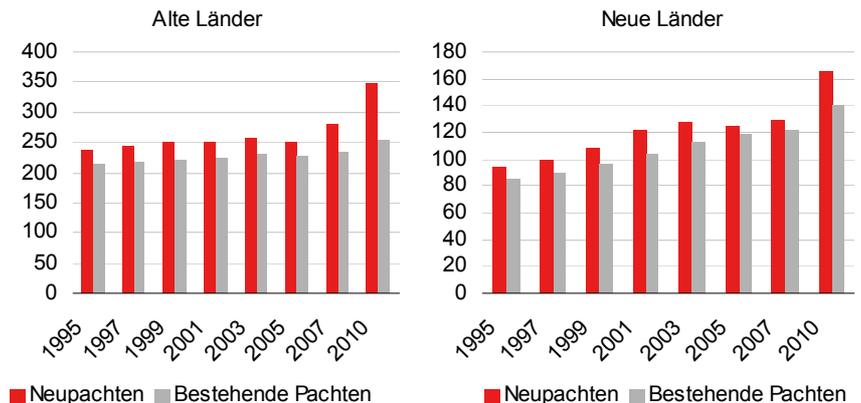
Neupachtentgelte für landwirtschaftlich genutzte Flächen



Quelle: Statistisches Bundesamt, BMELV, Warburg Research

Die Pachtentgelte für landwirtschaftliche genutzte Flächen (LF) sind von 1995 bis 2010 sowohl in den alten als auch in den neuen Bundesländern stark gestiegen. In den neuen Bundesländern konnte im Zeitraum von 15 Jahren ein Preisanstieg um fast 80% beobachtet werden.

Neupachtentgelte für landwirtschaftlich genutzte Flächen (in EUR / ha)



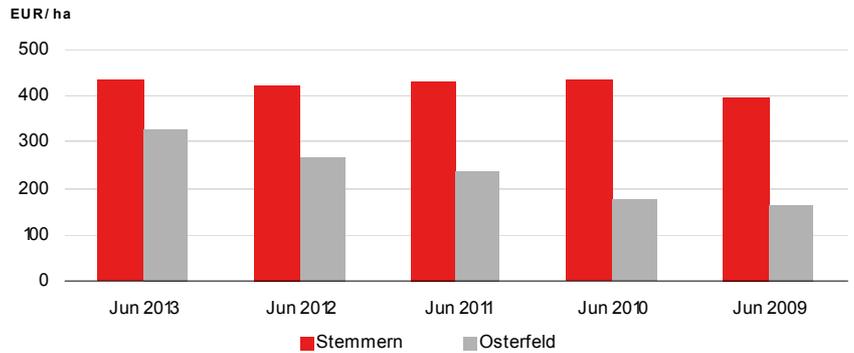
Quelle: Statistisches Bundesamt, BMELV, Warburg Research

Pachtverträge werden üblicherweise über lange Zeiträume abgeschlossen. Daher folgt dem Anstieg der Entgelte der Pachtneuverträge kein direktes, sondern ein sukzessives Nachziehen des Durchschnitts aller bestehenden Pachtentgelte. Insbesondere innerhalb

der letzten Jahre lässt sich ein stärkerer Anstieg der Pachtentgelthöhe erkennen.

Die Pachtentgelte der Tonkens Agrar haben sich am Standort Osterfeld in den letzten fünf Jahren von EUR 164 auf EUR 329 pro Hektar verdoppelt. Die Pachten am Standort Stemmern wiesen bereits 2009 ein überdurchschnittliches Niveau auf, sodass zwischen 2009 (EUR 397) und 2013 (EUR 437) nur ein jährlicher Anstieg in der Pachtzahlung von 1,2% festzustellen ist.

Durchschnittliche Pachtentgelte der Tonkens AG

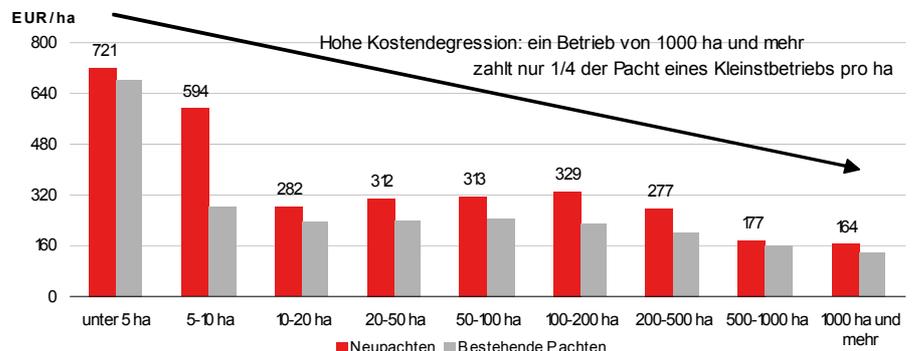


Quelle: Tonkens Agrar AG, Warburg Research

Am Standort Stemmern stehen zurzeit insgesamt ca. 1.420 ha unter Pacht. Für diese sind jährlich ca. EUR 620.000 Pachtzahlungen zu leisten. In Osterfeld hat die Tonkens Agrar knapp 1.100 ha angepachtet und zahlt dafür EUR 383.500 im Jahr.

Neben Preisveränderungen im Zeitverlauf sind auch Preisunterschiede je nach Größe der gepachteten Gesamtfläche zu beobachten. Auch ist die Bodenqualität der angepachteten Fläche mitentscheidend für die vereinbarte Pachtzahlung. So muss Tonkens Agrar für das Ackerland am Standort Stemmern aufgrund dessen überdurchschnittlich hohen Fruchtbarkeit überdurchschnittlich hohe Pachtentgelte entrichten. Auch umfassen die bislang veröffentlichten Daten noch nicht die starken Preisanstiege der letzten drei Jahre.

Pachtentgelte in Deutschland nach Betriebsgröße



Quelle: Statistisches Bundesamt, BMELV, Warburg Research

Für große Betriebsflächen, insbesondere für solche ab 500 ha, fallen spürbar geringe Pachtzahlungen pro Hektar an. Aus diesem Grund verfügen Großpächter, wie z.B. die Tonkens Agrar, aufgrund ihrer Größe kleineren Wettbewerbern gegenüber über einen

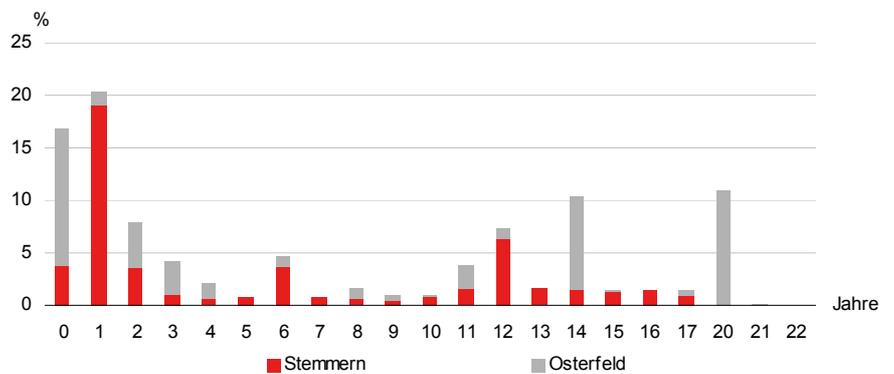
Kostenvorteil. Allerdings müssen bei dieser Betrachtung zwei Einschränkungen beachtet werden:

- Speziell für Kleinstflächen werden überproportional hohe Pachtentgelte entrichtet, da diese auch Sonderkulturlächen wie z.B. Obstanbau oder Weinbau enthalten
- Kleinere und mittelgroße Betriebe sind überwiegend in den alten Bundesländern angesiedelt. Dort sind die Pachten höher als in den neuen Bundesländern, daher fallen auch die Pachten für diese kleineren und mittleren Betriebsgrößen etwas höher aus.

Ausgehend von diesen Überlegungen sollten für die gut 3000 ha bewirtschaftende Tonkens Agrar daher Betriebe ab einer Größenordnung von 100 - 200 ha eine faire Vergleichsgröße darstellen, um die Effekte der Kostendegression korrekt bewerten zu können. So müssen im Vergleich zu 100 - 200 ha großen Betrieben, solche mit mehr als 1.000 ha durchschnittlich die Hälfte an Pachtentgelten pro Hektar zahlen.

