



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research



energie + anlagen

Geschäftszahlen 2008 / Zahlen erstes Quartal 2009

2. Juli 2009

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
SWOT-Analyse	4
Unternehmensprofil	6
Geschäftstätigkeit / Geschäftsbereiche	9
Strategie	11
Branchen- und Marktumfeld	15
Die Geschäftsentwicklung im Jahr 2008 und ersten Quartal 2009	21
Ausblick des Unternehmens und unsere Prognosen	25
Bewertung	26
Fazit	28
ANHANG	29

Positive Perspektiven weiterhin intakt							AGO AG Energie + Anlagen 4)																																																				
Zahlen Gj. 2008 / Q1-Zahlen 2009							Votum:		Kaufen																																																		
<p>⇒ An AGO ist die weltweite Konjunkturschwäche 2008 nicht spurlos vorübergegangen. Der Umsatz ist um 11% gesunken. Dagegen konnten auf der Ergebnisebene Zuwächse erzielt werden. Umsatzseitig wurde unsere Erwartung übertroffen. Auf der Ergebnisebene konnte AGO unsere Prognosen nicht ganz erreichen. Das Unternehmen hat aus unserer Sicht einen starken Start in das Geschäftsjahr 2009 gehabt (Q1-Umsatz: +35%; operatives Ergebnis: +0,38 (-0,27) Mio. Euro).</p>							alt:		-																																																		
<p>⇒ Die Strategieumsetzung von AGO - Ausbau des Anlagenbetriebs und der Auslandsaktivitäten - war in den letzten Quartalen von Licht und Schatten geprägt. Contracting-Projekte in Deutschland wurden u.a. auf Grund der Konjunktursituation gestoppt bzw. aufgegeben. Darüber hinaus verzögern sich in Italien Contracting-Projekte wegen langwieriger Genehmigungsverfahren. Die Auslandsexpansion schreitet dagegen voran. In 2008 konnte in Südafrika ein Großauftrag akquiriert werden. Darüber hinaus wurde in Norwegen ein Kooperationsvertrag geschlossen.</p>							vom		-																																																		
<p>⇒ Wir sind unverändert von der Strategie und den Perspektiven des Unternehmens überzeugt. Die Probleme im Contracting-Bereich sind hauptsächlich auf externe Faktoren zurückzuführen, die nach unserer Einschätzung nur temporärer Natur sind. Durch das breite Produkt- und Dienstleistungsportfolio, das hohe Engineering-Know-how bei einem großen Technologiespektrum und nicht zuletzt durch das eigenentwickelte Klimaschutzprogramm ECo-Plus sehen wir Wettbewerbsvorteile für AGO.</p>							Kursziel (in Euro) (6 Monate)		5,50																																																		
<p>⇒ Wir haben unsere Schätzungen für 2009 erhöht und erwarten nun ein EpS von 0,23 (alt: 0,17) Euro. Auf Grund der Verzögerungen im Contracting-Geschäft haben wir dagegen unsere EpS-Prognose für 2010 auf 0,31 (alt: 0,34) Euro gesenkt.</p>							Kurs (Xetra) (in Euro)		3,90																																																		
<p>⇒ Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 5,50 (alt: 5,57) Euro ermittelt, woraus wir ein unverändertes Kursziel von 5,50 Euro ableiten. Bezogen auf unser Kursziel verfügt der AGO-Titel über ein Aufwärtspotenzial von über 40%. Wir bestätigen unser Kaufen-Votum.</p>							01.07.2009 09:43 Uhr		Kurspotenzial																																																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th>RL</th> <th>Gj</th> <th>Umsatz</th> <th>EBIT</th> <th>EBT</th> <th>JÜ</th> <th>EpS</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>IFRS</td> <td>2006</td> <td>33,9</td> <td>1,4</td> <td>1,3</td> <td>0,4</td> <td>0,47</td> </tr> <tr> <td>IFRS</td> <td>2007</td> <td>41,3</td> <td>-0,3</td> <td>-0,6</td> <td>-0,9</td> <td>-0,33</td> </tr> <tr> <td>IFRS</td> <td>2008</td> <td>36,7</td> <td>1,6</td> <td>1,0</td> <td>0,6</td> <td>0,16</td> </tr> <tr> <td>IFRS</td> <td>2009e</td> <td>42,6</td> <td>2,3</td> <td>1,5</td> <td>0,9</td> <td>0,23</td> </tr> <tr> <td>IFRS</td> <td>2010e</td> <td>48,0</td> <td>2,8</td> <td>2,0</td> <td>1,2</td> <td>0,31</td> </tr> <tr> <td colspan="2">CAGR 2006 - 2010e</td> <td>9,0%</td> <td>19,1%</td> <td>11,7%</td> <td>35,3%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>							RL	Gj	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	IFRS	2006	33,9	1,4	1,3	0,4	0,47	IFRS	2007	41,3	-0,3	-0,6	-0,9	-0,33	IFRS	2008	36,7	1,6	1,0	0,6	0,16	IFRS	2009e	42,6	2,3	1,5	0,9	0,23	IFRS	2010e	48,0	2,8	2,0	1,2	0,31	CAGR 2006 - 2010e		9,0%	19,1%	11,7%	35,3%		Unternehmensdaten		Land	
RL	Gj	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS																																																					
IFRS	2006	33,9	1,4	1,3	0,4	0,47																																																					
IFRS	2007	41,3	-0,3	-0,6	-0,9	-0,33																																																					
IFRS	2008	36,7	1,6	1,0	0,6	0,16																																																					
IFRS	2009e	42,6	2,3	1,5	0,9	0,23																																																					
IFRS	2010e	48,0	2,8	2,0	1,2	0,31																																																					
CAGR 2006 - 2010e		9,0%	19,1%	11,7%	35,3%																																																						
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen							GE		Erneuerbare Energien																																																		
							Branche		Entry Standard																																																		
							Segment		DE000A0LR415																																																		
							ISIN		AGYG.DE																																																		
							Reuters		AGY																																																		
							Bloomberg		www.ago.ag																																																		
							Internet																																																				
							Aktiendaten																																																				
							Aktienanzahl (in Mio. Stück)		4,000																																																		
							Freefloat		31,87%																																																		
							Marktkapitalisierung (in Mio Euro)		15,6																																																		
							∅ Tagesumsatz		696																																																		
							52W Hoch 03.09.2008		5,00 Euro																																																		
							52W Tief 22.01.2009		2,75 Euro																																																		
							Beta		1,29																																																		
							Volatilität (60 Tage)		66,35																																																		
							Bewertungsmultiplikatoren																																																				
							EV/Umsatz		EV/EBIT																																																		
							KGV		Div. Rendite																																																		
							2006		-																																																		
							2007		neg.																																																		
							2008		26,6																																																		
							2009e		16,6																																																		
							2010e		12,7																																																		
							Performance (in %)																																																				
							1M		3M																																																		
							6M		12M																																																		
							absolut		-15,0																																																		
							23,8		27,9																																																		
							relativ ggü.:		3,4																																																		
							DAX		-9,0																																																		
							13,5		30,6																																																		
							Entry Standard		-13,6																																																		
							-2,5		17,2																																																		
							30,7																																																				
							Index-Gewichtung																																																				
							Entry Standard		6,038%																																																		
							Jun 2007 Sep 2007 Dez 2007 Mrz 2008 Jun 2008 Sep 2008 Dez 2008 Mrz 2009 Jun 2009																																																				
							10,00 9,00 8,00 7,00 6,00 5,00 4,00 3,00 2,00																																																				
							Jun 2007 Sep 2007 Dez 2007 Mrz 2008 Jun 2008 Sep 2008 Dez 2008 Mrz 2009 Jun 2009																																																				
							Ersteller: S. Diermeier (Analyst)																																																				

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

STÄRKEN

- **Breites Produkt- und Dienstleistungsspektrum**
- **Hohe Anpassungsfähigkeit an sich ändernde Markttrends**
- **Ganzheitliches Geschäftsmodell ("Service aus einer Hand") reduziert Koordinationskosten und ermöglicht eine schnelle Umsetzung der Projekte**
- **Hoch qualifiziertes Management mit langjähriger Branchenerfahrung im Energieanlagenbau**
- **Langjährige Kundenbeziehungen**

CHANCEN

- **Zunehmende Sensibilisierung der Bevölkerung in Bezug auf den Klimawandel und Reduktion der CO₂-Emissionen und deren Folgen. Steigende Nachfrage nach Erneuerbaren Energien (u.a. Biomasse)**
- **Verknappung des Angebots/Erhöhung der Preise für konventionelle Energieträger (Öl und Gas)**
- **Auf europäischer wie nationaler Ebene wirkt regulatorisches Umfeld katalytisch und schafft EU-weiten Wachstumsmarkt für erneuerbare Energien**
- **Expansion ins Ausland/zunehmende Internationalisierung**
- **Verstetigung des Cashflows und Verbesserung der Profitabilität durch den Ausbau des Anlagenbetriebs**

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

SCHWÄCHEN

- **Kleines Unternehmen, wodurch der Erfolg maßgeblich von wenigen Personen in Schlüsselpositionen abhängig ist**
- **Vielseitigkeit des Produktangebotes erfordert stets aktuelle Produkt- und Qualitätsstandards, die auf Grund geringer personeller Ressourcen und finanzieller Ausstattung nicht garantiert sein könnten**
- **Abhängig von der Marktentwicklung und den Preisen für nachwachsende Rohstoffe, welches die Wirtschaftlichkeit von Energieanlagen beeinflusst**
- **Markt für Erneuerbare Energien bei der Stromerzeugung derzeit noch von staatlichen Zuschüssen und Förderungen abhängig**
- **Keine langfristigen Rahmenverträge zur Belieferung von Anlagenkomponenten. Der Bezug erfolgt über Einzelverträge. Somit besteht eine ökonomische Anfälligkeit bei Veränderungen in AGO's Beschaffungsmärkten**

RISIKEN

- **Erfolg abhängig vom politischen Sentiment auf nationaler wie europäischer Ebene**
- **Rückgang/Streichung von Zuschüssen/Förderungen wirken auf der operativen Seite negativ**
- **Hohe rechtliche Risiken (Baugenehmigungsverfahren, immissionsrechtliche Verfahren, Gewährleistungs-/Produkthaftungsrisiken, Schadenersatzansprüche, etc.)**
- **Zukünftig hohe Wettbewerbsintensität erwartet. Bei Eintritt dominanter Energieversorgungsunternehmen in den Markt Verdrängungswettbewerb möglich**
- **Insolvenz von Contracting-Partnern könnte zu Umsatzausfällen führen**

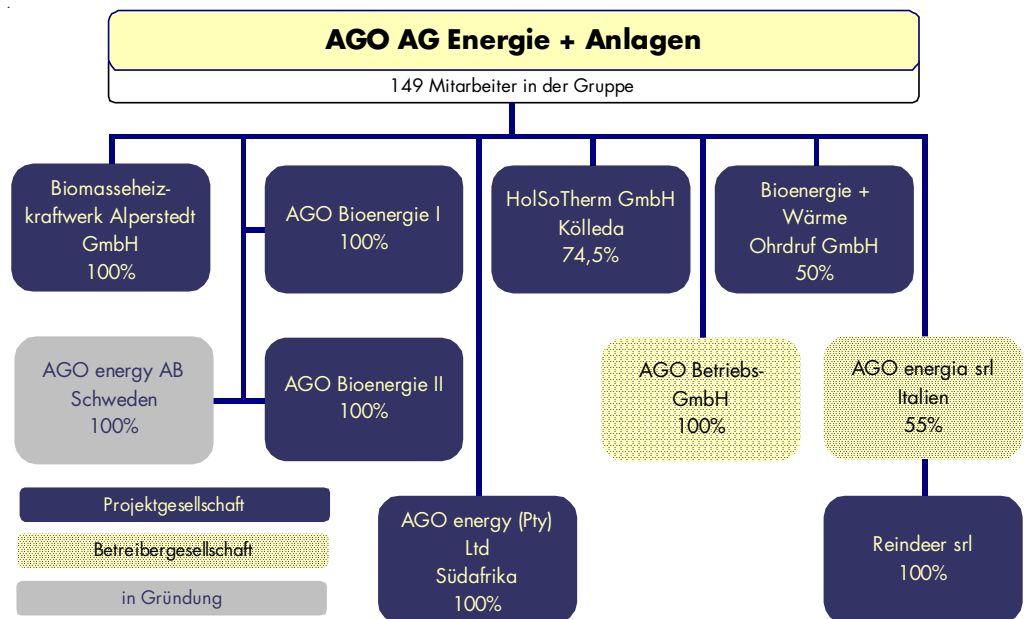
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Unternehmensprofil

Full-Service-Anbieter im Bereich Energieversorgungsanlagen

Kurzprofil

Bei der in Kulmbach ansässigen AGO AG Energie + Anlagen und ihren Tochtergesellschaften ("AGO"; "AGO-Konzern") handelt es sich um einen Full-Service-Dienstleister für dezentrale Energieversorgungsanlagen. Seit 1980 hat das Unternehmen insgesamt über 2.000 Energieprojekte auf Basis verschiedener Technologien realisiert. Zielgruppe von AGO sind neben industriellen vor allem kommunale Kunden. Regionaler Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit ist noch Deutschland. Zum 31.03.2009 zählte der AGO-Konzern 149 Mitarbeiter.



