

AGO AG

Geschäftsmodell mit nachhaltigen Perspektiven

Kurs der Aktie am 21.11.2008 in €	3,50
Anzahl ausgegebener Stammaktien in Mio.	4,00
Free Float nach Deutsche Börse AG	35,70
Marktkapitalisierung in Mio. €	14,00
ISIN	DE000A0LR415
Performance AGO-Aktie 52 Wochen	-43,10%
DAX-Subsektor Renewable Energies	-70,53%
Prime All Share	-46,50%



Quelle: Onvista

Kennzahlen und Prognosen

Daten in Mio. EUR	2007	2008e	2009e	2010e	2011e
Umsatz	41,34	36,63	43,82	53,37	60,00
Rohergebnis	1,85	4,03	5,04	6,40	7,32
EBIT	-0,27	1,87	2,41	3,43	4,12
Jahresüberschuss	-0,68	0,80	1,11	1,68	2,11
Daten in EUR	2007	2008e	2009e	2010e	2011e
EPS	-0,26	0,20	0,28	0,42	0,53
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,10	0,11
Div.rendite (%)	0,00%	0,00%	0,00%	2,86%	3,02%
Bewertung	2007	2008e	2009e	2010e	2011e
Marktkap./Umsatz	0,34	0,38	0,32	0,26	0,23
EV/Umsatz	0,72	0,82	0,68	0,56	0,50
EV/Rohergebnis	16,15	7,42	5,94	4,67	4,09
EV/EBIT	neg.	16,01	12,41	8,73	7,26
KGV	neg.	17,56	12,66	8,33	6,62

- In Süddeutschland 400 potenzielle Kunden für Biomasseheiz(kraft)-werke identifiziert
- Ziel: Errichtung von 3 - 4 Contracting-Anlagen mit Leistung von 1 - 20 MWth in Deutschland
- Expansion in Italien als Strategie
- Gezielte internationale Expansion in Südafrika
- Umsatz Q I-III bei 25,676 Mio. € (32,009 Mio. €); Fokussierung auf qualitatives Wachstum
- Bruttoergebnis 3,254 Mio. € (0,829 Mio. €)
- EBIT erreicht 1,389 Mio. € (0,517 Mio. €)
- Periodenergebnis 0,475 Mio. € (0,093 Mio. €)
- Eigenkapital Konzern 37% (27%)
- Wachstumsfinanzierung durch Banken sicher

Investmentstrategie

Das Thema Energieeffizienz wird zu einem immer wichtigeren Thema. Dies gilt insbesondere für die Industrie. Innerhalb der Gruppe der börsennotierten Unternehmen gibt es sehr wenige Gesellschaften, die diese Thematik in Verbindung mit Biomasseheiz(kraft)werkstechnologie und Emissionshandel auf industrieller Ebene abbilden. Insofern stellt die AGO AG mit ihrem Technologie-, Ingenieurs- und Dienstleistungsportfolio eine außergewöhnliche Sondersituation dar. Aufgrund der realisierten Maßnahmen im laufenden Geschäftsjahr und dank der Sicherstellung der weiteren Wachstumsfinanzierung, erachten wir die Mittel- und Langfristperspektiven der AGO AG als sehr attraktiv. Auf Basis unserer Bewertung errechnet sich ein Potenzialwert von 6,41 €. Mit einer Eigenkapitalquote von aktuell 37% und Finanzierungszusagen der Hausbanken verfügt die AGO AG über die entsprechenden operativen Spielräume, um das geplante Unternehmenswachstum schrittweise umzusetzen.

Geschäftsmodell der AGO AG

Die AGO AG positioniert sich als technologie- und ingenieur-orientiertes Unternehmen mit Full-Service-Dienstleistungen im Segment industrieller Energieversorgungsanlagen. Seit 1980 hat das Unternehmen mehr als 2.000 Energieanlagen auf Basis unterschiedlicher Technologieplattformen realisiert. Auf der Ebene der BHKW-Technologie wurden mehr als 150 Blockheizkraftwerke und Module installiert. Die Wertschöpfungskette der AGO AG umfasst hierbei die Abschnitte Beratung, Entwicklung, Umsetzung, den Betrieb kompletter Anlagen und Kraftwerke sowie auch nach gelagerter Service. Die technologische Produktbandbreite erstreckt sich von Energieversorgungsanlagen auf Basis von Blockheizkraftwerken über wärme- und kältetechnischen Anlagenbau bis hin zu Biomasseheizkraftwerken mit Kraft-Wärme-Kopplung. Die Rohstoffbasis für den Anlagenbetrieb kann sowohl konventioneller als auch biogener Art sein. Biogene Rohstoffe sind nachwachsende Rohstoffe, im wesentlichen Waldhackschnitzel, z.B. Holzabfälle aus der Forstwirtschaft, oder der Holzbe- und Holzverarbeitung. Für das Energiekonzept der AGO AG maßgeblich ist hierbei die Versorgungskette des biogenen Rohstoffs bis zur energetischen Verwertung. Hier spielen sowohl die Bioverfügbarkeit als auch der kürzeste Weg ins Kraftwerk eine wesentliche Rolle, um für den Kunden Energieeffizienz und positive Umweltbilanz zu erzielen. Zur operativen Umsetzung hat die AGO AG das Geschäftsmodell entsprechend der realisierten Wertschöpfungskette konzipiert. Die AGO AG verfügt derzeit über drei Geschäftsbereiche. Die Geschäftsbereiche gliedern sich in den „GB Projektentwicklung und Umsetzung“, „GB Anlagenbetrieb“ und „GB Service und Beratung“, um die jeweiligen Wertschöpfungsabschnitte und Kundengruppen gezielt zu bearbeiten.