Pachten – Fälligkeitsprofil

Restlaufzeiten der Pachtverträge der Tonkens Agrar AG



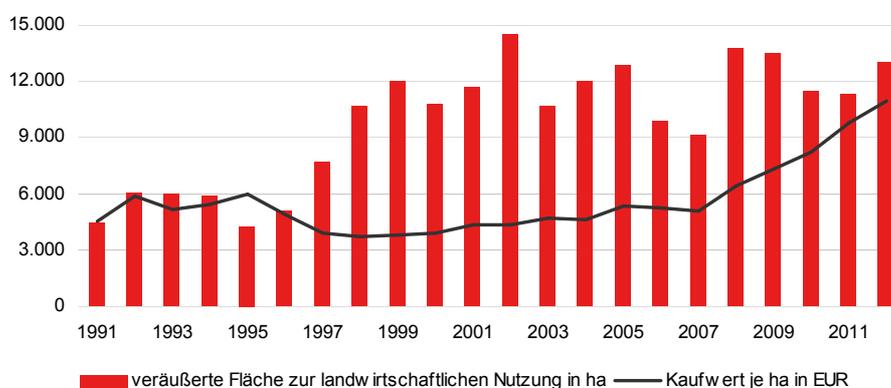
Quelle: Tonkens Agrar AG, Warburg Research

Die Restlaufzeiten der Pachtverträge der Tonkens Agrar reichen von unter einem Jahr bis zu 22 Jahren. Jährlich laufen Pachten aus und müssen dann zu meist höheren Entgelten erneuert werden. Innerhalb des nächsten Jahres müssen bei 37% der gepachteten Gesamtfläche der Tonkens Agrar die Pachtverträge verlängert werden. Kurzfristig ist daher ein überproportionales Anwachsen der Pachtkosten wahrscheinlich. Die zukünftigen Mehrkosten sind von außen nur schwer abschätzbar, da es sich hierbei um eine Vielzahl von Einzelverträgen handelt, die jeweils individuell verhandelt werden.

Kaufwerte landwirtschaftlicher Grundstücke in Sachsen-Anhalt

Das Handelsvolumen von landwirtschaftlich genutzter Fläche hat in Sachsen-Anhalt seit 1991 bis 2012 insgesamt stark zugenommen. Die Preise in EUR je ha sind im gleichen Zeitraum um 140% angestiegen. Insbesondere seit 2008 sind permanent stark steigende Kaufwerte zu beobachten. Der Kaufwert ist zwischen 2008 und 2012 pro Jahr durchschnittlich um knapp 17% gestiegen.

Verkauf von landwirtschaftlichen Grundstücken in Sachsen-Anhalt



Quelle: Statistisches Landesamt Sachsen-Anhalt, Warburg Research

Die Tonkens Agrar besitzt ca. 280 ha Land in Sachsen-Anhalt. Davon befinden sich knapp 70% in der Region Börde und 30% im Burgenlandkreis. Die Tonkens Agrar hat zuletzt im GJ 2012/13 weitere Ackerflächen erworben. Kaufpreis war in der Region Börde EUR 16.500 und im Burgenlandkreis EUR 11.800 pro Hektar. Die Kaufpreise sind auch als Wertindikator für erworbene Flächen zu interpretieren.

Agrarpolitik und Direktzahlungen

Landwirtschaftliche Erzeuger erhalten hauptsächlich von der EU Beihilfen. Art und Höhe dieser Beihilfen werden in der Gemeinsamen Agrarpolitik (GAP) der EU bestimmt. Die GAP setzt sich zusammen aus zwei verschiedenen Finanzierungsinstrumenten - der 1. und der 2. Säule.

Veränderungen in der Gemeinsamen Agrarpolitik (GAP) der EU

		Situation bis 2013	Plan der EU-Kommission ab 2014
2. Säule EU- und Kofinanziert	Agrarumweltmaßnahmen (freiwillig)	Agrarumweltmaßnahmen (freiwillig, mit Auflagen oberhalb des Greening)	
	Ausgleichszulage für benachteiligte Gebiete	Ausgleichszulage für benachteiligte Gebiete	
1. Säule (EU-finanziert)	Betriebsprämie (Bindung an Cross Compliance)	Junglandwirtezuschlag (25% der Grundprämie)	
		Greening Prämie (30%)*	
		Grundprämie (Bindung an Cross Compliance)	
		Zusätzlich aus 1. Säule als Option der Mitgliedsstaaten: Gekoppelte Zahlungen und Zuschlag für benachteiligte Gebiete	*) Fruchtartenvielfalt, Erhalt Dauergrünland, 7% Umweltflächen

Quelle: Statistisches Landesamt Sachsen-Anhalt, Warburg Research

Die 1. Säule beinhaltet Direktzahlungen an Landwirte. Diese sollen eine global wettbewerbsfähige Produktion ermöglichen. Die hohen europäischen Standards in Tier-, Natur-, Umwelt- und Verbraucherschutz lassen andernfalls keine kostendeckende Produktion zu. Bis einschließlich 2013 wird den Landwirten eine allgemeine flächenabhängige Betriebsprämie direkt ausgezahlt. Diese ist an Umweltstandards geknüpft und wird im Falle der Nicht-Einhaltung gekürzt (Cross Compliance).

Die 2. Säule zielt auf die Förderung der Entwicklung des ländlichen Raums ab. Schwerpunkte sind Wettbewerbsfähigkeit, Umwelt & Landschaft sowie Ländliche Entwicklung & Diversifizierung. Förderungen aus der 2. Säule für landwirtschaftliche Betriebe sind z.B. möglich, wenn diese Standorte in benachteiligten Gebieten bewirtschaften oder freiwillig zusätzliche Agrarumweltmaßnahmen durchführen.

Zur Umverteilung in die 2. Säule werden die Betriebsprämien der 1. Säule nach einem Freibetrag von EUR 5.000 um einen bestimmten Prozentsatz gekürzt. Diese Kürzung wird als „Modulation“ bezeichnet und ist seit 2009 bis 2012 von 5% auf 10% angehoben worden. Bei landwirtschaftlichen Betrieben, die mehr als EUR 300.000 Förderung erhalten, wird eine zusätzliche Kürzung von 4% vorgenommen. Die Tonkens Agrar AG hält 100%ige Beteiligungen an drei landwirtschaftlichen Betrieben mit eigener landwirtschaftlich nutzbarer Fläche. Jede dieser Gesellschaften wird hinsichtlich der EU-Förderung und Modulationsgrenzen einzeln behandelt. Innerhalb der letzten zwei Jahre hat lediglich die Agrar- und Milchhof Stemmern GmbH eine Fördersumme der 1. Säule von über EUR 300.000 erhalten.

EU-Fördergelderzahlungen an die Tonkens Agrar in 2011 und 2012

Empfänger	1. Säule	2. Säule	Gesamt	Jahr
Agrar-u.Milchhof Stemmern GmbH	446.305	7.755	454.060	2012
Milch-und Zuchtb.Hendriks	158.535	2.480	161.015	
Agrar GmbH Osterfeld	271.024	0	271.024	
Summe	875.865	10.235	886.099	
Agrar-u.Milchhof Stemmern GmbH	485.718	82.142	567.860	2011
Milch-und Zuchtb.Hendriks	162.101	1.259	163.360	
Agrar GmbH Osterfeld	287.001	13.856	300.858	
Summe	934.821	97.257	1.032.078	

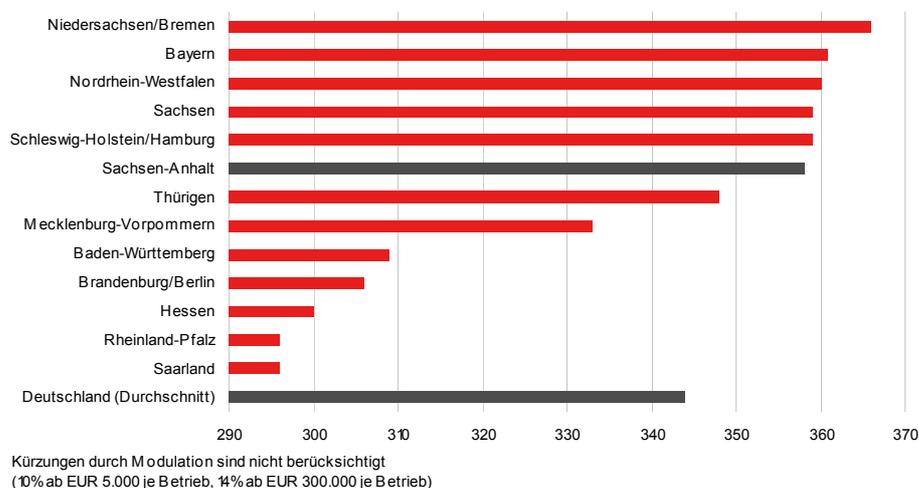
*) 16.10.2010 bis 15.10.2011, 16.10.2011 bis 15.10.2012

Quelle: Bundesanstalt für Landwirtschaft und Ernährung, Warburg Research

Die Tonkens Agrar hat im Geschäftsjahr 2011/2012 unter sonstigen betrieblichen Erträgen Zulagen und Zuschüsse von EUR 1.034.000 (Vorjahr EUR 1.190.000) ausgewiesen. Diese Beträge übersteigen die von der EU ausgewiesenen Fördergelder. Gründe dafür sind zusätzliche Fördergelder aus z.B. dem Milchsonderprogramm und der Grünlandprämie der Jahre 2010 und 2011, der Agrardieselvergütung, De-minimis-Verordnungen und sonstigen Programmen.