Quelle: AGO AG Energie + Anlagen

Management und Aufsichtsrat

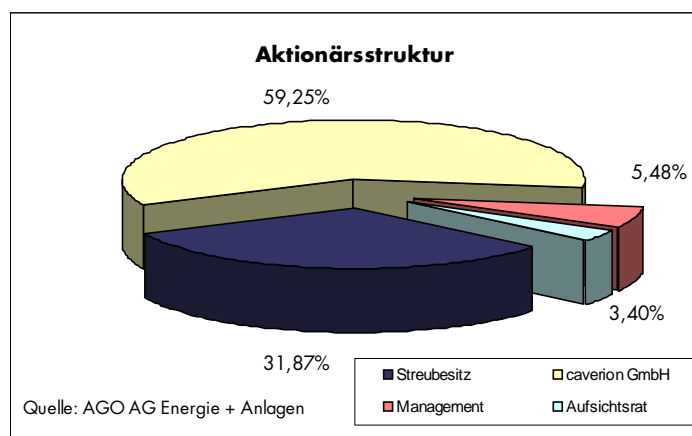
Erfahrenes Management

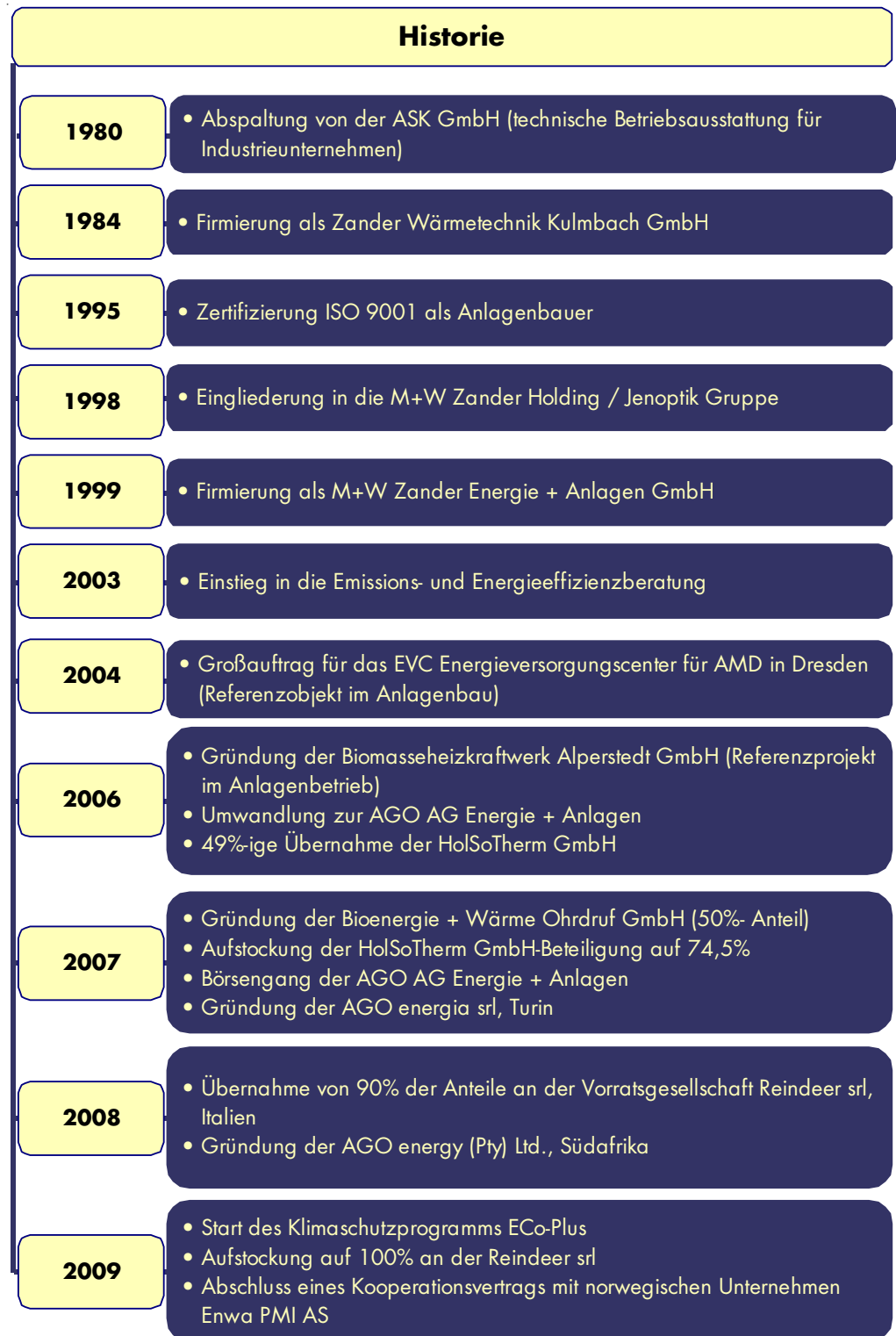
Der Vorstand der AGO AG setzt sich derzeit aus zwei Mitgliedern zusammen, Herrn Ulrich Gruber (Vorstandssprecher und CFO) und Herrn Helmut Peetz (COO). Herr Gruber verantwortet die Bereiche strategische Unternehmensplanung und Beteiligungen, Steuern, Finanzen, Controlling und Immobilien, Personal, Datenverarbeitung, Investor und Public Relations, Risikomanagement, zentrales Marketing sowie Corporate Governance. Herr Peetz obliegt als technischem Vorstand die Verantwortung für die Bereiche Beratung, Projektentwicklung-/umsetzung, Betrieb und Service, Vertrieb, Umwelt- und Qualitätsmanagement, Datenschutz und Revision. Der Aufsichtsrat der Gesellschaft besteht aus sechs branchenerfahrenen Mitgliedern. Er setzt sich aus Steffen Pfund (Vorsitzender), Dr. Klaus Hermsdorf, Johannes Eismann, Prof. Dr. Eckhard Dinjus, Franz Brosch und Harald Petersen zusammen.

Hauptaktionär ist caverion mit einem Anteil von rd. 59%

Aktienkapital/Aktionärsstruktur

Die AGO AG Energie + Anlagen ist seit dem 28.06.2007 börsennotiert. Der Emissionspreis lag bei 7,00 Euro je Aktie, die Erstnotiz bei 7,50 Euro. Die Aktien der Gesellschaft sind im Entry Standard/Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet. Das Grundkapital der Gesellschaft setzt sich aus 4 Mio. Aktien zu einem Nennbetrag von je 1,00 Euro zusammen und beläuft sich somit auf 4 Mio. Euro. Hauptaktionär der Gesellschaft ist die caverion GmbH (vormals: M+W Zander Gebäudetechnik GmbH) mit einem Anteil von 59,25% (vor dem Börsengang: 92,60%). Die in Stuttgart ansässige caverion GmbH ist einer der europaweit führenden Spezialisten für Anlagenbau- und Gebäudetechnik. Das Management hält 5,48% und der Aufsichtsrat 3,40% der AGO-Anteile. Die restlichen Aktien (31,87%) befinden sich im Streubesitz.





Quelle: AGO AG Energie + Anlagen

Geschäftstätigkeit / Geschäftsbereiche

Breitgefächertes Dienstleistungs- und Produktportfolio

AGO bietet ein breites Spektrum an Leistungen rund um das Thema dezentrale Energieversorgungsanlagen aller Größen- und Leistungsklassen auf Basis fossiler und regenerativer Energieträger für die Lieferung von Wärme, Kälte, Dampf, Druckluft und Strom sowohl für Industrieunternehmen als auch Kommunen an. AGO operiert entlang der gesamten Wertschöpfungskette und kann somit seinen Kunden integrierte Komplettlösungen anbieten. Kernkompetenz der Unternehmensgruppe stellt das Engineering - Verknüpfung von verschiedenen Technologien - dar. AGO hat seit 1980 insgesamt über 2.000 Energieprojekte auf Basis verschiedener Technologien, wie Biomasseheiz(kraft)werke, Heizkessel, Blockheizkraftwerke, Kompressions- und Absorptionskälteanlagen (Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung) realisiert. Das Leistungsspektrum erstreckt sich vornehmlich auf die drei Geschäftsbereiche Projektentwicklung / Umsetzung, Anlagenbetrieb sowie Service & Beratung. Abgerundet wird das Leistungsspektrum durch Standortstudien und -entwicklungen, Energieeffizienzberatungen, Roh- und Brennstoffmanagement sowie Emissionshandelsmanagement.

AGO AG Energie + Anlagen: Säulen des Geschäftsmodells		
Projektentwicklung und Umsetzung	Anlagenbetrieb	Service und Beratung
<ul style="list-style-type: none"> - Biomasse(heiz)kraftwerke - Wärmetechnischer Anlagenbau - Kältetechnischer Anlagenbau - Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung - Contracting 	<ul style="list-style-type: none"> - Externer Anlagenbetrieb - Rohstoff-/Brennstoffmanagement - Verfügbarkeitsanalyse - Wärme- und Kältebedarfsanalyse - Langfristige Verträge - Rohstofflogistik 	<ul style="list-style-type: none"> - Inspektion und Wartung - Standortstudien und -entwicklung - Energieeffizienzberatung - Emissionshandelsmanagement

Quelle: AGO AG Energie + Anlagen

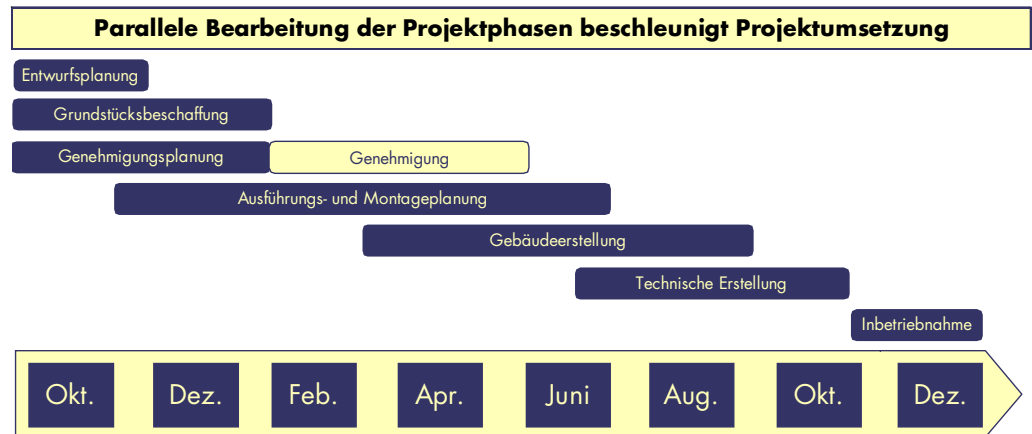
Konzeption und Bau von Energieversorgungsanlagen

Geschäftsbereich: Projektentwicklung / Umsetzung

Im Geschäftsbereich Projektentwicklung & Umsetzung, den umsatzstärksten der Unternehmensgruppe (Umsatzanteil 2008: 65,2%), realisiert AGO dezentrale Energieerzeugungsanlagen für seine Kunden. Das Unternehmen ist hier international tätig. Schwerpunkt ist aber noch Deutschland. Dabei übernimmt AGO für seine Kunden Aufgaben von der Entwicklung und Planung über die Finanzierung bis zur Errichtung. Das Unternehmen verfolgt einen integrierten Planungsansatz, wodurch nach Angaben von AGO eine Zeiterparnis von 6 bis 12 Monaten gegenüber der üblichen Projektentwicklung sowie eine hohe Kostenersparnis für den Kunden erreicht wird. Das Unternehmen agiert dabei herstellernabhängig. Dies bedeutet, dass die einzelnen Komponenten der Energieversorgungsanlagen von verschiedenen Lieferanten bezogen werden. Bei der Errichtung der entsprechenden Energiezentrale greift AGO auf Subunternehmen zurück.