Wesentliche Entwicklung der AGO AG seit 2007

2007 IPO im Juni 2007

2007 Gründung der AGO energia srl, Turin, AGO erwartet jährliche Investments von 6 – 10 Mio. €. Aus dem Anlagenbetrieb sollen 3 – 4 Mio. € jährlich resultieren.

2007 Anlagenerweiterung in Köllda

2008 Bau und Betrieb eines Biomasseheizkraftwerkes in Oberfranken. Erwartete Jahreserlöse 1,4 Mio. € innerhalb der nächsten 15 Jahre.

2008 Bau und Betrieb eines Biomasseheizkraftwerkes in Süditalien

2008 Gründung der AGO energy (PTY) Ltd. + Bau eines Heizwerkes für die Brauerei Heineken

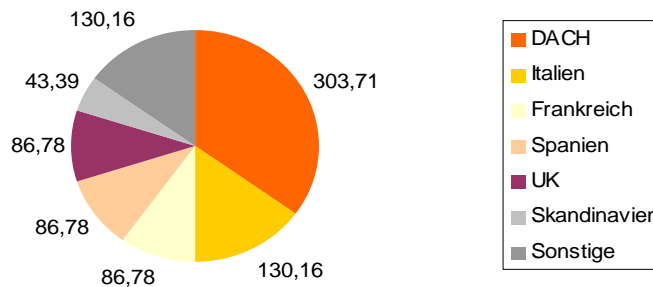
Vorstandsteam

Die AGO AG setzt sich aus industriell sehr erfahrenen Vorständen zusammen, die über die relevanten Hintergründe verfügen. Herr Hans Ulrich Gruber (Dipl. Betriebswirt) und Herr Helmut Peetz (Dipl. Ingenieur) sind seit 1991 bzw. 1979 mit dem Unternehmen verbunden und kombinieren die vorhandene Expertise. Die industrielle Vernetzung ist außerordentlich gut.

Marktumfeld

Mit dem Schwerpunkt der Energieversorgungsanlagen darunter die Produktkategorien Biomasseheiz(kraft)werke, Heizkessel, Blockheizkraftwerke, Kälteanlagen, Kompressionskälteanlagen sowie Absorptionskälteanlagen positioniert sich die AGO AG als Energietechnologiespezialistin. Durch die Strategieentscheidung, sich auch im Betrieb von Anlagen zu positionieren, kommt das langfristig attraktive Betreibersegment hinzu. Aufgrund dieser Marktpositionierung unterliegt die AGO AG den Investitionszyklen der Industrie, der Energiewirtschaft aber auch kommunalen Investoren. Die AGO AG weist ein B2B-Geschäftsmodell auf. Dank der zunehmenden Bedeutung umweltfreundlicher und effizienter Technologien unter Berücksichtigung der Stromherstellung und Abwärmenutzung, erhalten biomasse-basierte Technologien eine komplett neue Bedeutung innerhalb des Energiemix.

**Energieanlagenmarkt für Biomasse basierte Systeme,
Mio. €**



Aus übergeordneter Sicht bietet in Deutschland das EEG Anreize zur Etablierung umweltfreundlicher Technologien. Die Biomasse spielt hierbei eine zentrale Rolle. Ähnliche regulatorische Systeme wurden mittlerweile in vielen Teilen Europas etabliert. In Summe führen die Umweltgesetze dazu, dass erneuerbare Energien bis zum Jahr 2020 zwischen 25% bis 30% der Stromversorgung gewährleisten sollen. Das Technologieportfolio der AGO AG ist hierbei bestens aufgestellt, um von diesem übergeordneten Megatrend zu profitieren. Ähnliche Gesetzgebungen in anderen europäischen Ländern eröffnen dem Unternehmen zusätzliche Marktpotenziale, die bereits seit 2007 aktiv erschlossen werden. Es ist zu beobachten, dass immer mehr mittelgroße und große Energieversorgungsunternehmen auf erneuerbare Energien setzen. Hierbei eröffnen sich für spezialisierte Technologieunternehmen mit entsprechender Anlagenbau- und Betreiberkompetenz langfristige Entwicklungspotenziale.

Derzeitige Technologien mit geringen Wirkungsgraden

Derzeitige state-of-the-art-Anlagen der Kraftwerkstypen Braunkohlekraftwerk, Steinkohlekraftwerk oder Erdgaskraftwerke erreichen Wirkungsgrade von 36,6%, 37,6% und 43,9%, verglichen mit Biomasseblockheizkraftwerken mit Wirkungsgraden von bis zu 90%. Dies zeigt die energetischen Potenziale und andererseits die Attraktivität der BHKW-Technologie in Verbindung mit Biomasse auf.

EU-Primärenergieverbrauch und Energiebereitstellung durch erneuerbare Energien

Der gesamte Primärenergieverbrauch innerhalb der EU belief sich 2007 auf 73.400 PJ (Pentajoul). Dominierende Energiequellen sind dabei die Energieträger Mineralöl (37,1%), Kohle (17,4%), Kernenergie (14,3%) und Erdgas (24,4%). Der Anteil der Erneuerbaren Energien am Primärverbrauch belief sich zuletzt auf einen Anteil von 6,5%. Hierbei dominiert die Biomasse eindeutig mit einem Beitrag von knapp 68%. Seit 2001 erhöhte sich die Stromleistung durch erneuerbare Energien EU-weit von 413 TWh auf 481 TWh (2006). Die dominierenden erneuerbaren Energiequellen sind hierbei die Wasserkraft (62,4%), Windenergie (18,0%) und die Biomasse (17,9%). Sowohl die Photovoltaik als auch die Geothermie spielen bei dieser Betrachtung gegenwärtig noch eine eher untergeordnete Rolle.