Nach Schätzungen des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (BMELV) werden die EU-Direktzahlungen in 2013 für die Region Sachsen-Anhalt ca. EUR 358 pro ha betragen. Die Summe der Prämienbeträge wird damit von 2012 auf 2013 um ca. EUR 3,2 pro ha in Sachsen-Anhalt ansteigen. Der Durchschnitt aller deutschen Regionen liegt in 2013 bei EUR 344 pro ha, was einem Anstieg von ca. EUR 4,8 pro ha entspricht.

EU-Direktzahlungen nach Regionen in 2013 (EUR / ha)



Quelle: BMELV, Warburg Research

Die Förderung der Tonkens Agrar dürfte in 2013 bei vermutlich etwas weniger als einer Mio. EUR liegen. Andere Zuschüsse von Ländern, Bund oder 2. EU-Säule sind darin noch nicht enthalten und können die Fördersumme erhöhen.

Für den Zeitraum 2014 bis 2020 hat die EU-Kommission eine GAP-Reform beschlossen, die unter anderem folgende Konsequenzen für die Förderungssumme der Direktzahlungen nach sich zieht:

- Wegfall der Modulation bzw. des Abzugs der Direktzahlungen von 10% bis 14%, was insbesondere für große Betriebe wie die Tonkens Agrar eine Entlastung darstellen und kleinere Betriebe stärker belasten würde.

- Kürzung des EU-Agrarhaushalts von 2013 auf 2014. Direktzahlungen in Deutschland dürften um ca. 3% auf ca. EUR 5.1 Mrd. pro Jahr für eine förderfähige Fläche von 16.864 ha sinken.
- Die teilweise erheblich variierenden Direktzahlungen von 696 EUR/ha (Malta) bis 95 EUR/ha (Litauen) in den Mitgliedstaaten sollen angeglichen werden. So wird Mitgliedstaaten, die weniger als 90% des zukünftigen EU-Durchschnitts der flächenbezogenen Prämien erhalten, ein Drittel dieser Differenz ausgeglichen. Staaten, die derzeit über dem EU-Durchschnitt liegen, werden zur Finanzierung dieser Umverteilung herangezogen. Laut Schätzungen verringert sich das Direktzahlungsvolumen in Deutschland damit um weitere 3,3 %.
- Nach der bereits vollzogenen Einführung regionaler Einheitsprämien kann eine nationale Einheitsprämie eingeführt werden. Diese würde zwar nicht die Gesamtförderungssumme beeinflussen, aber deren Verteilung zwischen den Ländern. Da die Direktzahlungen in Sachsen-Anhalt über dem deutschen Durchschnitt liegen, wäre in diesem Fall ein Sinken der Prämien in Sachsen-Anhalt zu erwarten.
- Höhe der Direktzahlungen ab 2014 (WR Schätzung)

Gesamtdirektzahlungen in 2014	EUR 5.1 Mrd.
- Modulation	0 %
- EU-Ausgleich	EUR 5.1 Mrd. * 3,3% = EUR 165 Mio.
/ Förderungsfähige Fläche	EUR 4981 Mrd. / 16,864 Mio. ha = EUR 295
= Direktzahlung*	EUR 295 pro ha

*deutschlandweiter Durchschnitt

- Die Direktzahlung, die auf Basis dieser Überlegung insgesamt ca. 295 EUR pro ha betragen sollte, wird ab 2014 nicht mehr vollständig als Betriebsprämie ausgezahlt, sondern in verschiedene Pakete aufgeteilt:
 - Basisprämie – Grundbetrag, der der Betriebsprämie entspricht. Dieser beträgt abhängig von anderen Ausgaben 60% bis 70% der Direktzahlung. Als Richtwert kann ein Betrag von ca. EUR 180 pro ha angenommen werden.
 - Greening Prämie – Auflage zur Ökologisierung der Landwirtschaft. Umbruchverbot für Dauergrünland, Anbaudiversifizierung und Schaffung von 7% ökologischer Vorrangflächen sind zu erfüllenden Anforderungen. Die Greening Prämie könnte ca. EUR 90 pro ha betragen. Werden die Auflagen nicht eingehalten, so können Kürzungen der Direktauszahlung, wahrscheinlich sogar über die Greening Prämie hinaus, durchgeführt werden.
 - Junglandwirte Prämie – Zuschlag von 25% auf die Basisprämie von maximal 90 ha für Landwirte unter 40 Jahren für 5 Jahre nach Betriebsübernahme. Weitere mögliche Maßnahmen sind die Kleinlandwirteregelung, gekoppelte Direktzahlungen und zusätzliche Förderungen der ersten Hektare in Betrieben. Diese Förderungen vermindern wiederum die Mittel der Basisprämie.
 - Die Mitgliedstaaten haben zusätzlich die Möglichkeit bis maximal 15% der nationalen Obergrenzen der Direktzahlungen in die 2. Säule der GAP zu verschieben. In dem Maße, wie eine Verschiebung durchgeführt wird, sinken die Direktzahlungen.
 - Direktbeihilfen von über EUR 150.000 werden um 5% gekürzt. Die Greeningprämie ist davon nicht betroffen, Lohnkosten können angerechnet werden.

Aufgrund der komplexen Regelungen, gesetzlichen Spielräume und Unsicherheiten über

die genaue Umsetzung ist eine eindeutige Bezifferung der EU-Prämie für 2014 schwierig. Geht man davon aus, dass die Tonkens Agrar die Greening-Auflagen erfüllt so kann ungefähr mit Direktzahlungen in Höhe von knapp EUR 800.000 für 2014 gerechnet werden. Andere Zuschüsse von Ländern, Bund oder 2. EU-Säule sind darin noch nicht enthalten und könnten die Fördersumme weiter erhöhen.

Aufsichtsrat und Management

Vorstand

Gerrit Tonkens, geb. 1960. Herr Tonkens ist ausgebildeter Landwirt und hat an der Landwirtschaftsschule in Groningen (Niederlande) studiert. Von 1982 bis 1991 war Herr Tonkens für die Landbouwonderneming Tonkens BV in der Landwirtschaft in den Niederlanden tätig, wo er für die Betriebsführung zuständig war. Seit 1991 ist Herr Tonkens in Deutschland in der Landwirtschaft tätig. Der Schwerpunkt der Tätigkeit von Herrn Tonkens lag dabei stets auf der Betriebsführung. Seit Gründung der Tonkens Agrar AG am 19. Mai 2010 ist Herr Tonkens Vorstand der Gesellschaft

Aufsichtsrat

Dr. Sebastian Kühl, Vorsitzender des Aufsichtsrates. Herr Dr. Kühl ist seit mehr als 25 Jahren als Rechtsanwalt tätig. Seine Schwerpunkte sind die Bereiche Gesellschaftsrecht und M+A, Projektentwicklung und -finanzierung sowie der Anlagenbau. In den letzten Jahren war ein besonderer Schwerpunkt die Asset Finanzierung, Renewable und Cleantech Projekte sowie Restrukturierungen. Nach dem Studium der Rechtswissenschaften arbeitete er als Außenhandelskaufmann in Hamburg, Shanghai und Hong Kong. Seit 1988 ist Herr Dr. Kühl als Rechtsanwalt tätig. 1992 wurde Sebastian Kühl Partner von Feddersen Laule pp., später White & Case LLP. 2001 wurde er Executive Partner des Hamburger Büros von White & Case. Ende 2007 wechselte Dr. Sebastian Kühl zu der Hamburger Beteiligungsgesellschaft RUPAG Grundbesitz und Beteiligungen AG als Mitaktionär und Vorstand. Bei der RUPAG konnte Dr. Sebastian Kühl umfassende rechtliche und unternehmerische Erfahrung bei Investitionen und Unternehmenskäufen, Restrukturierungen und Kapitalmaßnahmen sowie Börsengängen sammeln. Seit Oktober 2012 ist Dr. Sebastian Kühl als Counsel für die Sozietät ASG Asche Stein Glockemann Verstl Wiezoreck in Hamburg tätig.