Die Dienstleistungen werden von AGO auch auf dem Wege des "Contracting" angeboten. Im Rahmen des "Contracting" entwickelt, plant, baut, finanziert und betreibt AGO in eigener unternehmerischer Verantwortung Energieversorgungsanlagen und verkauft die Energie an ihre Kunden.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**



Quelle: AGO AG Energie + Anlagen

AGO als Betreibergesellschaft

Geschäftsbereich: Anlagenbetrieb

Den Geschäftsbereich Anlagenbetrieb hat AGO zu seinem Wachstumstreiber erklärt. Im Anlagenbetrieb vereint AGO sämtliche Geschäftstätigkeiten, die mittelbar oder unmittelbar in Zusammenhang mit dem Betrieb einer Energieversorgungsanlage stehen. Neben der Übernahme von Instandhaltungs- und Wartungsarbeiten übernimmt AGO in erster Linie das Rohstoff- und Brennstoffmanagement. Dies umfasst umfangreiche Verfügbarkeits- und Wärmebedarfsanalysen vor Beginn des Projekts, in der Fragen wie entsprechende Auslastung, fortlaufende Logistik, Lagerhaltung sowie Qualitätssicherung des biogenen Brennstoffes erörtert werden. Ebenfalls im Geschäftsbereich Anlagenbetrieb sind die Erstellung von Standortstudien und Standortentwicklungsstudien sowie die Beratung und weitere Dienstleistungen im Emissionshandel angesiedelt. Industrieunternehmen werden durch das Contracting von Aktivitäten (Energieerzeugung; Instandhaltungsmaßnahmen und Wartung der Energiezentrale), die in der Regel nicht zu ihrem Kerngeschäft gehören, entlastet. Darüber hinaus könnte die Pflicht zur Teilnahme am Emissionshandel durch das "Outsourcing" entfallen. AGO betreibt als Referenzobjekte für den Geschäftsbereich Anlagenbetrieb, das Biomasseheizwerk Köllda, das seit 2002 das Motorenwerk von Daimler in Köllda mit Wärme versorgt, sowie das Biomasseheizkraftwerk Alperstedt.

Service für eigen- und fremderrichtete Anlagen

Service & Beratung

Im Geschäftsbereich Service & Beratung bietet die AGO die Instandhaltung und Wartung von Energieversorgungsanlagen an. Der Service betrifft nicht nur die von AGO selbst errichteten Anlagen, sondern auch in einem erheblichem Umfang fremderrichtete Anlagen. Der Kundendienst der AGO besteht derzeit aus ca. 30 Mitarbeitern und ist an 365 Tagen im Jahr 24 Stunden täglich erreichbar. Als weitere Dienstleistung berät AGO seine Kunden in sämtlichen Energiefragen, wie z.B. beim Thema Energieeffizienz. Zusätzlich dazu erstellt AGO Energiestudien. Hierbei werden u.a. die beim Kunden verwendeten Technologien analysiert und Machbarkeitsstudien für alternative Konzepte erstellt. Des Weiteren unterstützt AGO seine Kunden bei Fragen zum Emissionsausstoß und Emissionszertifikatehandel. Wir sehen den Bereich Service & Beratung, der nach unserer Einschätzung einen bedeutenden Bestandteil des Geschäftsmodells der AGO darstellt, als wichtiges Instrument der Kundenakquise an.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

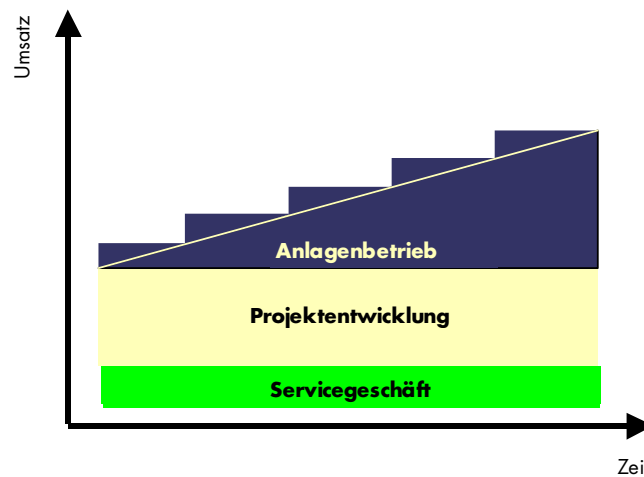
Strategie

Die von AGO verfolgte Strategie beinhaltet zwei Kernpunkte. Zum einen will das Unternehmen organisch durch den Ausbau des Geschäftsbereichs Anlagenbetrieb mit dem Schwerpunkt Biomasse wachsen. Zum anderen sollen die Geschäftsaktivitäten stärker internationalisiert werden.

Umsatzwachstum / Ertragssteigerung durch Anlagenbetrieb geplant

Wachstum aus dem Anlagenbetrieb mit dem Schwerpunkt Biomasse

Das zukünftige Umsatz- und Ergebniswachstum der Unternehmensgruppe will AGO hauptsächlich durch den Ausbau des Anlagenbetriebs mit dem Schwerpunkt Biomasse generieren. Im Geschäftsjahr 2008 ist der Umsatz des Bereichs Anlagenbetrieb um 79,0% auf 4,36 (2,44) Mio. Euro gestiegen. Gleichzeitig erhöhte sich der Umsatzanteil des Anlagenbetriebs am Gesamtumsatz des Konzerns auf 11,9% nach 5,9% in 2007. Nach unserer Einschätzung werden die verstärkten staatlichen Förderungsmaßnahmen hinsichtlich Erneuerbarer Energien, die tendenziell steigenden Preise für fossile Energieträger sowie die bestehenden Eigenkapitalvorschriften (Basel II) die Nachfrage nach Energieversorgungsanlagen, die mit Erneuerbaren Energien betrieben werden, sowie nach den von AGO offerierten Contracting-Lösungen erhöhen.



Quelle: AGO AG Energie + Anlagen

3 bis 4 Contracting-Anlagen pro Jahr in Deutschland geplant

Gegenwärtig ist AGO allein in Deutschland im Rahmen des Anlagenbetriebs durch das Biomasseheizwerk Kölldeda und das Biomasseheizkraftwerk Alperstedt tätig. Als zweiten Markt für den Anlagenbetrieb hat AGO Italien auserkoren. Chancen auf Contracting-Verträge bestehen auch in Norwegen. Regionale Schwerpunkte des Anlagenbetriebs in Deutschland sind Bayern, Baden-Württemberg und Thüringen, da hier die Voraussetzung für Biomasse, d.h. eine entsprechende Rohstoffverfügbarkeit am ehesten gewährleistet ist. Eine von AGO in Auftrag gegebene Studie hat in diesen drei Bundesländern rund 400 potenzielle Kunden für Biomasseheiz(kraft)werke ermittelt. AGO hat sich zum Ziel gesetzt, in Deutschland jährlich drei bis vier Contracting-Anlagen mit einer Leistung zwischen 2 und 20 MW_{th} zu realisieren. Das geplante Wachstum im Anlagenbetrieb und der damit einhergehende steigende Biomassebedarf hat AGO bzw. die Tochter HolSoTherm durch verschiedene Verträge bezüglich Holzlieferungen abgesichert.

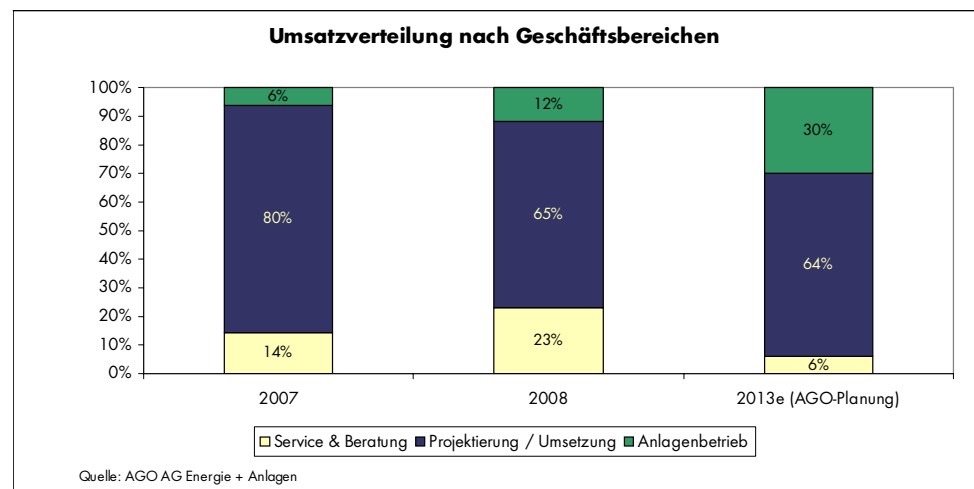
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

**Klimaschutzprogramm
ECo-Plus**

Einen wichtigen Stützpfeiler bei dem angestrebten Wachstum im Anlagenbetrieb mit Schwerpunkt Biomasse sehen wir in den von AGO initiierten Klimaschutzprogramm ECo-Plus. Als erster Contractor in Deutschland hat das Unternehmen ein Joint Implementation Projekt mit alleinigem Fokus auf Biomassenutzung entwickelt. AGO will im Rahmen von ECo-Plus vor allem mittelständische Unternehmen aus Deutschland mit ökologischen und ökonomischen Argumenten davon überzeugen, ihre Energieerzeugung von fossilen auf regenerative Energien umzustellen. Das Klimaschutzprogramm zielt auf Energieerzeugungsanlagen mit einer thermischen Leistung von 400 KW bis 19,9 MW ab. Durch die Umstellung können die CO₂-Emissionen verringert werden und gleichzeitig Emissionszertifikate generiert werden, die dann veräußert werden können. AGO beabsichtigt, bis zum Ende der zweiten EU-Emissionshandelsperiode (Jahr 2012) ca. 13 Projekte im Rahmen des Klimaschutzprogramms ECo-Plus zu realisieren.

Mobile Contracting-Anlagen

Um die Contracting-Aktivitäten zusätzlich zu beleben, bietet AGO ein mobiles Biomasse-Heizwerk an. Dieses verfügt über eine maximale Nennwertleistung von 4 MWth bzw. drei Tonnen Satteldampf je Stunde. Vorteil dieser mobilen Biomasse-Heizwerke ist die schnelle Installation bzw. der Abbau für einen anderen Einsatzort. Hierdurch ist es AGO möglich, sich einen größeren Kundenkreis zu erschließen, weil die Contracting-Laufzeit von den bisher üblichen 10 bis 15 Jahren auf 5 Jahre reduziert werden kann. Insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten ist zu beobachten, dass Unternehmen zurückhaltend bezüglich Verträgen mit langfristigen Zahlungsverpflichtungen sind. Durch die kürzere Laufzeit der Contracting-Verträge erhalten die Kunden zudem Flexibilität bezüglich ihrer mittelfristigen Standortplanung.



**Geschäftsentwicklung wird
plan- und skalierbarer,
aber auch kapitalintensiver**

Aus der verstärkten Ausrichtung auf den Anlagenbetrieb ergeben sich mehrere Konsequenzen für AGO. Das Geschäftsmodell erhält eine höhere Planbar- und Skalierbarkeit. Dies wird u.a. durch die im Anlagenbetrieb üblichen langfristigen Energieversorgungsverträge, die in der Regel mit einer Laufzeit von 5 bis 15 Jahren ausgestattet sind, erreicht. Im Gegensatz zu dem Geschäftsbereich Projektierung / Umsetzung, wo die Erlöse Jahr für Jahr neu akquiriert werden müssen, ist der Anlagenbetrieb durch einen kontinuierlichen jährlichen Einnahmenstrom entsprechend der Laufzeit der Verträge gekennzeichnet. AGO strebt für das Jahr 2013 an, 30% der Konzernumsätze im Bereich Anlagenbetrieb zu erwirtschaften (2008: 12%). Durch den zu erwartenden steigenden Umsatzanteil des Anlagenbetriebs bei gleichzeitigem Absinken des Anteils der Projektentwicklung / Umsetzung erwarten wir auch eine deutliche Verbesserung der Ertragssituation des Unternehmens, da

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

im Anlagenbetrieb mit höheren Gewinnmargen zu rechnen ist. Durch den Ausbau des Anlagenbetriebs erhöht sich die Kapitalintensität des Geschäftsmodells bzw. der Kapitalbedarf von AGO. Daher wird bei größeren Projekten, was vor allem Italien betrifft, verstärkt mit Partnern zusammen gearbeitet. AGO wird dann vornehmlich Minderheitsbeteiligungen bei den Betreibergesellschaften halten. Durch den Anlagenbetrieb erhöht sich auch das Exposure bezüglich Zahlungsausfällen bei den Contracting-Partnern.