Europaweite Fördermechanismen wirken als Wachstumsmotor

Die europaweiten Fördermechanismen bilden die Basis zur Zielerreichung eines substanziiell höheren Anteils der erneuerbaren Energien an der Energieerzeugung. Diese Fördermechanismen fallen länderspezifisch unterschiedlich aus und umfassen bspw. Bonusoptionen, Abnahmepflichten, Definitionen der Abnahmemengen, Differenzierung der Tarife, Tarifdegressionen oder auch gleiche Kostenverteilung durch Umlage über den Stromverbraucher.

AGO AG – Spezialist für energieeffiziente BHKW-Technologien

Zum besseren Verständnis der Technologiepositionierung der AGO AG und zur Funktionsweise der BHKW-Technologie stellen wir wesentliche Elemente und deren Potenziale vor.

BHKW-Technologie: Blockheizkraftwerke (BHKW) basieren auf der Funktionsweise der Kraft-Wärme-Kopplung. Die Kraft-Wärme-Kopplung wiederum trägt als gleichzeitige Erzeugung von Wärme und Elektrizität aufgrund des hohen Wirkungsgrades zur tatsächlichen Senkung der Energiekosten bei. Die AGO AG konzentriert sich in ihrer Marktbearbeitung insbesondere auf industrielle Kunden. Hier spielen Energiekosten in der Regel eine Schlüsselrolle in der gesamten Kostenstruktur. Die zunehmende Verschärfung von Umweltrichtlinien führt dazu, dass das Thema Energieeffizienz und Emissionsreduzierung aus industrieller Sicht eine immer wichtigere Rolle spielt.

BHKW-Komponenten: Im Falle der Groß-Blockheizkraftwerke handelt es sich um industrielle Energieanlagen. Das Blockheizkraftwerk setzt sich aus einer Motor-Generator-Einheit zusammen in Verbindung mit Wärmetauschern für die Nutzung von Kühlwasser- und Abgaswärme. Beim laufenden Betrieb eines BHKW fallen Wärme und Strom immer gleichzeitig an (daher Kraft-Wärme-Kopplung).

BHKW – industrieller Einsatz: Der quasi industrielle Einsatz von BHKW ist unseres Erachtens dann ökonomisch sinnvoll, wenn ein Wärmebedarf von mehr als 1MW/a vorliegt. Bei derartigen Anlagen oder Anlagen mit einem Vielfachen dieser Leistungsparameter sind aus primärenergetischer Sicht Kombinationen mit Wärmerückgewinnungsanlagen, Wärmepumpen und Kältemaschinen sinnvoll.

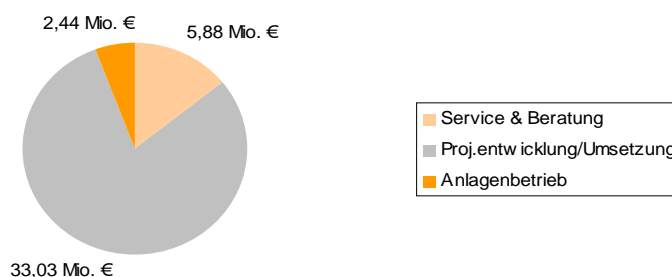
BHKW-Nutzungsgrade: BHKW bieten den Vorteil, dass 90% der Brennstoffenergie genutzt werden kann. Hiervon entfallen 35% als elektrische Energie und 55% als verwertbare Wärme. Die Energieverluste betragen lediglich 10% und setzen sich zusammen aus Generator-, Strahlungs-, Wärmetauscherverluste und aus energetisch nicht genutzter Restwärme des Abgases.

BHKW-Einsatzfelder: Die Einsatzbereiche sind sehr vielfältig und machen die BHKW-Technologie bei günstigem Umfeld zur Energietechnik der Wahl: Industrie, Gewerbe, Landwirtschaft, Fertigungsbetriebe, kommunale Anwendungen bei Schwimmbädern, Sportzentren, Krankenhäusern, Schulen, Bundeswehranlagen oder im Wohnsiedlungsbereich.

AGO AG – Umsatzstruktur der Geschäftsbereiche im Überblick

Das Geschäftsmodell der AGO AG basiert insgesamt auf drei Säulen, dem Geschäftsbereich Service & Beratung, dem Geschäftsbereich und zukünftigem Wachstumsfeld Anlagenbetrieb und dem derzeit dominierenden Geschäftsbereich Projektentwicklung und Umsetzung.

Geschäftsbereiche nach Umsatz 2007 (Mio. €)



Geschäftsbereich (GB) Projektentwicklung und Umsetzung

Positionierung

Der GB Projektentwicklung und Projektumsetzung spiegelt das Engineering- und Energieanlagenbaugeschäft der AGO AG wider. Die AGO AG hat seit 1980 bereits mehr als 2.000 Energieanlagen und mehr als 150 Blockheizkraftwerksanlagen installiert. Das realisierte Geschäft setzt sich aus konventionellen und regenerativen Energieversorgungsanlagen entweder aus kompletten Energieanlagen (= System) oder aus Systemkomponenten zusammen. Darüber hinaus verfügt die AGO AG in ihrem Produktportfolio über Heizkesseltechnologie, Kälteanlagen, Kompressionskälteanlagen sowie Absorptionskälteanlagen (Kraft-Wärme-Kopplung).