Bea Tonkens, Stellvertretende Vorsitzende des Aufsichtsrates. Frau Tonkens ist Landwirtin, wohnhaft in Zinna. Nach dem Studium der Agrarwissenschaften an der höheren Landwirtschaftsschule in Groningen (Holland) war sie bis bis 1991 im Landwirtschaftsbetrieb Mutinga in Holland beschäftigt. Zwischen 1995 und 2010 leitete sie als Geschäftsführerin die Osterfelder Agrar GmbH. Zusätzlich leitete sie ab 1992 den Agrarbetrieb Tonkens in Torgau (Sachsen), der ca. 1.000 ha Ackerfläche bewirtschaftet.

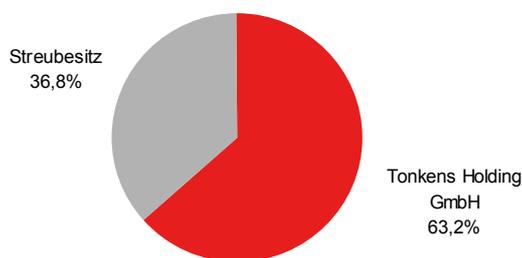
Dr. Johannes Waitz, Mitglied des Aufsichtsrates. Dr. Waitz ist Partner bei der Anwaltskanzlei Göhmann in Braunschweig, in die er 2006 eintrat. Dr. Waitz ist seit über 10 Jahren als Anwalt tätig. Er ist Fachanwalt für Handels- und gesellschaftsrecht. Seine weiteren Tätigkeitsschwerpunkte umfassen das Landwirtschaftsrecht sowie Mergers & Acquisitions. 2013 wurde er zum Notar bestellt.

Aktionärsstruktur

Das Grundkapital des Unternehmens ist in 1,659 Mio. Aktien mit einem Nennwert je Aktie von EUR 1,00 aufgeteilt. Die Aktien sind im Entry Standard der Deutschen Börse notiert. Der Hauptanteilseigner an der Tonkens Agrar AG ist die Tonkens Holding GmbH mit 63,2% der Stücke. Bei der Tonkens Holding GmbH handelt es sich um eine in Zinna (Deutschland) ansässige Beteiligungsgesellschaft, die dem Besitz Gerrit Tonkens

zuzurechnen ist. Die restlichen 36,8% befinden sich im Streubesitz.

Tonkens Holding GmbH hält über 60% der Aktien



Quelle: Tonkens Agrar, Warburg Research

Unternehmenshistorie

Die Tonkens-Gruppe wurde 1991 von Gerrit Tonkens durch Erwerb eines 1000 ha umfassenden Landwirtschaftsbetriebes in Sachsen-Anhalt gegründet. 1995 bzw. 1997 akquirierte Tonkens die Osterfelder Agrar GmbH und die Agrar- und Milchhof Stemmer GmbH, wodurch die bewirtschaftete Fläche der Tonkens Agrar um jeweils ca. 1000 ha auf insgesamt ca. 3.000 ha anstieg. Zusätzlich wurde durch den Erwerb der beiden Gesellschaften das Produktportfolio der Tonkens-Gruppe um den Bereich Milchviehhaltung erweitert. Zusammen erwirtschafteten die Betriebe 1997 eine Milchproduktionsmenge von 4,4 Mio. kg Milch pro Jahr. Der ein Jahr später erworbene Milch- und Zuchtbetrieb Hendriks erweiterte die Milchproduktionsmenge noch einmal um 1,1 Mio. kg Milch pro Jahr.

2001 wurde von Tonkens die Bördelagerhaus GmbH zum Zweck der Lagerung und des anschließenden Vertriebs der von Tonkens erzeugten Produkte gegründet. Die Tonkens-Gruppe hält seitdem 50% der Anteile an der Bördelagerhaus GmbH. Zwei Jahre später (2003) wurde der Geschäftsbereich „Lagerung und Vermarktung“ durch den Kauf der Weickelsdorfer Kartoffellagerhaus GmbH ausgeweitet. Primäres Ziel der Akquisition war die Vergrößerung der Lagerkapazitäten am Standort Osterfeld. 2009 gründete Tonkens die AMB Agrar Holding GmbH und hält diese seitdem zu 100%. Die 50%ige Beteiligung der Tonkens-Gruppe an der Bördelagerhaus GmbH wurde auf die AMB Agrar Holding GmbH zu vollen Teilen übertragen.

2009 bezweckte die Tonkens Agrar mit Gründung der Biogas Stemmer GmbH ursprünglich das Geschäftsfeld „Erneuerbare Energien“ dem Portfolio hinzuzufügen. Diese wurde jedoch kurz nach ihrer Gründung in die Börde Vita GmbH umgewandelt und ist nicht im Bereich Biogas tätig. Das Geschäftsfeld „Erneuerbare Energien“ wurde letztendlich im Dezember 2011 durch Fertigstellung und darauffolgenden Netzanschluss einer Biogasanlage mit einer Nennleistung von 600 kW eingeführt. Diese stellt derzeit Eigentum der Agrar- und Milchhof Stemmer GmbH dar. Zusätzlich wurden zwei Photovoltaikanlagen mit einer Nennleistung von insgesamt 2 MW installiert. Damit hat die Tonkens-Gruppe ihre Portfolio-Diversifikation weiter vorangetrieben.

Um Zugang zum Kapitalmarkt zu erlangen, erfolgte 2010 die Gründung der Tonkens Agrar AG. Die Erstnotierung der Tonkens Agrar AG erfolgte am 07. Juli 2010 zu EUR 23,75 im Entry Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse. Unmittelbar vor dem Börsengang führte Tonkens eine Kapitalerhöhung durch, in Folge derer sich das Grundkapital von EUR 1,20 Mio. auf EUR 1,432 Mio. erhöhte. Im Juni 2011 wurde eine weitere Kapitalerhöhung durchgeführt (227.000 neue Aktien zu je EUR 18,75), mit der sich das Grundkapital auf den heutigen Stand von EUR 1,659 Mio. erhöhte.

2012 wurde die Weickelsdorfer Kartoffellagerhaus GmbH auf die Osterfelder Agrar GmbH verschmolzen. Zudem hat die Bördelagerhaus GmbH jegliche Aufgaben im Bereich Lagerung, Weiterverarbeitung und Vertrieb aufgegeben und betreibt derzeit ausschließlich eine Photovoltaik-Anlage.

Financials

Erfolgreiche Rückkehr in die Gewinnzone im Geschäftsjahr 2012/13

Im Geschäftsjahr 2012/13 gelang es dem Unternehmen, die Hektarerträge deutlich zu steigern. Mitverantwortlich für diese positive Entwicklung war das deutlich gestiegene Preisniveau für Agrarrohstoffe, die durch eine weltweite Minderproduktion aufgrund nachteiliger Witterungsbedingungen (vor allem in Nordamerika) ausgelöst wurden. So verdreifachte sich der Preis für Terminkontrakte auf EUR 23 – 24 je Tonne Mais, während sowohl die Weizen als auch die Rapsterminkontrakte zeitweilig um rund 20% zulegen konnten. Auch blieben die Standorte der Tonkens Agrar AG von den im Mai und Juni niederschlagsbedingten regional erheblichen Hochwasserlagen verschont, sodass die Erzeugnisse keine Qualitätsminderungen erlitten. Auch trug im Geschäftsjahr 2012/13 erstmalig die im Dezember 2011 in Betrieb genommene Biogasanlage über den kompletten Zeitraum zu Umsatz und Ertrag der Gruppe bei. Dementsprechend konnte der Gruppenumsatz im Vergleich zum Vorjahr um 26,4% gesteigert werden. Das EBIT verbesserte sich von EUR -1,14 Mio. im Vorjahr auf +2,43 Mio., was einer EBIT-Marge von 14,43% entspricht.

Damit zeigte das Geschäftsjahr 2012/13 tendenziell eine spiegelverkehrte Entwicklung der Ereignisse, die das Geschäftsjahr 2011/12 belastet hatten. 2011/12 kam es vor dem Hintergrund weltweiter Rekordernten zu erheblichen Abschlägen bei den Preisen für Agrarrohstoffe. So sank in 2011/12 der Zwiebelpreis auf EUR 23 je Tonne nach EUR 170 je Tonne im Vorjahreszeitraum. Ein ähnliches Bild zeichnete sich beim Kartoffelpreis ab, der von EUR 170 je Tonne auf EUR 70 je Tonne nachgab.