Rückschläge und Verzögerungen bei Contracting-Projekten

Die von der Hypotheken- und Finanzkrise ausgelöste weltweit ausgeprägte Konjunkturschwäche hat einen negativen Einfluss auf die Strategieumsetzung von AGO in Deutschland. Darüber hinaus haben die gesunkenen Preise der fossilen Energieträger infolge der globalen Rezession die Investitionsbereitschaft in regenerative Energien vorerst gedämpft. Die drei nach dem Börsengang Mitte 2007 akquirierten Contracting-Projekte sind gestoppt (Erfurt/Gotha, Oberfranken) bzw. vollständig aufgegeben (Gierstädt). Bei den beiden gestoppten Projekten waren Automobilzulieferer, die von der Wirtschaftsschwäche überproportional betroffen sind, die Contracting-Partner. Zwar verfügt AGO beim Biomasse-Contracting in Deutschland über eine Pipeline von acht Projekten. Vor dem Hintergrund der gegenwärtig schwierigen Wirtschaftslage und der mit Contracting verbundenen langfristigen Zahlungsverpflichtungen besteht bisher bei den potenziellen Partnern eine starke Zurückhaltung bezüglich einer Vertragsunterzeichnung. In Italien bleibt die Entwicklung des Contracting ebenfalls hinter den ursprünglichen Planungen von AGO zurück. Verantwortlich hierfür sind aber anders als in Deutschland insbesondere die äußerst langwierigen Genehmigungsverfahren.

Norwegen als weiterer Auslandsmarkt identifiziert

Ausweitung der Geschäftsaktivitäten im Ausland

Der zweite Kernpunkt der AGO-Strategie ist die Forcierung der Auslandsaktivitäten. AGO ist bereits seit längerem im Ausland aktiv. Die bisherigen Aktivitäten "beschränkten" sich dort auf Beratung, Planung und den Anlagenbau. So war bzw. ist das Unternehmen in Malaysia, Südafrika, USA, Russland, Rumänien, Dubai (VAE) und Griechenland tätig. In der griechischen Stadt Serres wurden im Geschäftsjahr 2007 von AGO vier Blockheizkraftwerke gebaut. Nachdem AGO Mitte 2008 von der Brauerei Heineken South Africa einen Turnkey-Auftrag erhalten hat, wurde in Südafrika die 100%ige Tochter AGO energy (Pty) Ltd. (September 2008) gegründet. Diese hat zur Aufgabe, Energieversorgungsanlagen in (Süd-) Afrika zu planen und zu errichten. Der Fokus liegt dabei auf Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung und Energieeffizienzprodukten für die mittelständische Industrie. AGO hat sich zum Ziel gesetzt, mit der südafrikanischen Tochtergesellschaft Energieprojekte mit einem Volumen von bis zu 5 Mio. Euro pro Jahr zu realisieren. Darüber hinaus ist AGO dabei, in den norwegischen Markt einzusteigen. Hierzu hat das Unternehmen mit der norwegischen Enwa PMI AS einen Kooperationsvertrag geschlossen. Hauptfokus in Norwegen soll auf Wärmepumpen und Biomasseheizwerken für die Industrie und Kommunen liegen. AGO wird dabei die Engineering-Leistungen übernehmen. In Norwegen sind nach Unternehmensangaben häufig Contractingmodelle erwünscht. Erklärtes Ziel von AGO ist es, in den nächsten drei bis fünf Jahren mehrere Energieprojekte mit einem jährlichen Gesamtvolumen von 5,0 Mio. Euro in Norwegen umzusetzen.

Italien ist der erste Auslandsmarkt, in dem AGO die Energieversorgungsanlagen, die für die Kunden konzipiert und errichtet wurden, auch selbst im Rahmen von Contracting-Verträgen betreiben will. Im Januar 2008 hat AGO die Tochtergesellschaft AGO energia srl mit Sitz in Turin gegründet. AGO hält 55% an der Gesellschaft. Die restlichen Anteile werden von Roberto Sacco und Paolo Gioia gehalten. Roberto Sacco hat die Geschäftsführung

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Italien als erster ausländischer Zielmarkt für Contracting-Projekte

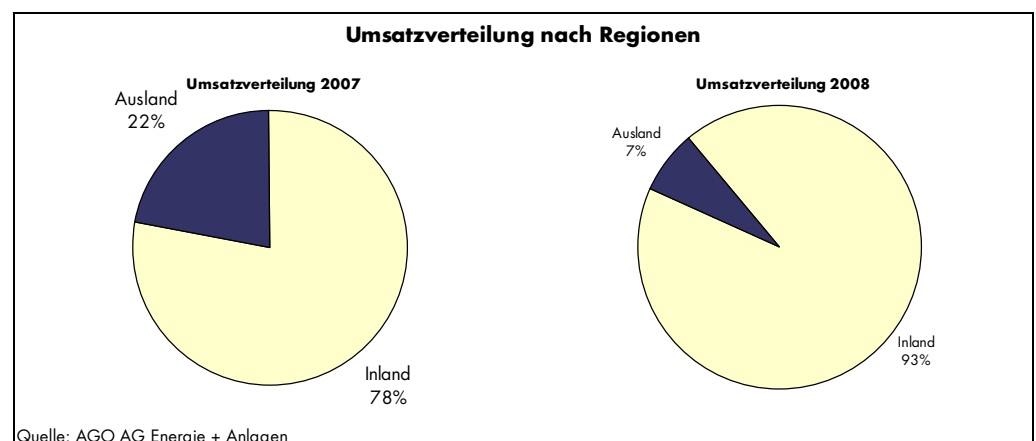
der AGO energia inne. Zur Erschließung des italienischen Marktes wurde eine Kooperation mit der Pro Ambiente sr. geschlossen. Bei Pro Ambiente handelt es sich nach Angaben von AGO um einen Planer von Biomasseheiz(kraft)werken mit einer langjährig etablierten und breit aufgestellten Vertriebsstruktur. Der italienische Markt ist aus mehreren Gründen für AGO interessant. So ist der italienische Strommarkt durch einen chronischen Angebotsdefizit gekennzeichnet. Das Land muss einen erheblichen Teil des Stromverbrauchs durch Importe abdecken. Zudem ist Italien bestrebt, den Anteil Erneuerbarer Energien von 7% auf 22% bis zum Jahr 2012 zu erhöhen. Zur Zielerreichung wurden die Fördermaßnahmen für Erneuerbare Energien novelliert. Die Förderung der Stromerzeugung aus Biomasse ist wesentlich attraktiver gestaltet als in Deutschland. Darüber hinaus bietet Norditalien ein hohes Kundenpotenzial. Eine von AGO in Auftrag gegebene Studie hat ergeben, dass in Norditalien über 500.000 Industrieunternehmen ansässig sind.

Anlagenbetrieb in Italien startet wahrscheinlich erst 2011

AGO plant nun ab dem Jahr 2010 (ursprünglich: 2009) mit dem Anlagenbau in Italien zu beginnen. Ab dem Jahr 2011 wird das Unternehmen den Betrieb der ersten Anlage in Italien aufnehmen. Hierzu hat AGO 100% an der Vorratsgesellschaft Reindeer srl erworben. Reindeer wird ein von AGO errichtetes Biomasseheizkraftwerk (6 MWth, 1 MWe) betreiben. Die Vertragslaufzeit beträgt 15 Jahre. Der jährliche Umsatz aus der Strom- und Wärmelieferung soll 2,6 Mio. Euro erreichen. Insgesamt sehen die Planungen von AGO vor, 6 bis 10 Mio. Euro in Italien pro Jahr zu investieren. Aus dem Anlagenbetrieb sind jährliche Umsätze von 3 bis 4 Mio. Euro je Anlage kalkuliert. Der Fokus liegt dabei auf mittelgroßen Anlagen mit einer Leistung von 1 MWe und 3 bis 4 MWth. Damit versucht AGO die Konkurrenz von großen und kleineren Unternehmen zu meiden. Für das Jahr 2014 wird der Verkauf/Betrieb von zehn Biomasseheiz(kraft)werken angestrebt. In Italien befindet sich ein Biomasseheizkraftwerk-Projekt in der Umsetzung (Reindeer). Zudem befinden sich neun Projekte in der Pipeline. Insgesamt befinden sich davon 7 (inkl. Reindeer) in unterschiedlichen Phasen des Genehmigungsprozesses.

Auslandsgrößprojekt wiederholt sich in 2008 nicht

Bei einem rückläufigen Gesamtumsatz 2008 (-11,2%), stiegen die Inlandserlöse um 6,1% auf 34,07 (32,11) Mio. Euro. Entsprechend erhöhte sich der Inlandsanteil von 78% in 2007 auf 93% in 2008. Währenddessen ging der Auslandsumsatz um 71,6% auf 2,63 (9,24) Mio. Euro zurück. Hintergrund dieser Entwicklung ist, dass im Jahr 2007 im Ausland ein Großprojekt (Griechenland) realisiert wurde, was sich im abgelaufenen Geschäftsjahr nicht wiederholte.



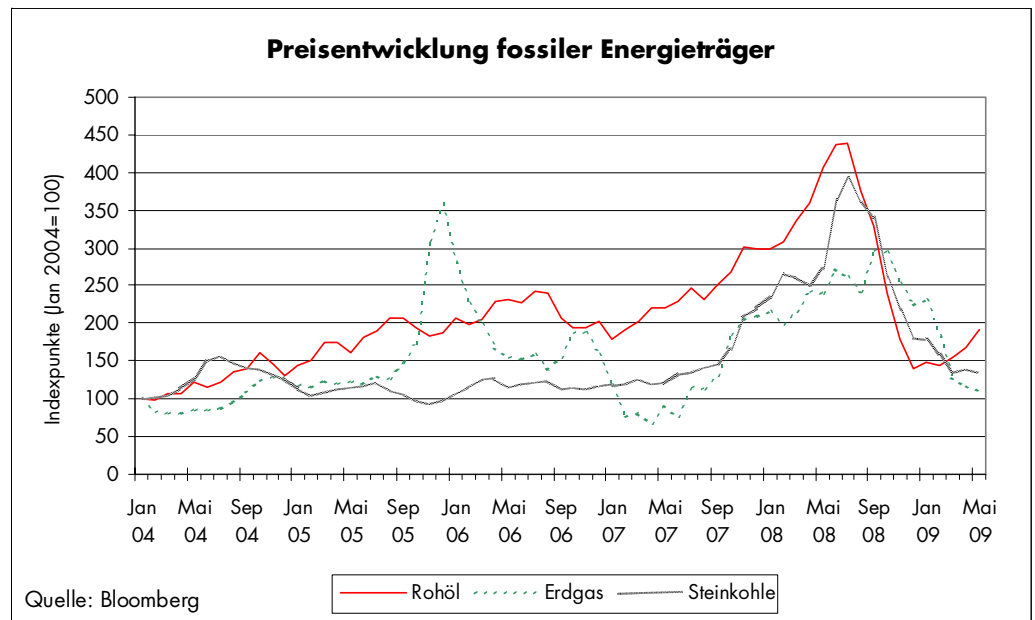
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Branchen- und Marktumfeld

Steigende Energienachfrage und Preise

Weltweite Energienachfrage und Erneuerbare Energien

Die weltweite Energienachfrage wird nach übereinstimmender Ansicht bis zum Jahr 2030 insbesondere getrieben durch die Entwicklungsländer, wie China und Indien zwischen 1% und 2% pro Jahr weiter steigen. Dabei wird sich das Energieangebot insbesondere für die Primärenergieträger Erdöl und Erdgas immer stärker auf Länder/Regionen konzentrieren, die unter geopolitischen Aspekten als problematisch einzustufen sind. Aus dieser Konstellation wird ein Anstieg der Preise für fossile Energieträger - ungeachtet der Finanzkrise sowie der ausgeprägten weltweiten Konjunkturschwäche - sowie eine zunehmende Importabhängigkeit rohstoffarmer Länder resultieren. Darüber hinaus hat der zunehmende globale Energieverbrauch bei einem unveränderten Energiemix einen weiteren Anstieg der Treibhausmissionen zur Folge, was entsprechende Klima- und Umweltveränderungen nach sich zieht. Hierdurch entstehen jedes Jahr volkswirtschaftliche Schäden in Milliardenhöhe, Tendenz steigend.



EEG hat kaum Bedeutung für AGO

Regulatorisches Umfeld für Erneuerbare Energien in Deutschland

In Reaktion auf die steigenden Preise für endliche Energieträger und Klima- und Umweltaspekte hat in den wichtigsten Volkswirtschaften das verstärkte Fördern von Erneuerbaren Energien eingesetzt. Die durch das Kyoto-Protokoll vereinbarte Reduzierung der Treibhausmissionen wurde in die Definierung von Zielen für den Anteil Erneuerbarer Energien an der Energiegewinnung/-verbrauch transformiert. Zur Erreichung der Ziele wurde in Deutschland für den Strommarkt das Erneuerbare Energien Gesetz (EEG) geschaffen. Es wurde im Jahr 2000 eingeführt und löste damit das Stromeinspeisegesetz ab. Im Jahr 2004 wurde das EEG das erste Mal novelliert. Anfang Juni 2008 hat der Bundestag eine erneute EEG-Novelle, die am 01.01.2009 in Kraft getreten ist, verabschiedet. Allerdings ist es für AGO auf Grund der Fördergegebenheiten weiterhin attraktiver in Verstromungsanlagen auf Basis von Biomasse in Italien als hierzulande zu investieren.