Leistungsinhalte

AGO AG fungiert als herstellerunabhängiger und lösungsorientierter Systemintegrator von Komponenten und Systemen. Die AGO AG ist nicht rückwärts integriert. Im GB gewinnt das Contracting eine zunehmende Bedeutung für die AGO AG. Das Unternehmen übernimmt beim Contracting wesentliche Teile der Energielieferung sowie der damit verbundenen Leistungen. Dies schließt die Versorgung mit Wärme, Dampf, Kälte, Strom oder mit Druckluft ein.

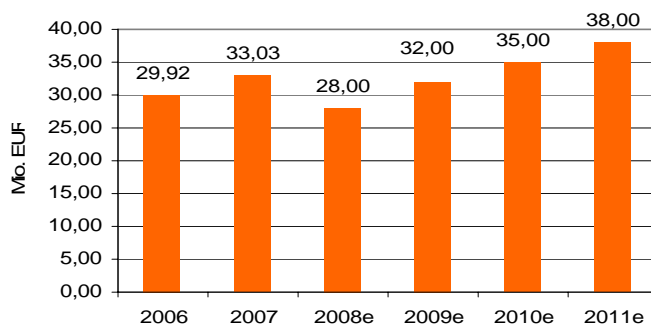
Markttrends

Die AGO AG unterliegt unseres Erachtens in diesem Geschäft den Gesamtmarkttrends des Energieanlagenbaus. Aufgrund der zunehmenden Verschärfung der Ressourcenknappheit und Verfügbarkeit fossiler Energieträger gewinnt das Thema Energieeffizienz und umweltverträgliche Energie- und Wärme Gewinnung immer mehr an Bedeutung. Hinzu kommen der Gesamtmarkttrend auf gesetzgeberischer Ebene und die sukzessive Entflechtung der großen Energiekonzerne. Die dezentrale Energiegewinnung verfügt daher über ausgezeichnete Entwicklungspotenziale.

Modellannahmen

Im Rahmen unserer Modellprognose unterstellen wir, dass insbesondere der von AGO AG adressierte Markt der Biomasseanlagen überregional attraktive Wachstumspotenziale bietet. Die Voraussetzung hierfür ist der Standort. Länder, Regionen mit holzreicher Kulturlandschaft sind besonders attraktiv. Dies gilt unseres Erachtens insbesondere für den DACH-Markt (D, Österreich, Schweiz), Italien, Frankreich, UK, partiell Skandinavien, Spanien und für Teile Osteuropas.

Prognosen zum GB Projektentwicklung und Projektumsetzung



Aufgrund der Erfahrungen aus der Vergangenheit, dürfte das Management der AGO AG jedoch dazu tendieren, margenstarkes qualitatives Wachstum vor quantitatives Wachstum zu stellen. Es dürfte auch zu einer Fokussierung auf Projekte kommen, in denen das Unternehmen die führende Rolle spielt. Die vom Management vorgenommene Weichenstellung sieht vor, dass sich das Unternehmen schwerpunktmäßig im Anlagenbetrieb als „Full-Service-Provider“ positionieren wird, wobei das Unternehmen an den BHKWs anteilig beteiligt sein wird.

Geschäftsbereich Anlagenbetrieb

Positionierung

Die AGO AG positioniert sich als Betreibergesellschaft für bestehende bzw. neu zu errichtende Energieversorgungsanlagen für Industrieunternehmen. So agiert u.a. die HolSoTherm GmbH, an der die AGO AG 74,48% hält, als Dienstleistungsunternehmen zur Versorgung des Daimler AG Motorenwerkes in Köllede (Biomasseheizwerk). Ähnlich sind die Aktivitäten in Italien konzipiert.

Leistungsinhalte

Leistungsinhalte des Geschäftsbereiches stellen sämtliche Dienstleistungen rund um das Energiemanagement dar. Die Leistungen umfassen Instandhaltungs- und Wartungsarbeiten für bestehende Anlagen oder auch das Rohstoffmanagement. Das Rohstoffmanagement ist dabei ein wesentliches Element, um durch eine „Just-in-Time-Versorgung“ eine optimale Energieversorgung zu gewährleisten.

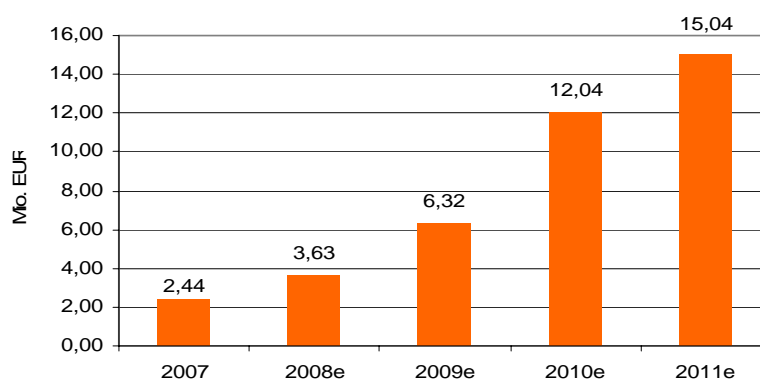
Markttrends

Das AGO-Management hat frühzeitig erkannt, dass das Geschäftsmodell des reinen Energieanlagenbauers in hohem Maße Bestellzyklen mit erheblichen saisonalen Schwankungen unterliegt. Darüber hinaus unterliegt die AGO in Phasen hoher Nachfrage aufgrund der fehlenden Rückwärtsintegration (= Komponenten werden nicht selbst produziert) in erheblichem Umfang den Preisverwerfungen, die aus hohen Materialeinsatzkosten, Rohstoffverteuerung und Kosten für Montagekapazitäten resultieren. Aus dieser Betrachtung heraus war es die logische Konsequenz, das Geschäftsmodell um das Betreiben industrieller Energieversorgungsanlagen mit eigenen Beteiligungen zu erweitern. Damit partizipiert die AGO AG im Falle regenerativer KWK-Anlagen an attraktiven Einspeisevergütungen.