Im Geschäftsjahr 2012/13 wechselte das Unternehmen die Rechnungslegungsvorschriften, unter denen der Geschäftsabschluss erstellt wurde von IAS zu HGB. Durch den Wechsel kam eine andere Art der Berechnung der biologischen Vermögenswerte zum Tragen. So wird das Tiervermögen der Gesellschaften nun nach §240 Abs. 4 HGB mit gewogenen Durchschnittswerten (basierend auf den Ausführungsanweisungen zum BMELV Jahresabschluss bewertet), die auf Standardherstellungskosten basieren. Analog wird mit dem Feldinventar verfahren. Hier entsprechen die Standardherstellungskosten der Werte für Betriebe mit mehr als 200 ha und einem Anteil der bewerteten Arbeit von 100%. Im Abschluss 2011/12 bediente man sich zur Bewertung dieser Vermögensgegenstände der unter IAS 41 vorgeschriebenen Methodik. Diese verlangt einen zum Bilanzstichtag beizulegenden Zeitwert abzüglich der geschätzten Veräußerungskosten. Wertänderungen werden unmittelbar erfolgswirksam in der GuV erfasst. Bei Umstellung der Rechnungslegung weitete sich daher der im Geschäftsjahr 2011/12 berichtete Verlust von EUR -0,48 auf EUR -1,00 aus.

Rückläufiger Gewinn in H1 2013/14 aufgrund geringerer Ernteerträge...

Zum Halbjahr 2013/14 war die wirtschaftliche Entwicklung der Tonkens AG uneinheitlich. So profitierte die Gruppe einerseits von der sehr positiven Entwicklung der Milchpreise, dagegen wirkten sich ungünstige Witterungsbedingungen negativ auf die Erntemengen, vor allem bei Kartoffeln und Zwiebeln aus. Diese konnten durch vereinzelte Preissteigerungen bei Feldfrüchten nicht kompensiert werden. Beim Winterweizen lieferte die Ernte Spitzenerträge. Mit ca. 93 Dezitonnen je Hektar lag die Erntemenge deutlich über den Durchschnittserträgen der einzelnen Bundesländer und konnte auch die Durchschnittserträge von 82 Dezitonnen je Hektar in der Magdeburger Börde deutlich übertreffen. Die Erntemenge lag somit mit 6.282,8 Tonnen 2% über dem Vorjahresniveau. Beim Winterraps sank die Erntemenge aufgrund der geringeren Fläche um -14,6% auf 1.379,9 Tonnen. Der Konzernumsatz stieg leicht um 1,5% auf EUR 9,11 Mio. Zum Stichtag 31.12.2013 ergab sich im Vergleich zum Vorjahr eine Bestandserhöhung von EUR 0,18 Mio. (Vorjahreszeitraum: EUR 0,66 Mio.). Die im Vorjahresvergleich deutlich geringere Bestandserhöhung beruhte vor allem auf geringeren Mengen an geernteten Zwiebeln und Kartoffeln. Hinzu kam die vollständige Ablieferung der Zuckerrüben an die Zuckerfabrik vor dem 31.12.2013. Die reduzierte Gesamtleistung (-3,5%) traf auf einen gestiegenen Material- (+8,4% auf EUR -4,02 Mio.)

und Personalaufwand (+11,6% auf EUR -1,313 Mio.) und verursachte so ein Abrutschen des EBIT um -26,4% auf EUR 2,241 Mio. Das Nettoergebnis reduzierte sich im Vergleich zu H1 2012/13 um -23,1% auf EUR 1,65 Mio.

Starker Rückgang des Kartoffelpreises zum Ende des Jahres 2013



Quelle: Factset, Warburg Research

...der im auch Gesamtjahr zu einem niedrigeren Ergebnis führen sollte

Im 2. Halbjahr sollten die umfangreichen Investitionsprojekte, die das Unternehmen momentan durchführt, zum Abschluss kommen. Es handelt sich dabei um die Installation einer neuen Zwiebelschälanlage, einer neuen Kartoffelschälanlage sowie einer Biogasanlage. Aufgrund der geringen noch verbleibenden Betriebsdauer der Neuanlagen im GJ 2013/14 sollten sich diese nur eingeschränkt positiv auf die Umsatz- und Ertragslage des Konzerns auswirken können. Die WR-Schätzungen gehen daher von einem Umsatzrückgang von -5,0% auf EUR 16,03 Mio. aus, sowie eines Rückgangs des EBIT auf EUR 1,97 Mio. (-20,8%). Aufgrund der hohen Investitionen in das Anlagevermögen von EUR 8 Mio. sollte die Nettoverschuldung des Unternehmens von EUR 8,88 Mio. auf EUR 14,54 Mio. ansteigen.

2014/15e: Ertragssprung durch Neuanlagen

In 2014/15 sollten sich die Neuanlagen (Zwiebel- und Kartoffelschälanlagen, Biogasanlage) erstmals über den gesamten Zeitraum Umsatz und Ertrag zum Konzernergebnis beisteuern können. Wir gehen von durchschnittlichen Erntemengen sowie von einer leichten Preiserholung bei Agrarrohstoffen aus. Mit Beginn des Kalenderjahres 2015 fallen die Milchquoten in der EU. Dies sollte von Tonkens Agrar genutzt werden können, die Milchproduktion deutlich zu steigern. Bislang verfügt die Tonkens Agrar über ca. 880 Milchkühe, hat aber Stellplätze für 1.050 Tiere. Des Weiteren plant das Unternehmen eine Vergrößerung der Stallungen, die das Halten von 1.300 Milchkühen erlauben würde. Wir erwarten daher für das Geschäftsjahr einen spürbaren Anstieg des Umsatzes (12,5%) auf EUR 18,03 Mio. Parallel dazu sollte sich das EBIT um 42,2% auf EUR 2,74 Mio. steigern. Aufgrund eines im Vergleichs zum Vorjahr erheblich reduzierten Investitionsbedarfs in Sachanlagen (EUR 2,5 Mio.) sollte das Unternehmen im GJ 2014/15 erstmals seit ihrem Börsengang einen positiven freien Cashflow generieren (EUR 0,42 Mio.). Auf Basis dieser positiven Entwicklung sollte das Unternehmen erstmals eine Dividende ausschütten (EUR 0,10 Cent je Aktie)

2015/16: Erhöhung der Milchproduktion nach Abschaffung der Quote

2015/16 sollte der Ausbau des Milchviehbestandes abgeschlossen werden und die volle Milchleistung von 1.300 Milchkühen zur Verfügung stehen. Zusätzlich wurde eine

durchschnittliche Erntemenge bei im Vergleich zum Vorjahr unveränderten Verkaufspreisen unterlegt. Der Umsatz des Unternehmens sollte sich im Betrachtungszeitraum um 9,7% erhöhen, das EBIT aufgrund positiver Skaleneffekte überproportional um 29,0% auf 3,53 Mio. ansteigen. Der weiterhin positive freie Cashflow (EUR 1,02 Mio.) sollte eine weitere Entschuldung des Unternehmens ermöglichen (Nettoverschuldung: EUR 13,26 Mio.), sowie einen Anstieg der Dividende auf EUR 15 Cent je Aktie.

Neuinvestitionen schwächen vorübergehend die Bilanzrelationen

Die Investitionen in Sachanlagen wie auch immaterielle Vermögensgegenstände lagen seit dem Geschäftsjahr 2010/11 permanent über den Abschreibungen. Unter anderem deshalb schmolz die Eigenkapitalquote von eingangs 40,0% leicht auf 38,7% ab. Durch Investitionen in das Anlagevermögen in Höhe von EUR 8 Mio. sollte sich dies in 2013/14 beschleunigen – die WR Schätzungen gehen für das laufende Jahr von einer Eigenkapitalquote von 34,8% zum Bilanzstichtag aus. Aufgrund geringerer Investitionsvolumen in den Folgejahren bei gleichzeitig deutlicher Verbesserung des operativen Cashflows sollte bis 2015/16 allerdings wieder einen Eigenkapitalausstattung in Höhe von 39,4% erreicht werden können.