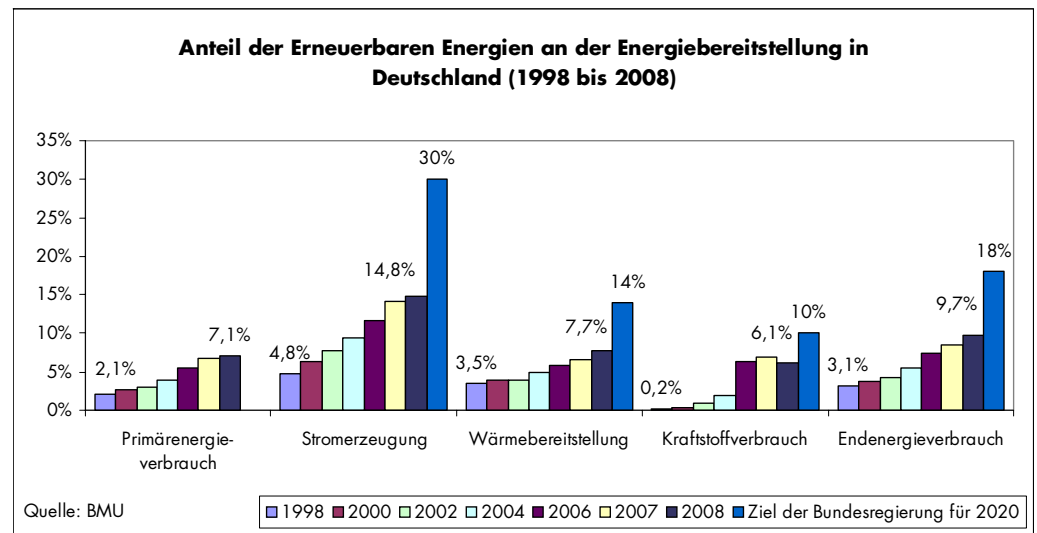
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Interessant für die Bioenergie ist in Deutschland insbesondere der Wärmemarkt. Hier ist Biomasse auch ohne staatliche Fördermaßnahmen gegenüber fossilen Energieträgern konkurrenzfähig. Aus diesem Sachverhalt erklärt sich u.a. auch die Tatsache, dass Biomasse unter den Erneuerbaren Energien einen wesentlich größeren Anteil am Wärmemarkt als am Strommarkt hat. Die Bundesregierung will den Erneuerbaren Energien auch auf dem Wärmemarkt endgültig zum Durchbruch verhelfen. Hierzu hat sie ein Pendant zum EEG und zwar das EEWärmeG initiiert. Hierdurch soll der Anteil der Erneuerbaren Energien am Wärmeverbrauch von 6,6% im Jahr 2007 auf 14% im Jahr 2020 erhöht werden. Das Gesetz sieht eine Pflicht zur anteiligen Nutzung von Erneuerbaren Energien zur Deckung des Wärmebedarfs für Gebäude vor, deren Fertigstellung nach dem 31.12.2008 erfolgt. Im Rahmen des EEWärmeG sind jährliche Fördergelder in Höhe von 500 Mio. Euro für den Zeitraum 2009 bis 2012 vorgesehen.

Bedeutung der Erneuerbaren Energien nimmt zu

Die Bedeutung der Erneuerbaren Energien in Deutschland

Die Erneuerbaren Energien haben in den vergangenen Jahren in allen Bereichen (Primärenergieverbrauch, Stromerzeugung, Wärmebereitstellung, Kraftstoffverbrauch, Endenergieverbrauch) kontinuierlich an Bedeutung gewonnen. Insbesondere bei der Stromerzeugung und beim Kraftstoffverbrauch konnten signifikante Zuwächse erzielt werden, was auf die speziellen Förderprogramme (EEG, EEWärmeG, Kraftstoffquotengesetz) für diese beiden Bereiche zurückzuführen ist. Dennoch sind die Abstände zwischen den aktuellen Anteilen der Erneuerbaren Energien und den von der Bundesregierung verfolgten Zielen für das Jahr 2020 (Stromgewinnung: 30%; Wärmeleistung: 14%; Endenergieverbrauch: 18%) noch beträchtlich.

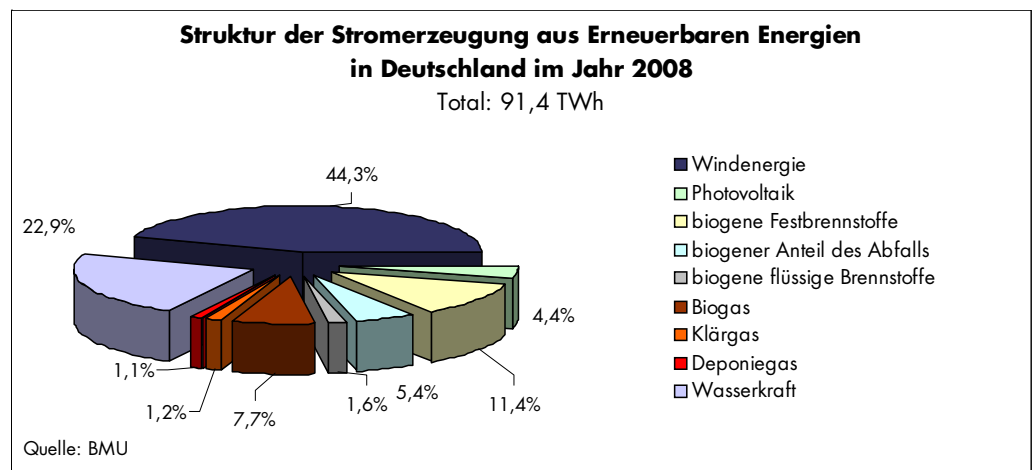
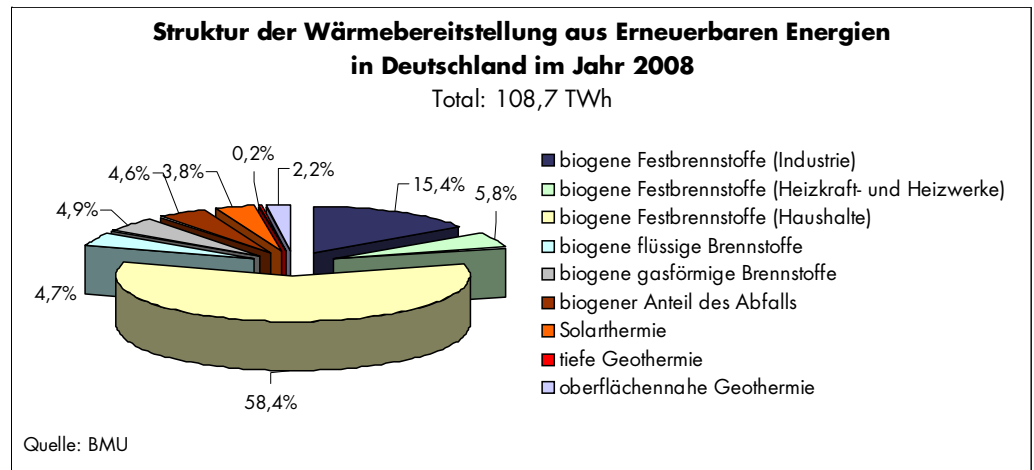


¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Biomasse vielseitig einsetzbar

Die Bedeutung und Entwicklung der Biomasse in Deutschland

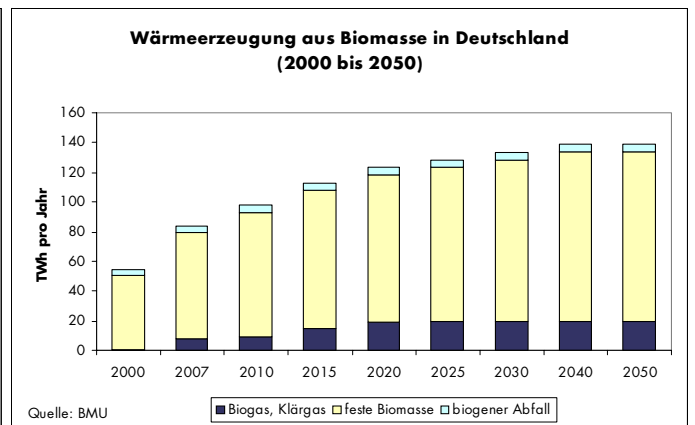
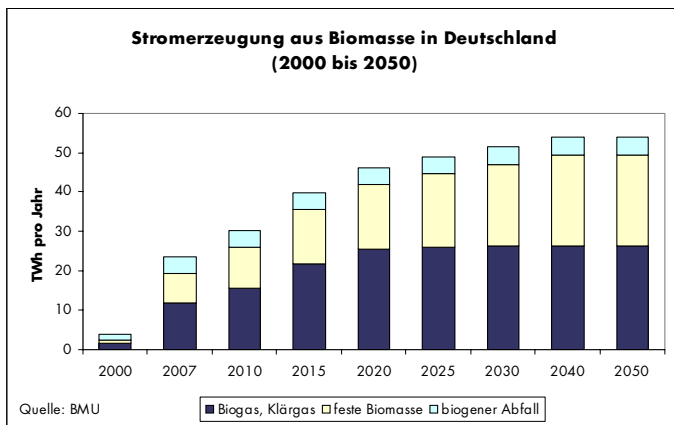
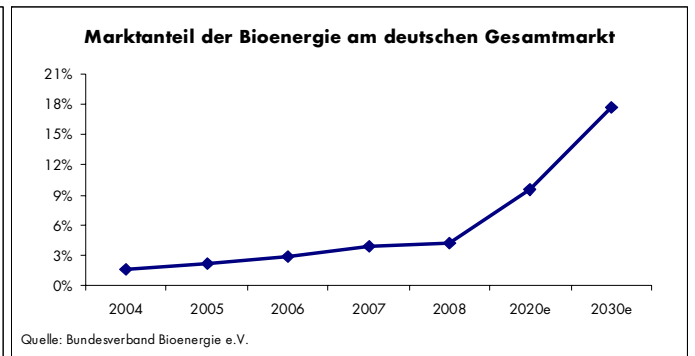
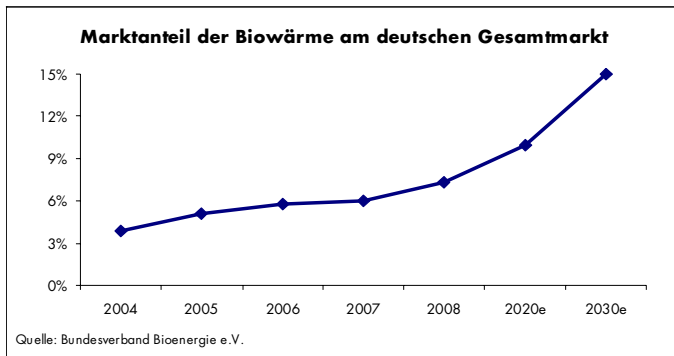
Unter Biomasse werden organische Abfälle, Holz, Gülle, Getreide oder andere Stoffe pflanzlichen oder tierischen Ursprungs und deren Neben- und Folgeprodukte verstanden, welche zur Energieerzeugung verwendet werden können. Biomasse ist die am vielseitigsten einsetzbare Erneuerbare Energie. Sie kann zur Stromerzeugung, zur Wärmegewinnung sowie als Kraftstoff verwendet werden. Biomasse hat gegenüber anderen Erneuerbaren Energien, wie Windkraft und Sonnenenergie den Vorteil der geringeren Wetterabhängigkeit. Zudem sind einige Biomassearten bei der Erzeugung bestimmter Energiearten bereits heute gegenüber fossilen Energieträgern konkurrenzfähig. Jedoch treten einige Arten der Bioenergie teilweise in Konkurrenz zur Nahrungsmittelproduktion. Insbesondere im Wärmemarkt hat Biomasse unter den Erneuerbaren Energien eine dominante Stellung. Ohne die Berücksichtigung von Deponie- und Klärgas entfallen rund 94% der Wärmegewinnung auf Biomasse.