Modellannahmen

Die AGO plant in den kommenden Jahren im Durchschnitt pro Jahr 3 bis 4 Biomasse-Anlagen zu errichten, an denen sie selbst beteiligt ist. Wir nehmen an, dass die AGO AG ihre Beteiligungen an industriellen Energieversorgungsanlagen regional dort eingehen wird, wo die höchsten Einspeisevergütungen für „sauberen Strom“ und „saubere Wärme“ bezahlt werden. Daher rechnen wir damit, dass in den Folgejahren der italienische Energiemarkt für die AGO AG von besonderer Bedeutung sein wird. Italien ist in einer energiepolitisch prekären Lage und weitestgehend von Energieimporten basierend auf fossilen Brennstoffen angewiesen. Aufgrund dieser Ausgangslage besteht in Italien ein großes Interesse daran, erneuerbare Energien, insbesondere auch Biomasse zu nutzen. Durch Beteiligungen hat sich die AGO AG in Italien zukunftsorientiert positioniert.

Prognosen zum GB Anlagenbetrieb



Geschäftsbereich Service und Beratung

Positionierung

Die AGO AG positioniert sich im industriellen Energieanlagenbau für Eigenanlagen und von Anlagen die durch Dritte erstellt worden sind als Dienstleister. Über diese Dienstleistungen hinaus ist die AGO AG ein Beratungsunternehmen für die Bereiche Emissionshandelsberatung, Energieeffizienz, Wärmetechnik, Kältetechnik sowie Kraft-Wärme-Kopplung. Die AGO AG erstellt darüber hinaus Technologie- und Machbarkeitsstudien und ist Partner für Finanzierungs- und Genehmigungsfragen. Eine weitere Besonderheit ist, dass die AGO AG mit einem Mitarbeiter an der Energy Exchange Austria (EXAA) vertreten ist und aktiv im Emissionszertifikatmarkt agiert.

Leistungsinhalte

Die AGO AG verfügt über ein insgesamt 30-köpfiges Team, das für seine Kunden ein Vollserviceanbieter rund um technologische Fragestellungen industrieller Energieversorgungsanlagen ist. Zum Team gehören auch Montagespezialisten. Der aktive Handel mit Emissionszertifikaten gehört ebenfalls zu den Leistungsinhalten.

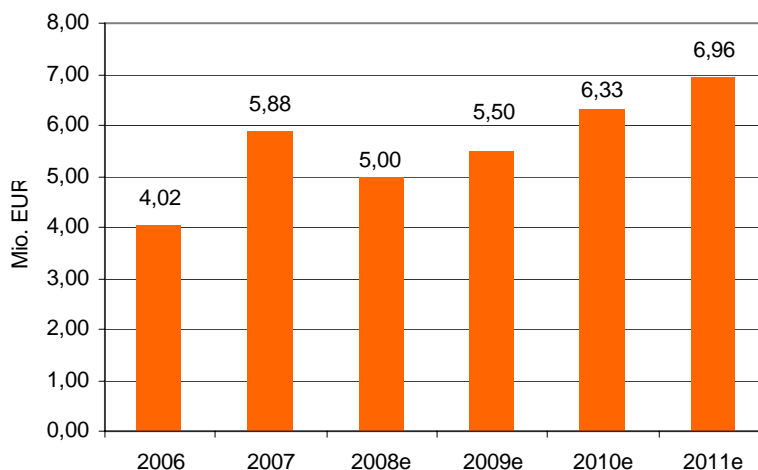
Markttrends

Wir sind der Ansicht, dass die systemübergreifende Kompetenz konventioneller und regenerativer Energieversorgungstechnologie einer der Schalthebel für zukünftiges Geschäft und Wachstum sind. Die Positionierung der AGO AG als Systemintegrator von Komponenten und Subsystemen unterschiedlicher Hersteller macht das Unternehmen glaubhaft als herstellerunabhängiger Experte für industrielle Energieversorgungsanlagen. Das Beratungsgeschäft ist zudem wesentlich weniger konjunktursensibel als im Vergleich hierzu der Energieanlagenbau. Die Positionierung als Handelshaus für Emissionszertifikate ist zudem ein weiterer Pluspunkt in der industriellen Ausrichtung der AGO AG für ihre industrielle Kunden.

Modellannahmen

Im Fall des GB Service & Beratung rechnen wir über den Konjunkturzyklus hinweg mit attraktiven Zuwachsraten, da das Thema Energieeffizienz eine permanente Herausforderung ist, unabhängig von konjunkturellen Zyklen. Aufgrund der begrenzten Personalressourcen ist die Fragestellung für die AGO AG eher die, für welche Projekte Mitarbeiter bereitgestellt werden können.