Die Nettoverschuldung im GJ 2012/13 betrug EUR 8,88 Mio., Ende 2013/14 sollte sie aufgrund hoher Investitionen in Neuanlagen auf EUR 14,54 Mio. ansteigen. Damit hätte das Unternehmen eine Nettoverschuldung / EBITDA in Höhe von 4,1x. Durch Reduzierung der Nettoverschuldung in den Folgejahren sowie durch Anstieg des EBITDA sollte sich dieser Quotient bis 2015/16 auf 2,5x verbessern.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	13/14e	14/15e	15/16e	16/17e	17/18e	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	
Umsatz	16,03	18,03	19,78	20,17	20,58	20,99	21,41	21,84	22,27	22,72	23,17	23,64	24,11	
Umsatzwachstum	-5,0 %	12,5 %	9,7 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %
EBIT	1,93	2,74	3,53	3,63	3,50	3,36	3,21	3,28	3,34	3,41	3,48	3,55	3,62	
EBIT-Marge	12,0 %	15,2 %	17,9 %	18,0 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	
Steuerquote (EBT)	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	
NOPAT	1,28	1,82	2,35	2,41	2,33	2,23	2,14	2,18	2,22	2,27	2,31	2,36	2,40	
Abschreibungen	1,63	1,78	1,82	1,86	1,85	1,83	1,82	1,83	1,85	1,86	1,88	1,89	1,90	
Abschreibungsquote	10,2 %	9,9 %	9,2 %	9,2 %	9,0 %	8,7 %	8,5 %	8,4 %	8,3 %	8,2 %	8,1 %	8,0 %	7,9 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,02	-0,04	-0,04	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
- Investitionen	8,00	2,50	2,50	2,02	1,85	1,89	1,93	1,97	2,00	2,04	2,09	2,13	2,17	
Investitionsquote	49,9 %	13,9 %	12,6 %	10,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-5,11	1,14	1,71	2,19	2,32	2,16	2,02	2,04	2,06	2,08	2,09	2,11	2,13	2
Barwert FCF	-5,05	1,05	1,47	1,75	1,72	1,49	1,29	1,22	1,14	1,07	1,01	0,94	0,89	17
Anteil der Barwerte	-9,41 %			46,50 %										62,91 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	43,00 %	Finanzielle Stabilität	1,75
Fremdkapitalzins	3,3 %	Liquidität	1,50
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,00
WACC	7,48 %	Beta	1,48

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025/26e	10		
Terminal Value	17		
Zinstr. Verbindlichkeiten	11		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	2	Aktienzahl (Mio.)	1,7
Eigenkapitalwert	18	Wert je Aktie (EUR)	11,08

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	-0,8 pp	-0,5 pp	-0,3 pp	+0,0 pp	+0,3 pp	+0,5 pp	+0,8 pp		
1,79	8,5 %	7,44	7,67	7,93	8,20	8,49	8,80	9,14	1,79	8,5 %	7,30	7,60	7,90	8,20	8,49	8,79	9,09
1,63	8,0 %	8,60	8,89	9,19	9,52	9,88	10,27	10,69	1,63	8,0 %	8,56	8,88	9,20	9,52	9,85	10,17	10,49
1,55	7,7 %	9,25	9,56	9,90	10,27	10,67	11,10	11,57	1,55	7,7 %	9,27	9,60	9,94	10,27	10,61	10,94	11,28
1,48	7,5 %	9,94	10,29	10,67	11,08	11,53	12,01	12,54	1,48	7,5 %	10,03	10,38	10,73	11,08	11,43	11,78	12,13
1,40	7,2 %	10,69	11,08	11,50	11,96	12,46	13,01	13,61	1,40	7,2 %	10,87	11,23	11,60	11,96	12,32	12,69	13,05
1,32	7,0 %	11,50	11,94	12,41	12,92	13,49	14,11	14,79	1,32	7,0 %	11,78	12,16	12,54	12,92	13,30	13,68	14,06
1,16	6,5 %	13,34	13,89	14,48	15,14	15,87	16,67	17,57	1,16	6,5 %	13,89	14,31	14,72	15,14	15,56	15,97	16,39

- Betawert des Unternehmens reflektiert (1) eingeschränkte Liquidität (strategischer Investor hält über 50% der Aktien)
- (2) starke Fluktuation der Ertragslage durch Umwelteinflüsse (Wetter)
- (3) starke Abhängigkeit von konsolidierter Abnehmerindustrie (Molkereien)
- (4) Einfluss von Beihilfezahlungen der EU auf das Unternehmensergebnis

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,73	1,11	1,67	
+ Abschreibung + Amortisation	0,97	1,23	1,35	1,51	1,63	1,78	1,82	
- Zinsergebnis (netto)	-0,85	-0,78	-0,85	-0,64	-0,87	-1,12	-1,08	
- Erhaltungsinvestitionen	1,40	1,52	1,49	1,46	1,60	1,75	1,75	
+ Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
= Free Cash Flow Potential	1,88	-1,18	-0,95	2,04	1,63	2,26	2,82	
Free Cash Flow Yield Potential	n/a	-2,8 %	-3,1 %	7,6 %	5,3 %	7,5 %	9,6 %	
WACC	7,48 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %	
= Enterprise Value (EV)	n.a.	41,88	30,62	26,86	30,63	30,21	29,36	
= Fair Enterprise Value	25,12	n.a.	n.a.	27,25	21,81	30,21	37,71	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	8,88	8,88	8,88	8,88	14,54	14,12	13,26	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Sonstige	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Marktwert Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	
= Faire Marktkapitalisierung	16,60	n.a.	n.a.	18,73	7,63	16,45	24,81	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	10,00	n.a.	n.a.	11,29	4,60	9,91	14,95	
Premium (-) / Discount (+) in %					-52,6 %	2,2 %	54,2 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,48 %	5,67	n.a.	n.a.	6,59	0,84	4,70	8,44
	9,48 %	6,81	n.a.	n.a.	7,82	1,83	6,07	10,16
	8,48 %	8,22	n.a.	n.a.	9,35	3,05	7,77	12,27
WACC	7,48 %	10,00	n.a.	n.a.	11,29	4,60	9,91	14,95
	6,48 %	12,34	n.a.	n.a.	13,83	6,63	12,73	18,46
	5,48 %	15,53	n.a.	n.a.	17,29	9,40	16,56	23,25
	4,48 %	20,15	n.a.	n.a.	22,29	13,41	22,11	30,18

■ Historische Volatilität der Wertindikation aufgrund zyklischer operativer Entwicklung, Portfolioveränderungen

Peer Group

Unternehmen	Kurs	EV/Sales			EV/EBITDA			P/E			P/CF			P/BV		
		2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e
KTG Agrar SE	13.70	2.56	2.28	2.02	10.32	8.97	8.59	16.13	9.00	7.47	5.50	3.97	3.62	0.98	0.91	0.83
AgroGeneration SA	1.20	4.83	2.18		65.36	8.52			20.00		17.14	9.23		1.33	1.25	
Kernel Holding S.A.	29.70	0.51	0.55	0.46	4.92	5.50	3.85	6.23	17.45	4.93	2.57	7.88	4.31	0.58	0.58	0.52
Black Earth Farming LTD Swedish DR	6.20	1.70	1.22	1.09		7.32	5.23		20.57	9.79	53.86	142.35	9.06	0.84	0.79	0.73
Trigon Agri A/S	2.05	1.24	1.24	1.14		6.67	5.13			18.07				0.29	0.29	0.29
Adecoagro S.A.	8.17	1.98	2.00	1.80	7.28	7.17	6.00	61.51	17.05	14.81	6.82	6.84	5.67	1.05	0.97	0.87
Median Multiple Peers (x)		1.8	1.6	1.1	8.8	7.2	5.2	16.1	17.4	9.8	6.8	7.9	5.0	0.9	0.9	0.7

	Sales			EBITDA			Nettoergebnis			Cashflow			Buchwert		
	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e
Tonkens Agrar (EUR Mio.)	16.03	18.03	19.78	3.55	4.52	5.36	0.73	1.11	1.67	2.34	2.92	3.52	12.92	14.03	15.53
EV (Berechnet)	29.5	29.2	22.5	31.3	32.7	28.0									
- Nettoverschuldung*	-14.54	-14.12	-13.26	-14.54	-14.12	-13.26									
- Pensionsverpflichtungen*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00									
- Minderheitsanteile*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00									
+ Finanzbeteiligungen*	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36									
Market cap (calculated)	15.3	15.4	9.6	17.1	19.0	15.1	11.8	19.3	16.3	16.0	23.0	17.6	11.8	11.9	11.3
Mittelwert fairer Wert des Eigenkapitals (EUR Mio.)															15.4
Fairer Wert EK /Aktie (EUR)															9.26
*) zu Buchwerten															