Bioenergie insbesondere für den Wärmemarkt von Bedeutung

Nach Daten des Bundesverbandes Bioenergie (BBE) lag der Anteil von Biomasse am gesamten Wärmemarkt in Deutschland in 2008 bei 6,7% (2007: 6,0%). Der Branchenverband sieht für Biomasse ein Potenzial von 10% (Jahr 2020) und 15% (Jahr 2030). In der Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien entfielen im Jahr 2008 in Deutschland rund 26% auf Biomasse (ohne Deponie und Klärgas). Nach Schätzungen des Bundesverbandes Bioenergie hat Biomasse im Jahr 2020 bzw. 2030 das Potenzial 10% bzw. 18% der Stromerzeugung in Deutschland zu decken. Im Jahr 2007 lag der Anteil bei 4,6% (2007: 3,9%).

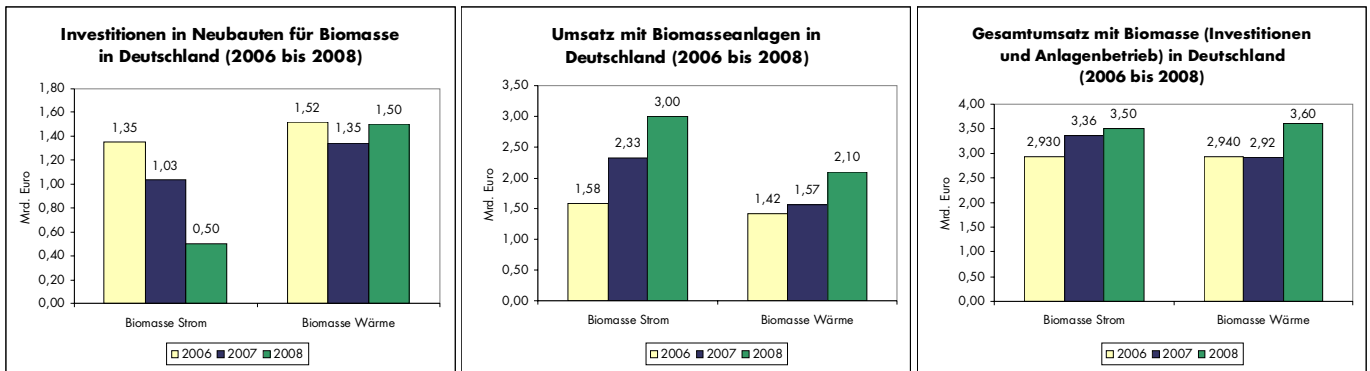
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**



Investitionszurückhaltung wegen EEG-Novellierung

Der Umsatz aus der Errichtung von Anlagen zur Stromerzeugung aus Biomasse ging im Jahr 2008 auf 0,50 (1,03) Mrd. Euro zurück. Der Umsatzanteil an den gesamten Erneuerbaren Energien sank auf 3,8% (9,7%). Der Umsatz aus der Errichtung von Anlagen zur Wärmeerzeugung aus Biomasse stieg auf 1,50 (1,35) Mrd. Euro (Umsatzanteil: 11,4% (12,7%)). Wir führen die rückläufige Umsatzentwicklung bei der Errichtung von Anlagen zur Stromerzeugung auf die Novellierung des EEG zurück. Das zum 01.01.2009 in Kraft getretene novellierte EEG bietet höhere Vergütungssätze für die Bioenergieerzeugung, so dass die Investoren sich 2008 entsprechend zurückgehalten haben. Von dem zu beobachtenden weiteren Preisanstieg bei fossilen Energieträgern bis zur Jahresmitte 2008 dürften die Anlagenbauer für Biomasseanlage zur Wärmeerzeugung profitiert haben. Die Umsätze in Verbindung mit dem Anlagenbetrieb unter Nutzung von Biomasse zur Stromgewinnung kletterten auf 3,00 (2,33) Mrd. Euro (Umsatzanteil: 19,3% (16,7%)). Die Umsätze aus dem Anlagenbetrieb mit biogenen Festbrennstoffen (nur Wärmeerzeugung) erhöhten sich auf 2,10 (1,57) Mrd. Euro, wobei der Umsatzanteil auf 13,5% (11,2%) stieg. Der Gesamtumsatz (Investitionen in Neuanlagen und Umsatz im Anlagenbetrieb) aus der Stromgewinnung auf Basis von Biomasse wuchs in 2008 auf 3,50 (3,36) Mrd. Euro. Bei der Wärmeerzeugung aus Biomasse kletterte der Gesamtumsatz auf 3,60 (2,92) Mrd. Euro.

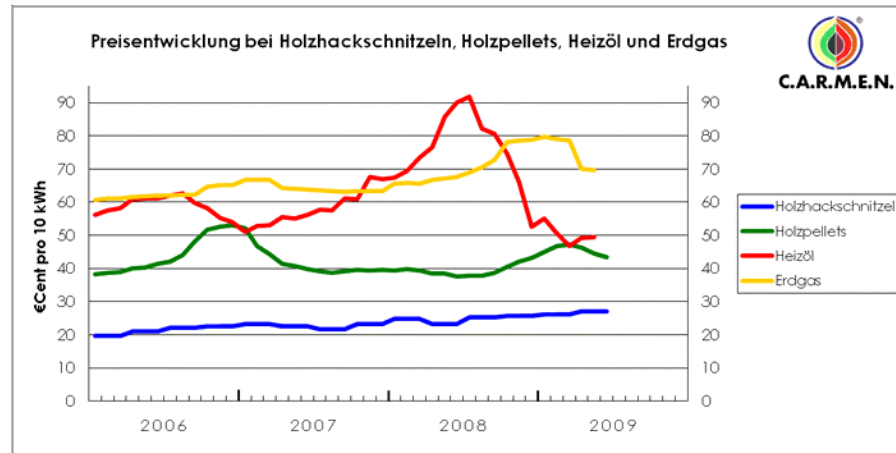
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**



Quelle: BMU

Preisvorteil für Holzhackschnitzel

Einige Arten von Biomasse, wie die von AGO vornehmlich genutzten Holzhackschnitzel bieten einen signifikanten Preisvorteil gegenüber fossilen Brennstoffen, wie Heizöl oder Erdgas. Zudem ist deren Preisentwicklung überwiegend einer geringeren Volatilität unterworfen als bei Erdöl und Erdgas.

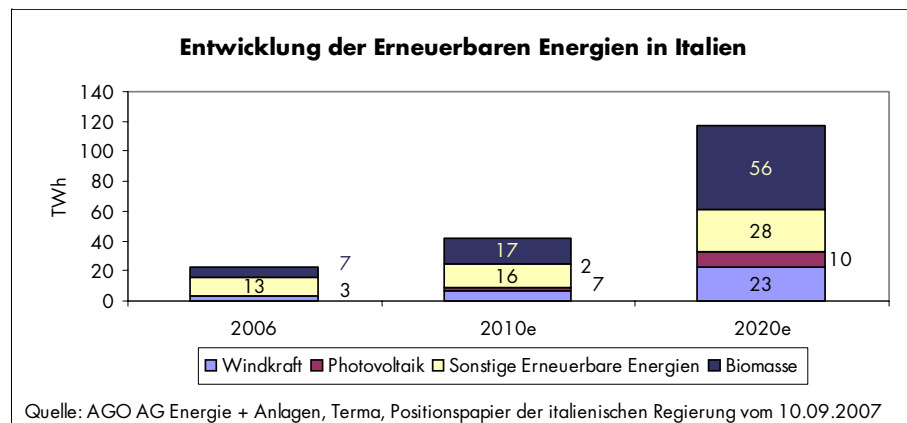


Quelle: C.A.R.M.E.N.

Italien: Ehrgeizige Ziele für Erneuerbare Energien

Erneuerbare Energien in Italien

Die italienische Regierung hat sich zum Ziel gesetzt, den Anteil der Erneuerbaren Energien erheblich zu erhöhen. Deren Anteil am Gesamtenergieverbrauch soll von gegenwärtig 7% auf 22% im Jahr 2012 erhöht werden. Es wird angestrebt, dass aus Erneuerbaren Energien im Jahr 2010 42 TWh Strom gewonnen werden. Im Jahr 2006 waren es 23 TWh. Für 2020 wird eine Strommenge von 117 TWh anvisiert. Biomasse soll dabei eine tragende Rolle einnehmen.



Quelle: AGO AG Energie + Anlagen, Terma, Positionspapier der italienischen Regierung vom 10.09.2007

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Regulatorisches Umfeld attraktiver als in Deutschland

Das regulatorische Umfeld für Biomasse zu Stromerzeugung ist in Italien im Vergleich zu Deutschland bezüglich des Strommarktes wesentlich attraktiver. Zum einen ist die mögliche Vergütung wesentlich höher und zum anderen sind die Fördervoraussetzungen weniger streng als hierzulande. Die Vergütungshöhe und -zeitraum wird von der Anlagengröße und der Entfernung der Rohstoffbeschaffung für die jeweilige Anlage determiniert.

Vergütung der Stromerzeugung aus Biomasse in Italien

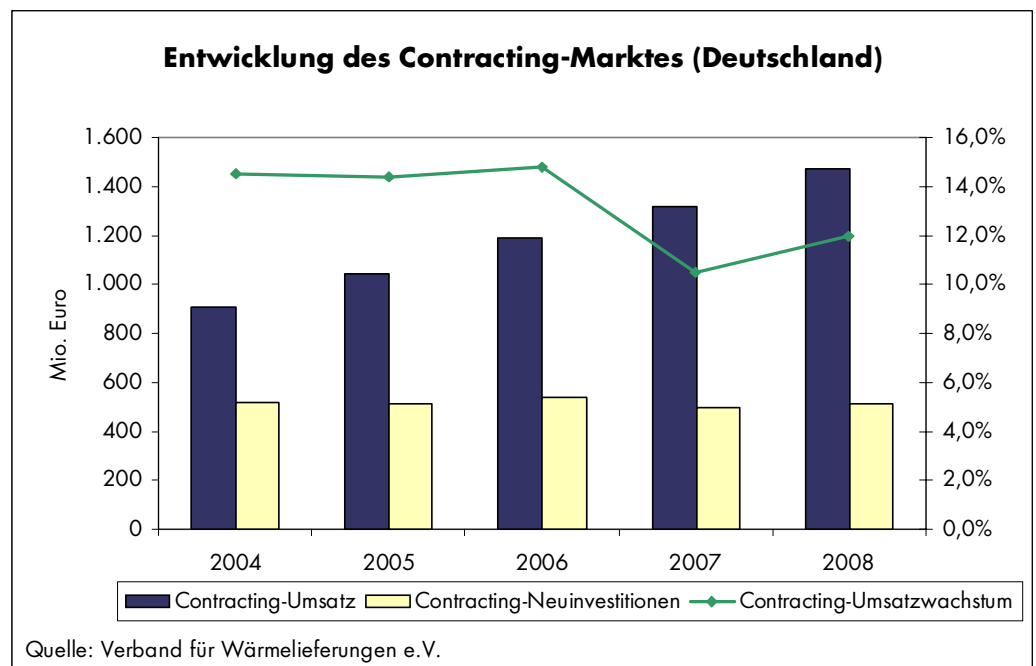
Entfernung von der Anlage	Anlagengröße		Förderungszeitraum
	<= 1 MW	>1 MW	
Biomasse innerhalb von 70 km	0,30 Euro	0,28 Euro (0,19 Euro (in grüne Zertifikate) + 0,09 Euro (Normalvergütung))	15 Jahre
Biomasse außerhalb von 70 km	0,23 Euro	0,20 Euro (0,11 Euro (in grüne Zertifikate) + 0,09 Euro (Normalvergütung))	12 Jahre

Quelle: AGO AGO Energie + Anlagen

Geringe Penetrationsrate im deutschen Contracting-Markt

Der Contracting-Markt in Deutschland

Laut der EnergieAgentur.NRW sind gegenwärtig in Deutschland rund 500 Unternehmen als Contractoren tätig. Die Markterschließungsquote liegt bei ca. 7%. Typische Herkunftsbranchen der am Markt tätigen Contractoren sind Energiedienstleistungen, Anlagenbau, Gas- und Elektrizitätsversorgung. Der Contracting-Umsatz der Mitgliedsunternehmen (Anzahl 2008: 266) des Verbandes für Wärmelieferung e.V. ist in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen. Im Jahr 2008 belief er sich auf 1,47 Mrd. Euro, ein Zuwachs von 12% gegenüber dem Vorjahr. Die Contracting-Neuinvestitionen bezifferten sich auf 510 Mio. Euro nach 500 Mio. Euro in 2007.