Prognosen GB Service & Beratung



Aktuelle Entwicklung der AGO AG im Zeitraum Q I – III / 2008

Die AGO AG setzt im Geschäftsjahr 2008 auf qualitatives Wachstum unter dem Leitsatz „Ertrag geht vor Umsatz“. Vor diesem Hintergrund können die Geschäftszahlen für Q I – III / 2008 interpretiert werden. So verzeichnete die AGO AG einen Konzernumsatz von 25,676 Mio. € (32,009 Mio. €). Das Bruttoergebnis nach Herstellkosten konnte auf 3,254 Mio. € (0,829 Mio. €) faktisch vervierfacht werden. Das EBIT der Berichtsperiode beträgt dabei 1,389 Mio. € (0,517 Mio. €), ebenfalls eine signifikante Steigerung gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum. Dies gilt auch für den Jahresüberschuss von 0,475 Mio. € (0,093 Mio. €). Hierbei ist anzumerken, dass sich die AGO AG in einem Übergangsjahr befindet. Der massive Einstieg in das Anlagenbetreibergeschäft wird die Umsatz- und Ertragsstruktur in den kommenden Jahren signifikant verändern und die Ertragsqualität des Energieeffizienzunternehmens qualitativ spürbar verbessern. In der Berichtsperiode konnte das Konzerneigenkapital auf 12,924 Mio. € (11,885 Mio. €) gesteigert werden. Die Eigenkapitalquote beträgt aktuell 37,03% (27,04%). Dem Management ist es gelungen, von den Geschäftsbanken entsprechende langfristige Finanzierungszusagen zu erhalten, um so den geplanten Geschäftsausbau zu sichern.

Unternehmensprognosen

Umsatzprognose

Für die Geschäftsentwicklung der AGO unterstellen wir, dass es dem Unternehmen gelingen wird, pro Jahr im Durchschnitt drei Biomasse-BHKW-Anlagen zu erstellen und mit eigenen Beteiligungsgesellschaften in Betrieb zu nehmen. Diese Umsätze spiegeln sich zunächst im GB Projektentwicklung / -umsetzung wider. Mit einer zeitlichen Verzögerung, d.h. im Durchschnitt 1,5 bis 2 Jahre später werden diese Energieversorgungsanlagen in Betrieb genommen. Die AGO AG wird sich immer auf die Regionen fokussieren, die die höchsten Einspeisevergüten erbringen (= GB Anlagenbetrieb). Der GB Service und Beratung wiederum spiegelt den Service- und Beratungsumsatz wie auch Emissionshandelertrag wider. Dieser Umsatz kann schwanken, dennoch dürfte die AGO AG von ihrer herstellerunabhängigen Beratungskompetenz profitieren.

GB Proj.entwicklung/-umsetzung, Mio. €	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e
Projektentwicklung D	29,92	33,03	24,00	12,00	14,00	16,00
Italien	0,00	0,00	4,00	14,00	14,00	14,00
Sonstige	0,00	0,00	0,00	6,00	7,00	8,00
Summe	29,92	33,03	28,00	32,00	35,00	38,00

GB Anlagenbetrieb, Daten in Mio. €	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e
Unterlegtes Geschäft	0,00	2,44	3,63	3,60	3,60	3,60
Biomasse 3/Anlagenerweiterung	0,00	0,00	0,00	2,72	5,44	5,44
Anlagen 3 in 2008	0,00	0,00	0,00	0,00	3,00	3,00
Anlagen 3 in 2009	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,00
Anlagen 3 in 2010	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlagen 3 in 2011	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe	0,00	2,44	3,63	6,32	12,04	15,04

GB Service & Beratung, Mio. €	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e
	4,02	5,88	5,00	5,50	6,33	6,96

GB = Geschäftsbereich

Ergebnisprognose

Wir erwarten für den Zeitraum 2008 bis 2011 eine Fortsetzung des Trends hoher bzw. höherer Margen im GB Anlagenbetrieb und GB Service und Beratung. Dem gegenüber dürfte sich die AGO AG im GB Projektentwicklung/-umsetzung aufgrund der hohen Materialeinsatzkosten für Komponenten und Systeme eher in einer EBIT-Bandbreite von 2,8% bis 3% bewegen.

EBIT, Mio. €	2008e	2009e	2010e	2011e
EBIT Proj.entwicklung/-umsetzung	0,84	0,96	0,98	1,14
EBIT Anlagenbetrieb	0,62	1,01	1,93	2,41
EBIT Service und Beratung	0,40	0,44	0,52	0,57
EBIT Summe	1,86	2,41	3,43	4,12

EBIT (%)	2008e	2009e	2010e	2011e
Marge Konzern-EBIT	5,10%	5,50%	6,42%	6,87%
Marge Proj.entwicklung/-umsetzung	3,00%	3,00%	2,80%	3,00%
Marge Anlagenbetrieb	17,00%	16,00%	16,00%	16,00%
Marge Service und Beratung	8,00%	8,00%	8,20%	8,19%

GuV-Prognosen für die AGO AG (Konzernebene)

Geschäftsjahr	2007	2008e	2009e	2010e	2011e
Daten in Mio. €					
Umsatzerlöse	41,344	36,625	43,820	53,365	59,998
Materialeinsatzkosten	-39,492	-32,596	-38,781	-46,961	-52,678
Bruttoergebnis	1,852	4,029	5,039	6,404	7,320
Vertriebskosten	-2,090	-2,051	-2,498	-2,935	-3,258
F & E	-0,068	-0,110	-0,131	-0,213	-0,240
Allgemeine Verwaltungskosten	-0,995	-0,623	-0,745	-0,907	-1,020
Sonstige betrieblichen Erträge	1,233	0,916	1,096	1,505	1,800
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	-0,198	-0,293	-0,351	-0,427	-0,480
EBITDA	-0,266	1,868	2,410	3,426	4,121
Abschreibungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBIT	-0,266	1,868	2,410	3,426	4,121
Zinsertrag	0,423	0,187	0,355	0,486	0,600
Zinsaufwand	-0,740	-0,916	-1,139	-1,441	-1,566
Beteiligungsergebnis	0,006	0,000	0,000	0,000	0,000
EBT	-0,577	1,139	1,626	2,471	3,155
Steuern	-0,102	-0,342	-0,520	-0,791	-1,041
Sonstige Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss	-0,679	0,797	1,105	1,680	2,114
Aufgegebene Geschäftsbereiche	-0,179	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss nach Dritten	-0,858	0,797	1,105	1,680	2,114
EPS (€)	-0,21	0,20	0,28	0,42	0,53
Dividende (€)/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,08	0,11
Anzahl Aktien (Mio.)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00