Wertermittlung

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
KBV	n.a.	2,6 x	2,1 x	1,5 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,23	8,27	6,54	7,32	7,76	8,43	9,34
EV / Umsatz	n.a.	1,9 x	2,3 x	1,6 x	1,9 x	1,7 x	1,5 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	142,4 x	6,9 x	8,6 x	6,7 x	5,5 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	11,2 x	15,9 x	11,0 x	8,3 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	11,0 x	15,9 x	11,0 x	8,3 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,6 x	15,7 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	13,3 x	22,1 x	14,5 x	9,6 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	13,0 x	22,1 x	14,5 x	9,6 x
Dividendenrendite	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	1,5 %
Free Cash Flow Yield Potential	n.a.	-2,8 %	-3,1 %	7,6 %	5,3 %	7,5 %	9,6 %

*Adjustiert um: Restrukturierungskosten, Wertberichtigungen, Sondererträge/-verluste

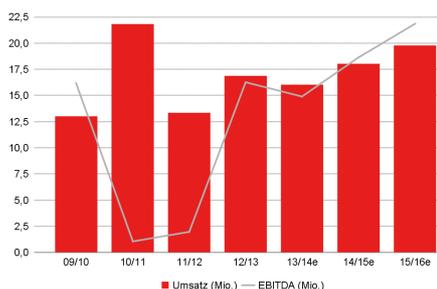
GuV							
In EUR Mio.	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Umsatz	13,01	21,82	13,35	16,87	16,03	18,03	19,78
Veränd. Umsatz yoy	-5,0 %	67,8 %	-38,9 %	26,4 %	-5,0 %	12,5 %	9,7 %
Bestandsveränderungen	2,07	-1,73	-0,19	0,19	0,00	0,00	0,00
Aktivierete Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gesamterlöse	15,08	20,10	13,15	17,06	16,03	18,03	19,78
Materialaufwand	8,71	16,29	8,80	8,81	7,91	8,90	9,36
Rohertrag	6,37	3,81	4,35	8,26	8,12	9,13	10,41
Rohertragsmarge	49,0 %	17,5 %	32,6 %	48,9 %	50,6 %	50,6 %	52,7 %
Personalaufwendungen	1,58	2,28	2,16	2,39	2,44	2,53	2,77
Sonstige betriebliche Erträge	1,77	2,20	1,74	1,71	0,90	0,81	0,79
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,67	3,75	3,72	3,64	3,02	2,90	3,08
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	-0,03	0,00	0,00	0,00
EBITDA	3,89	-0,02	0,22	3,90	3,55	4,52	5,36
Marge	29,9 %	-0,1 %	1,6 %	23,1 %	22,2 %	25,1 %	27,1 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,97	1,23	1,35	1,51	1,63	1,78	1,82
EBITA	2,92	-1,26	-1,14	2,40	1,93	2,74	3,53
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9,10	12,80	15,86	14,10	14,80	0,00	0,00
Goodwill-Abschreibung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	2,92	-1,26	-1,14	2,40	1,93	2,74	3,53
Marge	22,4 %	-5,8 %	-8,5 %	14,2 %	12,0 %	15,2 %	17,9 %
EBIT adj.	2,92	-1,26	-1,14	2,43	1,93	2,74	3,53
Zinserträge	0,24	0,22	0,17	0,15	0,04	0,03	0,02
Zinsaufwendungen	1,08	1,00	1,02	0,78	0,91	1,15	1,10
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,00	0,02	0,05	0,04	0,05	0,06
EBT	2,07	-2,04	-1,97	1,81	1,10	1,67	2,51
Marge	15,9 %	-9,3 %	-14,7 %	10,7 %	6,8 %	9,2 %	12,7 %
Steuern gesamt	0,61	-0,36	-0,31	0,46	0,37	0,56	0,84
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,73	1,11	1,67
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,73	1,11	1,67
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoergebnis	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,73	1,11	1,67
Marge	11,2 %	-7,7 %	-12,4 %	8,0 %	4,6 %	6,1 %	8,4 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,20	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
EPS	n.a.	-1,01	-1,00	0,82	0,44	0,67	1,01
EPS adj.	n.a.	-1,01	-1,00	0,83	0,44	0,67	1,01

*Adjustiert um: Restrukturierungskosten, Wertberichtigungen, Sondererträge/-verluste

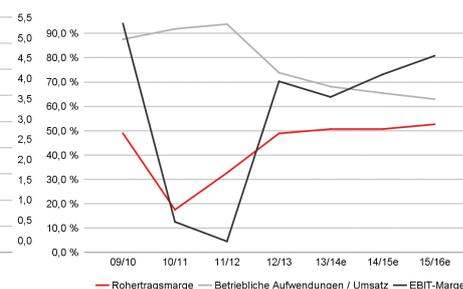
Guidance: GJ: 2013/14: Umsatz EUR 16-17 Mio., GJ 2014/15: Umsatz knapp EUR 19 Mio.

Kennzahlen							
	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,5 %	91,8 %	93,8 %	73,8 %	68,2 %	65,4 %	62,9 %
Operating Leverage	-359,5 x	n.a.	0,2 x	n.a.	3,9 x	3,4 x	3,0 x
EBITDA / Interest expenses	3,6 x	n.m.	0,2 x	5,0 x	3,9 x	3,9 x	4,9 x
Steuerquote (EBT)	29,4 %	17,5 %	15,6 %	25,2 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	15,0 %	14,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	207.851	129.568	157.683	152.653	166.931	178.185

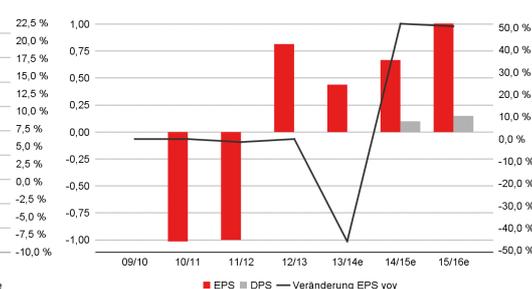
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

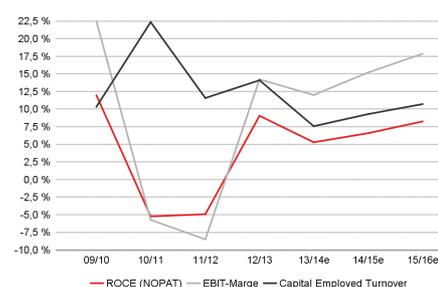
Bilanz

In EUR Mio.	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,16	0,13	0,12	0,05	0,05	0,04	0,04
davon übrige imm. VG	0,16	0,13	0,12	0,05	0,05	0,04	0,04
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sachanlagen	13,82	18,33	18,81	20,11	26,49	27,22	27,90
Finanzanlagen	1,70	1,60	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen	15,68	20,06	19,28	20,53	26,90	27,62	28,30
Vorräte	0,71	0,51	2,27	2,38	2,30	2,49	2,65
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,91	3,21	1,52	2,32	2,20	2,48	2,72
Liquide Mittel	0,61	5,21	1,12	1,83	1,31	1,05	0,89
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	7,85	5,63	3,89	3,74	3,61	3,91	4,17
Umlaufvermögen	12,09	14,56	8,80	10,26	9,43	9,93	10,42
Bilanzsumme (Aktiva)	27,77	34,61	28,08	30,79	36,32	37,55	38,72
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,20	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
Kapitalrücklage	5,24	12,19	8,68	9,98	10,71	11,81	13,32
Gewinnrücklagen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,00	0,00	0,62	0,56	0,56	0,56	0,56
Buchwert	6,44	13,85	10,96	12,19	12,92	14,03	15,53
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eigenkapital	6,44	13,85	10,96	12,19	12,92	14,03	15,53
Rückstellungen gesamt	0,53	0,65	1,30	1,35	1,31	1,41	1,51
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	13,41	11,69	8,81	10,71	15,85	15,17	14,15
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	6,78	5,34	8,81	2,99	8,39	7,08	5,54
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,68	7,29	5,07	4,29	4,07	4,58	5,02
Sonstige Verbindlichkeiten	1,37	0,82	1,91	2,22	2,15	2,33	2,48
Verbindlichkeiten	20,99	20,44	17,08	18,57	23,38	23,49	23,16
Bilanzsumme (Passiva)	27,77	34,61	28,70	31,34	36,88	38,11	39,28