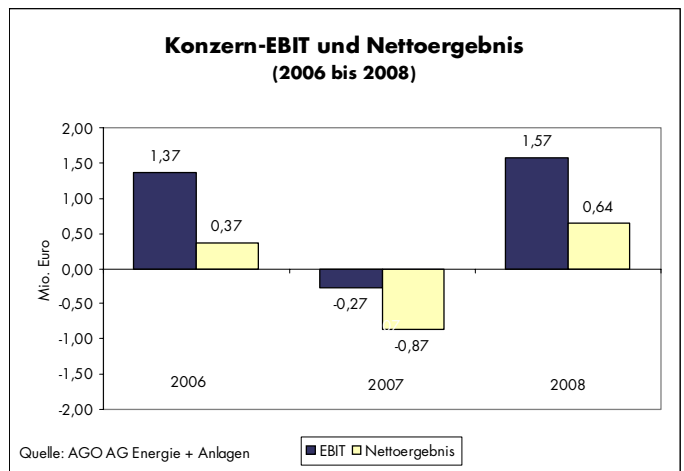
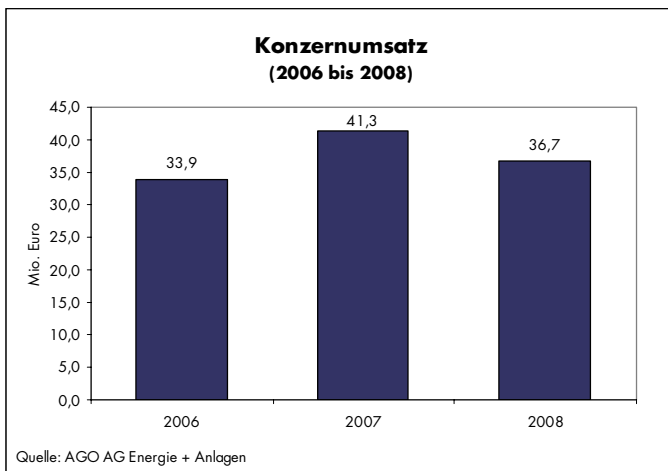
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Die Geschäftsentwicklung im Jahr 2008 und ersten Quartal 2009

Kräftiger Umsatzrückgang auf Grund von Projektverzögerungen bzw. -abbrüchen

Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2008 auf Konzernebene

Der AGO-Konzern erwirtschaftete 2008 Umsatzerlöse in Höhe von 36,70 Mio. Euro, was einem Rückgang gegenüber dem Vorjahr (41,34 Mio. Euro) von 11,2% entspricht. Damit entspricht die Umsatzentwicklung nahezu dem vorläufig gemeldeten Wert von 36,6 Mio. Euro von Ende Februar 2009. Wir hatten mit Erlösen von 35,70 Mio. Euro gerechnet. Der Rückgang ist allein auf das Geschäftsfeld Projektierung & Anlagenbau zurückzuführen. Vor dem Hintergrund, dass bisher ein Großteil der AGO-Kunden der Automobil(zuliefer)industrie zugehörig ist, kam es auf Grund der schwachen konjunkturellen Rahmenbedingungen zu Projektverschiebungen.



Trotz Umsatzrückgang Ergebnisverbesserungen

Während die Umsatzentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr rückläufig war, konnte AGO auf der Ergebnisebene deutliche Verbesserungen ausweisen. Das Unternehmen profitierte hierbei von einer höheren eigenen Wertschöpfung, da auf unprofitable fremd geplante Projekte verzichtet wurde und die Konzentration hauptsächlich auf die eigenen geplanten Projekte lag. Das Bruttoergebnis vom Umsatz wurde mit 4,15 (1,85; unsere Prognose: 4,40) Mio. Euro mehr als verdoppelt. Die Bruttomarge stieg entsprechend auf 11,3% (4,5%; unsere Prognose: 12,3%). Das operative Ergebnis/EBIT legte auf 1,57 (-0,27; unsere Prognose: 1,98) Mio. Euro zu. Im Februar hatte AGO ein vorläufiges EBIT von 1,5 Mio. Euro gemeldet. Die operative Marge verbesserte sich auf 4,3% (-0,6%; unsere Prognose: 5,6%). Bei einem Finanzergebnis von -0,53 (-0,32; unsere Prognose: -0,82) Mio. Euro bezifferte sich das Vorsteuerergebnis auf 1,04 (-0,58; unsere Prognose: 1,17) Mio. Euro. Das Nettoergebnis nach Anteilen Dritter betrug 0,64 (-0,87; unsere Prognose: +0,70) Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 0,16 (-0,33; unsere Prognose: 0,18) Euro entspricht.

AGO AG Energie + Anlagen			
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung GJ 2008			
Einheit : Mio. Euro	2007	2008	2008
Geschäftsjahresende : 31. Dez			(unsere Prognosen)
Rechnungslegungsstandard : IFRS			
Umsatzerlöse in % ggü. Vorjahr	41,34	36,70 -11,2%	35,70 -13,7%
Bruttoergebnis vom Umsatz Bruttomarge	1,85 4,5%	4,15 11,3%	4,40 12,3%
EBIT EBIT-Marge	-0,27 -0,6%	1,57 4,3%	1,98 5,6%
Nettoergebnis Umsatzrendite	-0,87 -2,1%	0,64 1,7%	0,70 2,0%

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

Umsatz- und Ergebnisverbesserungen in Q4

Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung in Q4 2008 auf Konzernebene

Das vierte Quartal 2008 zeigte eine differenzierte Entwicklung zu den vorangegangenen neun Monaten auf. Während im Neunmonatszeitraum Januar bis September 2008 der Umsatz um 19,8% schrumpfte, stieg er in den letzten drei Monaten 2008 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 18,1% auf 11,02 (9,34) Mio. Euro. Das Bruttoergebnis vom Umsatz ging allerdings um 12,0% auf 0,90 (1,02) Mio. Euro zurück. Das operative Ergebnis verbesserte sich zwar auf 0,19 (-0,78) Mio. Euro und die operative Marge auf 1,7% (-8,4%). Damit lag sie aber unter dem Niveau der ersten neun Monate 2007 (5,4%). Das Nettoergebnis bezifferte sich auf 0,16 (-0,96) Mio. Euro.

Projektentwicklung / Umsetzung: Höhere Wertschöpfung führt zu Ergebnissteigerung

Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2008 nach Geschäftsbereichen

Die Entwicklung der drei Geschäftsbereiche des AGO-Konzerns war recht unterschiedlich. Der umsatzstärkste Geschäftsbereich Projektentwicklung / Umsetzung (Umsatzanteil 2008: 65,2%; 2007: 79,9%) musste auf Grund von Projektverschiebungen einen Erlösrückgang von 27,5% auf 23,94 (33,03) Mio. Euro hinnehmen. Auf Grund der höheren Wertschöpfung verbesserte sich das operative Ergebnis des Segments auf 0,59 (-0,25) Mio. Euro und die operative Marge auf 2,5% (-0,7%).

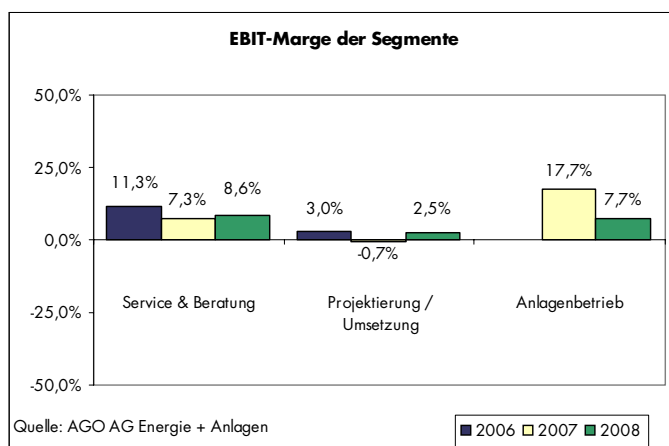
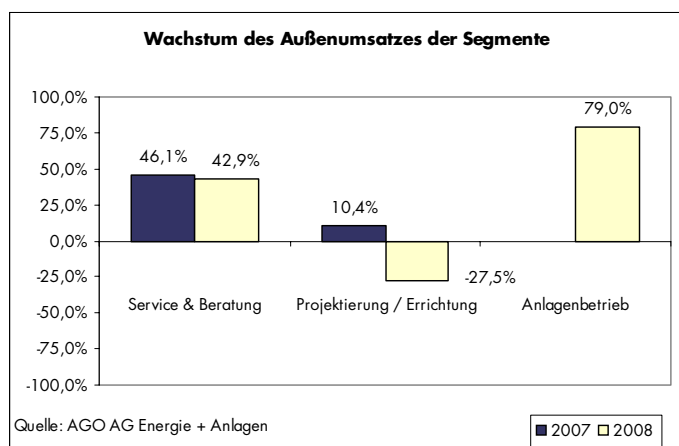
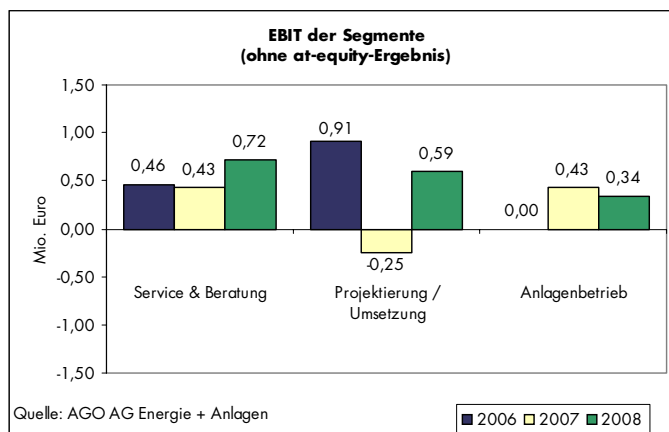
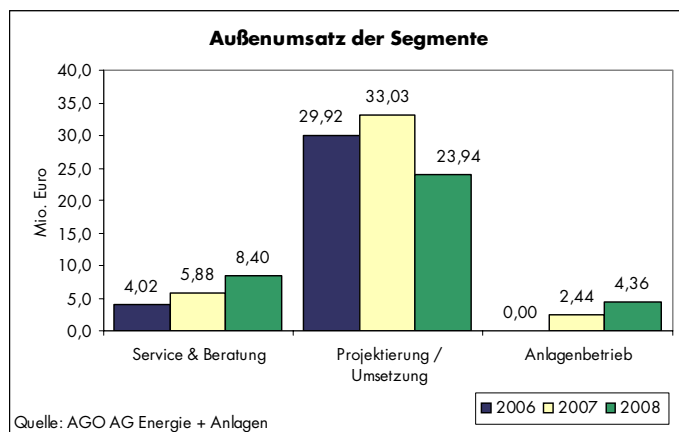
Service & Beratung: Dynamischer Umsatzzanstieg

Die Außenerlöse des Geschäftsbereichs Service & Beratung legten kräftig um 42,9% auf 8,40 (5,88) Mio. Euro zu. Entsprechend erhöhte sich der Anteil am Konzernumsatz von 14,2% in 2007 auf 22,9% in 2008. Das operative Ergebnis legte überproportional um 68,7% auf 0,72 (0,43) Mio. Euro zu, so dass die operative Marge auf 8,6% (7,3%) gesteigert werden konnte.

Anlagenbetrieb: Wertberichtigungen belasten

Im dritten Geschäftsbereich, dem Anlagenbetrieb, kletterte der Außenumsatz um 79,0% auf 4,36 (2,44) Mio. Euro (Umsatzanteil: 11,9% nach 5,9%). Hier machten sich positive Konsolidierungseffekte bemerkbar. Die HolSotherm und das Biomasseheizkraftwerk Alperstätt wurde im Jahr 2007 erst ab April vollkonsolidiert. Dagegen musste beim operativen Ergebnis ein Rückgang von 22,5% auf 0,34 (0,43) Mio. Euro hingenommen werden, was einem Margenrückgang auf 7,7% (18,0%) zur Folge hatte. Ausschlaggebend waren Wertberichtigungen im Zusammenhang mit Rechtsstreitigkeiten bezüglich Wärmelieferungen beim Contracting-Partner des Biomasseheizkraftwerks Alperstätt.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**



Starker Start ins laufende Geschäftsjahr

Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung im ersten Quartal 2009

AGO startete stark in das Geschäftsjahr 2009. Der Umsatz kletterte kräftig um 35,2% auf 7,25 (5,36) Mio. Euro. Das Bruttoergebnis vom Umsatz konnte dank unterproportional steigender Herstellungskosten um 64,7% auf 1,12 (0,68) Mio. Euro gesteigert werden. Die Bruttomarge erhöhte sich von 12,7% auf 15,5%. Das operative Ergebnis verbesserte sich auf 0,38 (-0,09) Mio. Euro. Daraus resultiert eine operative Marge von +5,3% (-1,7%). Das Nettoergebnis lag bei 0,14 (-0,23) Mio. Euro.