Margen	2007	2008e	2009e	2010e	2011e
Bruttomarge	4,48%	11,00%	11,50%	12,00%	12,20%
EBIT-Marge	-0,64%	5,10%	5,50%	6,42%	6,87%
EBT-Marge	-1,40%	3,11%	3,71%	4,63%	5,26%

Nettomarge	-2,08%	2,18%	2,52%	3,15%	3,52%
------------	--------	-------	-------	-------	-------

Unternehmensbewertung

Für die AGO AG lassen sich aus heutiger Sicht kaum vergleichbare börsennotierte Unternehmen finden, die über identische Unternehmensaktivitäten verfügen. Daher leiten wir den Unternehmenswert mit Hilfe des DCF-Verfahrens ab. Auf Basis unserer Überlegungen liegt der mittel- und langfristige erreichbare faire Wert der Aktie bei 6,41 €. Solange die Verwerfungen am Kapitalmarkt anhalten, dürfte die AGO-Aktie aufgrund der Marktmenge allerdings erhebliche Schwankungen aufweisen. Aus heutiger Sicht eröffnen sich der AGO AG aufgrund der konsequenten und ertragsorientierten Ausrichtung erhebliche Höherbewertungspotenziale. **Übergewichten.**

DCF-Annahmen	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EBIT	-0,27	1,87	2,41	3,43	4,12	5,14	6,04	7,15	8,44
Steuerbelastung des EBIT	0,09	-0,62	-0,80	-1,13	-1,36	-1,70	-1,99	-2,36	-2,78
NOPLAT	-0,18	1,25	1,61	2,30	2,76	2,76	3,45	4,79	5,65
Abschreibungen	0,73	0,95	1,21	1,49	1,68	2,03	2,41	2,85	3,24
Veränderung der langfr. Rückstellungen	0,03	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Veränderung des Net Working Capital	-3,36	-1,47	-1,00	-1,30	-0,90	-0,81	-0,90	-0,99	-1,08
Investitionen in Sachanlagen	-1,00	-1,04	-1,31	-1,87	-2,40	-2,71	-3,02	-3,25	-3,41
Free Cash Flow	-3,78	-0,21	0,61	0,72	1,24	2,06	2,64	3,50	4,50
Barwert	-3,44	-0,17	0,46	0,49	0,77	1,17	1,36	1,64	1,92
FCF-Wachstum									

Berechnung des fairen Wertes je Aktie

Summe der Barwerte der FCF aus Periode I	4,21
Summe der Barwerte der FCF aus Periode II	26,53
Summe der Barwerte der FCF	30,74
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,00
Minderheitsbeteiligungen zu Marktwerten	0,00
Enterprise Value	30,74
Nettoverschuldung	-5,10
Anteile Dritter	0,00
Eigenkapital zu Marktwerten	25,64
Anzahl der Aktien (in Mio.)	4,00
Eigenkapital zu Marktwerten je Aktie (EUR)	6,41

Modellannahmen

Zielrendite Bundesanleihen	3,6%
Risikoprämie Aktienmarkt	8,0%
Beta	1,5
Ewiges Wachstum des FCF	2,5%
Kosten des Eigenkapitals	15,6%
Kosten des Fremdkapitals	8,0%
Steuerquote	34,0%
Eigenkapitalquote	45,0%
WACC	9,9%

Analysten:

Hilmar Platz

h.platz@kayenburgag.de

Pflichtangaben nach § 34 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), mögliche Interessenskonflikte und Haftungserklärung

Die Kayenburg AG Corporate Finance hat die vorliegende Finanzanalyse der AGO AG in Einklang mit den gesetzlichen Vorschriften nach dem Wertpapierhandelsgesetz und der Finanzanalyseverordnung erstellt.

Verantwortung

Verfasser der vorliegenden Analyse: Hilmar Platz, Analyst und Mitglied des Vorstandes der Kayenburg AG Corporate Finance

Verantwortliches Unternehmen: Kayenburg AG Corporate Finance
Schönfeldstr.13
80539 München

Kerndaten zur Studie

Emittent: AGO AG
Art der Publikation: Große Unternehmensstudie
Beabsichtigte Aktualisierungen: derzeit nicht absehbar
Datum der Veröffentlichung: 27.11.2008

Dem Emittenten hat diese Studie vor Freigabe vorgelegen.

Kurs der Aktie am 24.11.2008 3,50 € (FFM, 16:05)
Empfehlung per Veröffentlichungsdatum: Übergewichten

Interessenskonflikte

Auftragsresearch: Die Studie wurde im Auftrag der AGO AG erstellt und verbreitet.
Kapitalbeteiligung: Zu dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie ist weder die Kayenburg AG Corporate Finance an der AGO AG noch die AGO AG an der Kayenburg AG Corporate Finance beteiligt.
Vertragliche Beziehungen: Zu dem Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie bestehen keine weiteren vertraglichen Beziehungen zwischen beiden Unternehmen außer der oben genannten.