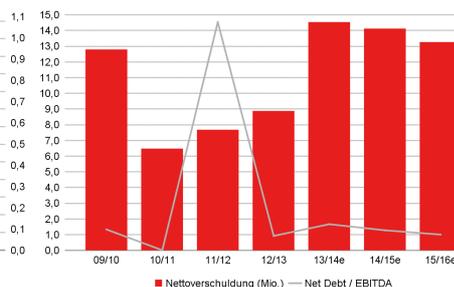
Kennzahlen

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,1 x	1,5 x	0,8 x	0,8 x	0,6 x	0,7 x	0,7 x
Capital Employed Turnover	0,7 x	1,1 x	0,7 x	0,8 x	0,6 x	0,6 x	0,7 x
ROA	9,3 %	-8,4 %	-8,6 %	6,6 %	2,7 %	4,0 %	5,9 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	12,0 %	-5,2 %	-4,9 %	9,0 %	5,3 %	6,6 %	8,3 %
ROE	25,6 %	-16,6 %	-13,4 %	11,7 %	5,8 %	8,2 %	11,3 %
Adj. ROE	25,6 %	-16,6 %	-13,4 %	11,9 %	5,8 %	8,2 %	11,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	12,79	6,48	7,68	8,88	14,54	14,12	13,26
Nettofinanzverschuldung	12,79	6,48	7,68	8,88	14,54	14,12	13,26
Net Gearing	198,8 %	46,8 %	70,1 %	72,8 %	112,5 %	100,6 %	85,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	329,1 %	n.a.	3572,2 %	227,5 %	409,0 %	312,6 %	247,6 %
Buchwert je Aktie	5,4	8,3	6,6	7,3	7,8	8,5	9,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,2	8,3	6,5	7,3	7,8	8,4	9,3

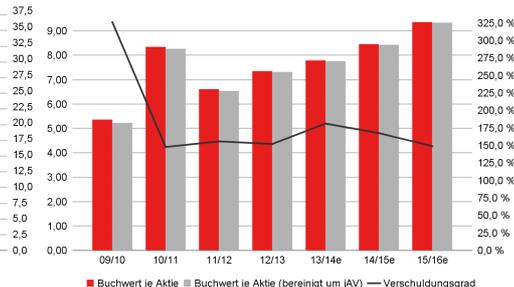
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

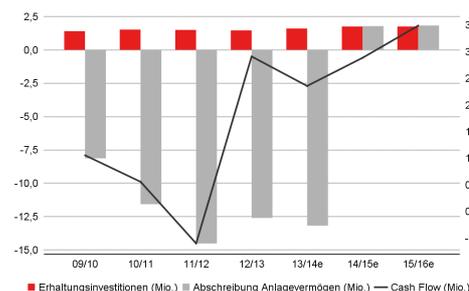
Cash flow

In EUR Mio.	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,73	1,11	1,67
Abschreibung Anlagevermögen	-8,13	-11,57	-14,51	-12,59	-13,17	1,78	1,82
Amortisation Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9,10	12,80	15,86	14,10	14,80	0,00	0,00
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,47	0,12	-0,30	0,05	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,85	0,89	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow	1,06	0,56	-0,60	2,91	2,36	2,89	3,49
Veränderung Vorräte	-1,14	0,37	1,40	-0,77	0,08	-0,19	-0,16
Veränderung Forderungen aus L+L	0,00	0,00	-1,58	-0,54	0,24	-0,58	-0,49
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,05	0,11	0,09
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,00	0,00	-0,03	0,04	-0,29	0,69	0,60
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1,14	0,37	-0,21	-1,27	-0,01	0,03	0,03
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-0,09	0,93	-0,82	1,64	2,34	2,92	3,52
Investitionen in iAV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investitionen in Sachanlagen	-2,33	-6,07	-6,49	-3,24	-8,00	-2,50	-2,50
Zugänge aus Akquisitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzanlageninvestitionen	0,09	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,46	0,86	3,30	0,50	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1,97	-5,25	-3,19	-2,74	-8,00	-2,50	-2,50
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	2,36	-0,21	-0,08	1,86	5,14	-0,68	-1,02
Dividende Vorjahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,17
Erwerb eigener Aktien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalmaßnahmen	0,00	9,77	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges	0,00	-0,64	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	2,36	8,92	-0,08	1,86	5,14	-0,68	-1,18
Veränderung liquide Mittel	0,30	4,59	-4,08	0,76	-0,51	-0,27	-0,16
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Endbestand liquide Mittel	0,61	5,21	1,12	1,83	1,31	1,05	0,89

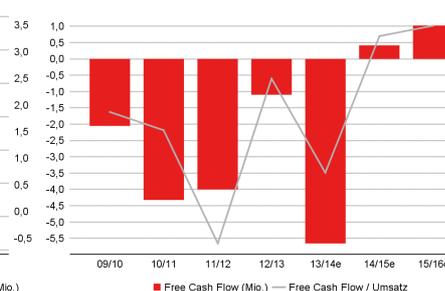
Kennzahlen

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-2,05	-4,32	-4,00	-1,10	-5,66	0,42	1,02
Free Cash Flow / Umsatz	-18,6 %	-23,6 %	-54,7 %	-9,5 %	-35,3 %	2,3 %	5,2 %
Free Cash Flow Potential	1,88	-1,18	-0,95	2,04	1,63	2,26	2,82
Free Cash Flow / Umsatz	-18,6 %	-23,6 %	-54,7 %	-9,5 %	-35,3 %	2,3 %	5,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-165,5 %	305,6 %	440,3 %	-118,0 %	-775,6 %	37,6 %	61,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	35,1 %	7,5 %	5,5 %	9,9 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,9 %	8,0 %	10,0 %	8,0 %	6,9 %	7,4 %	7,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	17,9 %	27,8 %	48,6 %	19,2 %	49,9 %	13,9 %	12,6 %
Maint. Capex / Umsatz	10,8 %	7,0 %	11,2 %	8,6 %	10,0 %	9,7 %	8,8 %
CAPEX / Abschreibungen	240,6 %	492,0 %	479,3 %	215,1 %	491,6 %	140,6 %	137,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-15,3 %	-12,9 %	-18,2 %	-2,6 %	2,6 %	2,3 %	1,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	51,3 %	44,1 %	29,9 %	54,1 %	54,1 %	54,1 %	54,1 %
Vorratumschlag	12,3 x	32,2 x	3,9 x	3,7 x	3,4 x	3,6 x	3,5 x
Receivables collection period (Tage)	82	54	42	50	50	50	50
Payables payment period (Tage)	238	163	210	178	188	188	196
Cash conversion cycle (Tage)	-202	-150	-105	-66	-67	-72	-78

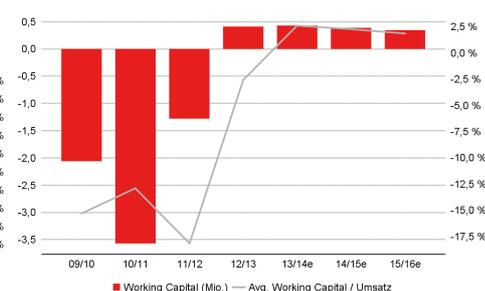
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA.
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Tonkens Agrar	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1EMHE0.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

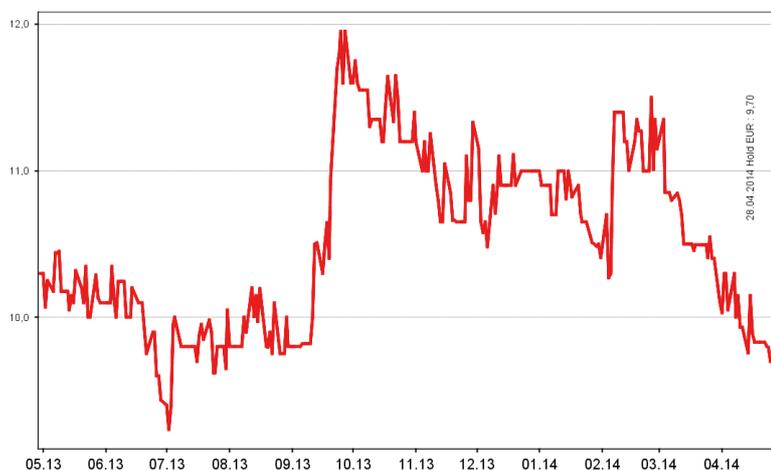
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	101	51
Halten	82	41
Verkaufen	12	6
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	198	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	74	55
Halten	54	40
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	134	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [TONKENS AGRAR] AM [28.04.2014]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

RESEARCH

Roland Rapelius Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com	Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com	Malte Rätther Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Harald Hof Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com	Susanne Schwartze Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Oliver Schwarz Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Björn Voss Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Ömer Güven Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Michael Ilgenstein Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Jan Walter Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
Katharina Merkel Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---