Hinweise zu der Empfehlung

Die Kayenburg AG Corporate Finance gibt bei Ihren Finanzanalysen drei Empfehlungen:

Übergewichten: Das vom Analysten auf Basis der vorliegenden Studie ermittelte Kurspotential innerhalb der nächsten zwölf Monate ist größer als zehn Prozent.
Untergewichten: Der vom Analysten auf Basis der vorliegenden Studie ermittelte Kursverlust innerhalb der nächsten zwölf Monate ist null Prozent oder negativ.
Marktgewichten: Die vom Analysten auf Basis der vorliegenden Studie ermittelte Kursbewegung liegt in der Bandbreite von null bis zehn Prozent.

Disclaimer

Durch die Annahme dieses Berichts erkennen Sie die nachstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich an. Dieser Bericht (nachstehend als „Dokument“ bezeichnet) darf weder direkt noch indirekt in die USA, Kanada, Japan oder an US-Amerikaner oder an eine Person, die ihren Wohnsitz in einem der genannten Länder hat, übermittelt werden, noch in deren Territorium gebracht oder verteilt werden. Dieses Dokument ist als unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten von der

Kayenburg AG erstellt worden, um Hintergrundinformationen über die Gesellschaften zu liefern und dient ausschließlich zu Informationszwecken. Die Kayenburg AG leistet keinerlei Beratung im Hinblick auf den Kauf, das Halten oder den Verkauf von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der Gesellschaften durch die Kayenburg AG dar, und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers dieses Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Gesellschaften oder dritter Personen überein. Die Kayenburg AG ist nicht ermächtigt, irgendwelche Erklärungen oder Zusicherungen im Namen der Gesellschaften oder dritter Personen abzugeben und gibt solche Erklärungen oder Zusicherungen auch nicht ab. Die Kayenburg AG hat nicht alle Informationen und Daten, auf die sich dieses Dokument stützt, selbst verifiziert. Die enthaltenen Stellungnahmen und Schätzungen stellen unser bestes Urteil zum angegebenen Datum bzw. zu den angegebenen Daten dar und sind freibleibend. Alle Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus allgemein zugänglichen Quellen, die die Kayenburg AG zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments für zuverlässig hält. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit übernommen werden – weder ausdrücklich noch stillschweigend. Der Inhalt dieses Dokuments stellt keine Zusicherung oder Garantie der Kayenburg AG dar. Eine Haftung der Kayenburg AG für Vermögensschäden – gleich aus welchen Rechtsgründen – wird hiermit, mit Ausnahme der Verletzung von vertragswesentlichen Pflichten (sog. Kardinalpflichten) ausgeschlossen. Die Haftung der Kayenburg AG aufgrund von Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit bleibt hiervon unberührt. Die Kayenburg AG hat keinerlei Befugnis, für die in diesem Dokument genannten Gesellschaften oder für Dritte Zusicherungen zu geben oder Gewährleistungen zu übernehmen. Weder die in diesem Dokument genannten Gesellschaften noch irgendeine andere Person übernimmt die Haftung für Verluste, Schäden oder Nachteile, die aus der Anwendung dieses Dokuments insbesondere für Investitionsentscheidungen oder aus anderen Gründen entstehen können. Die Kayenburg AG ist nicht verantwortlich für nachteilige Konsequenzen, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Dokument enthaltenen Ansichten und Rückschlüsse folgen bzw. folgen könnten. Zurückliegende Wert-, Preis- oder Kursentwicklungen geben keine Anhaltspunkte auf die zukünftige Entwicklung des Investments. Die Kayenburg AG übernimmt keinerlei Gewähr dafür, dass der angedeutete Ertrag oder die genannten Kursziele erreicht werden. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf, Halten oder Verkauf irgendeines Wertpapiers, Geldmarktinstrumentes oder von Derivaten dar, noch enthält es die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment, z.B. in Anleihen, Aktien und Optionen, ist mit teilweise erheblichen Risiken behaftet. Eine Investitionsentscheidung hinsichtlich irgendeines Wertpapiers darf nicht auf der Grundlage dieses Dokuments erfolgen. Es handelt sich bei diesem Dokument nicht um eine Anlageberatung, Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf der jeweiligen Wertpapiere, Geldmarktinstrumente oder Derivate. Die Kayenburg AG und / oder deren Vorstände und Mitarbeiter können Long- oder Shortpositionen in den beschriebenen Wertpapieren und / oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesen Wertpapieren basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Dokument veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten. Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zur Information übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt oder an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden. Die Verteilung dieses Dokuments und der darin enthaltenen Informationen in andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, müssen sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen oder kanadischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen. Diese Studie ist urheberrechtlich geschützt. Sie darf nur zu dem im Disclaimer angegebenen Zweck genutzt werden. Zitate sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Kayenburg AG. Die Vervielfältigung, Verbreitung, Veröffentlichung und Online-Zugänglichmachung des Dokuments stellt eine zustimmungsbedürftige Nutzungshandlung dar. Insbesondere ist eine Verbreitung im Ausland nur nach Maßgabe des Disclaimers und der jeweiligen gesetzlichen Bestimmungen zulässig. Wer die Studie unberechtigt nutzt oder die Quellenangabe oder den Urhebervermerk unterlässt, setzt sich zivilrechtlichen Ansprüchen, insbesondere Schadenersatzansprüchen, aus und kann sich strafbar machen.

Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Disclaimer unwirksam sind oder zukünftig unwirksam werden, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit davon unberührt.