Liquide Mittel stiegen auf 7,7 Mio. Euro

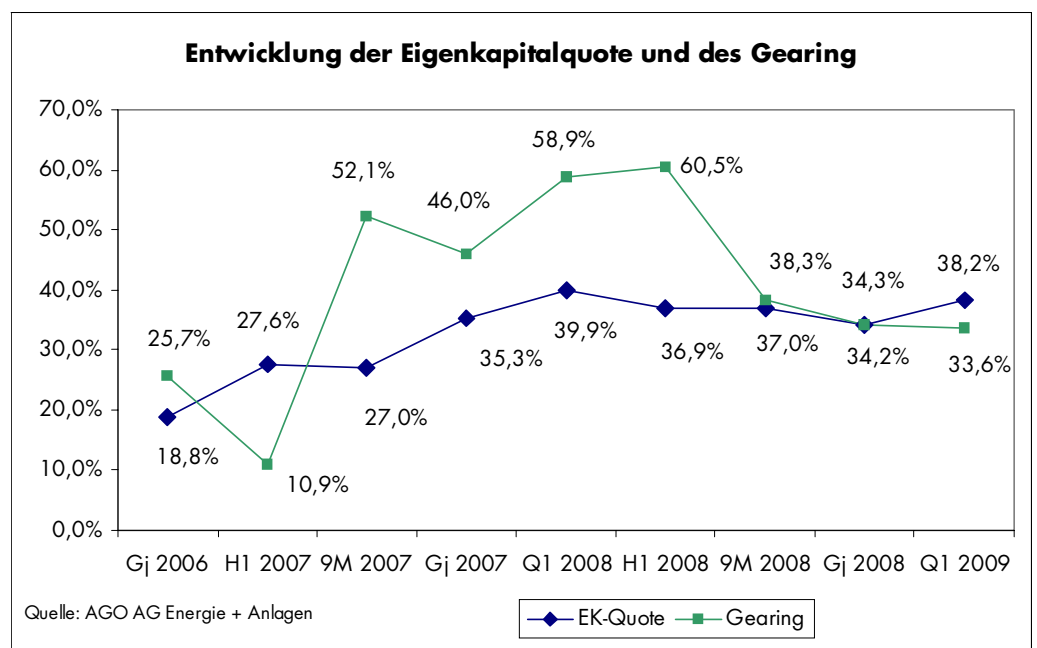
Die Bilanz

Die Bilanzsumme hat sich im Verlauf des Geschäftsjahres 2008 von 35,1 Mio. Euro (31.12.2007) auf 38,0 Mio. Euro erhöht. Dafür verantwortlich waren sowohl das Anlagevermögen (16,9 Mio. Euro nach 14,5 Mio. Euro) als auch das Umlaufvermögen (21,1 Mio. Euro nach 20,5 Mio. Euro). Im Anlagevermögen war insbesondere der Anstieg der Forderungen aus Finanzierungsleasing für den Anstieg verantwortlich. Im Umlaufvermögen stiegen insbesondere die liquiden Mittel (7,7 Mio. Euro nach 5,6 Mio. Euro). Auf der Passivseite waren das Eigenkapital und die kurzfristigen Schulden für die Ausweitung der Bilanzsumme verantwortlich. Das Eigenkapital stieg auf Grund des positiven Jahresüberschusses (0,6 Mio. Euro) auf 13,0 (31.12.2007: 12,4) Mio. Euro. Bei den kurzfristigen Schulden kam es insbesondere bei den Finanzverbindlichkeiten (2,1 Mio. Euro nach 1,0 Mio. Euro) sowie bei den Verbindlichkeiten aus Auftragsfertigung (1,4 (0,0) Mio. Euro) zu Veränderungen.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Solide Eigenkapitalquote, unproblematisches Gearing

Ende des ersten Quartals 2009 ging die Bilanzsumme auf 34,5 (31.12.2008: 38,0) Mio. Euro zurück. Während bei den Aktiva das Anlagevermögen (16,9 Mio. Euro) nahezu unverändert blieb, ging das Umlaufvermögen auf 17,6 (21,1) Mio. Euro zurück. Hintergrund sind gesunkene Forderungen sowie liquide Mittel. Auf der Passivseite der Bilanz erhöhte sich das Eigenkapital leicht von 13,0 Mio. Euro auf 13,2 Mio. Euro. Bei langfristigen Schulden kam es zu keinen nennenswerten Veränderung. Die kurzfristigen Schulden (10,0 Mio. Euro nach 13,5 Mio. Euro) verringerten sich auf Grund rückläufiger Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie Verbindlichkeiten aus der Auftragsfertigung. Die Eigenkapitalquote liegt unseres Erachtens mit 38,2% zum 31.03.2009 (31.12.2008: 34,3%; 31.12.2007: 35,2%) weiterhin auf einem soliden Niveau. Das Gearing (Nettofinanzverschuldung zu Eigenkapital) befindet sich mit einem Wert von 33,6% in einem unproblematischen Bereich.



Deutliche Verbesserung des operativen Cashflow

Die Kapitalflussrechnung

Der operative Cashflow verbesserte sich im Geschäftsjahr 2008 deutlich auf +2,06 (-4,10) Mio. Euro. Neben der Ergebnisverbesserung ist diese Entwicklung auf niedrigere gezahlte Ertragssteuern sowie die Working-Capital-Reduzierung zurückzuführen. Der Cashflow aus der Investitionstätigkeit sank auf Grund höherer Investitionen in das Sachanlagevermögen auf -1,50 (+0,12) Mio. Euro. Der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit sank auf 1,56 (7,61) Mio. Euro. Zwar nahm AGO 2008 erneut per Saldo mehr Kredite auf, im Geschäftsjahr 2007 hatte die Gesellschaft aber eine Kapitalerhöhung durchgeführt, wodurch 8,2 Mio. Euro neuer Mittel dem Unternehmen zugeflossen waren. Die liquiden Mittel erhöhten sich im Verlauf des Geschäftsjahres 2008 um 2,1 Mio. Euro auf 7,7 Mio. Euro zum 31.12.2008. Im ersten Quartal 2009 lag der operative Cashflow bei -0,13 Mio. Euro nach -1,28 Mio. Euro im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Neben einem höheren Ergebnis war ein niedriges Working-Capital für die Verbesserung des operativen Cashflows verantwortlich. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit blieb nahezu unverändert bei -0,19 (-0,14) Mio. Euro. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf -0,18 (-0,40) Mio. Euro. Damit sanken die liquiden Mittel im ersten Quartal um 0,5 Mio. Euro auf 7,2 Mio. Euro zum Ende März 2009.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Ausblick des Unternehmens und unsere Prognosen

Realistische Guidance

Ausblick des Unternehmens

AGO stellt für das Geschäftsjahr 2009 ein deutliches Umsatzwachstum sowie eine wesentliche Verbesserung beim Ertrag in Aussicht. Dabei sollen die Hauptumsätze in der zweiten Jahreshälfte realisiert werden. Zum 31.03.2009 belief sich der Auftragsbestand für die Geschäftsbereiche Projektierung / Umsetzung sowie Beratung & Service auf 26,2 Mio. Euro nach 28,3 Mio. Euro zum Ende des Geschäftsjahres 2008.

Anhebung unserer Schätzungen für 2009

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2009 und 2010

AGO hatte aus unserer Sicht ein starkes erstes Quartal 2009. Unter Berücksichtigung des Auftragsbestandes Ende März 2009 betrachten wir unsere bisherigen Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr als zu konservativ. Wir erwarten von allen drei Geschäftsbereichen Erlöszuwächse, insbesondere von der Projektierung / Umsetzung sowie Beratung & Service. Der Umsatz im Bereich Anlagenbetrieb wird zwar 2009 nach unserer Einschätzung weiter wachsen, aber nicht mit der Dynamik wie im Vorjahr. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr Umsatzerlöse in Höhe von 42,6 (alt: 36,9) Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahr einen Zuwachs von 16% bedeutet. Beim EBIT prognostizieren wir einen Wert von 2,3 (alt: 2,0) Mio. Euro, was einer Marge von 5,4% nach 4,3% in 2008 entspricht. Wir gehen davon aus, dass alle Geschäftsbereiche zur Ergebnisverbesserung beitragen können. Für den von uns unterstellten Margenanstieg sind insbesondere der Anlagenbetrieb sowie die Projektierung / Umsetzung verantwortlich. Der Anlagenbetrieb war in 2008 durch Wertberichtigungen beeinträchtigt. Wir unterstellen in unserer Prognose, dass sich dies im laufenden Geschäftsjahr nicht wiederholen wird. Im Bereich Projektierung / Umsetzung sehen wir durch eine größere Auslastung sowie die Fortsetzung der selektiven Projektwahl weitere Möglichkeiten der Margenverbesserung. Das Nettoergebnis erwarten wir bei 0,94 (alt: 0,66) Mio. Euro.

Korrektur unserer Ergebnisschätzung 2010 auf Grund von Verzögerungen beim Contracting

Für das Geschäftsjahr 2010 rechnen wir mit weiteren Umsatz-, Ergebnis- und Margensteigerungen. Erlössteigerungen unterstellen wir bei den Geschäftsbereichen Projektierung / Umsetzung und Beratung & Service. Da wir erwarten, dass keine neuen Contracting-Anlagen in Betrieb gehen, erwarten wir, dass die Erlöse im Anlagenbetrieb relativ stabil bleiben. Daraus resultiert eine Umsatzprognose für den AGO-Konzern für 2010 von 48,0 (alt: 47,4) Mio. Euro. Das EBIT sehen wir nun bei 2,8 (alt: 3,1) Mio. Euro und die EBIT-Marge bei 5,9% (alt: 6,5%). Hintergrund für die gesenkte EBIT- und Margenprognose ist, dass entgegen unserer bisherigen Annahme die erste Contracting-Anlage in Italien (Reindeer) erst im Jahr 2011 und nicht bereits 2010 erste Erträge aus dem Anlagenbetrieb aufwirft. Dies ist auf Verzögerungen im Genehmigungsprozess zurückzuführen. Das Nettoergebnis prognostizieren wir auf 1,22 (alt: 1,34) Mio. Euro.

AGO AG Energie + Anlagen**Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)**

	Einheit :	Mio. Euro				
	Geschäftsjahresende :	31. Dez	2009e	2009e	2010e	2010e
	Rechnungslegungsstandard :	IFRS	alt	neu	alt	neu
Umsatzerlöse			36,93	42,58	47,42	47,99
Bruttoergebnis vom Umsatz			4,58	4,93	6,27	5,71
Bruttomarge			12,4%	11,6%	13,2%	11,9%
EBIT			1,98	2,29	3,10	2,83
EBIT-Marge (in %)			5,4%	5,4%	6,5%	5,9%
Nettoergebnis			0,66	0,94	1,34	1,22
Umsatzrendite (in %)			1,8%	2,2%	2,8%	2,5%
Aktienanzahl (in Mio. Stück)			4,000	4,000	4,000	4,000
Ergebnis je Aktie (in Euro)			0,17	0,23	0,34	0,31

Quelle: Independent Research

Bewertung

Bewertungsbasis: Dreistufiges DCF-Modell

Wir verwenden für die Bewertung der AGO-Aktie unser Discounted-Cash-Flow (DCF)-Modell. Angesichts der eingeschränkten Vergleichbarkeit mit börsennotierten Unternehmen mit ähnlichen Geschäftsmodellen verzichten wir weiterhin auf die Einbeziehung einer Peer Group-Analyse in die Bewertung der AGO-Aktie. Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir eine dreistufige Bewertung vorgenommen. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung für die Geschäftsjahre 2009 bis 2010. Für die Phase II (2011 bis 2018) unterstellen wir, dass AGO auf Grund einer Normalisierung der Konjunktursituation in der Lage ist, die verfolgte Strategie des Ausbaus des Anlagenbetriebs verstärkt umzusetzen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass der margenstärkere Anlagenbetrieb an Bedeutung im Konzern gewinnt. Daher erwarten wir für die Phase II unseres Modells auf Konzernebene eine Abnahme der Wachstumsdynamik bei einer steigenden EBIT-Marge. In der dritten Phase verfolgen wir unverändert einen konservativen Ansatz und unterstellen kein weiteres Wachstum des Free Cash-Flow (FCF).

Für die Ermittlung des WACC haben wir einen risikofreien Zins von 4,00% unterstellt. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 4,00%. Den Tax-Shield haben wir auf 30% festgelegt. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir auf Grund neuer Aussagen des Unternehmens von einer langfristigen Eigenkapitalquote von 35% (bisher: 50%) aus. Darüber hinaus unterstellen wir ein fundamentales Beta von 1,29 (alt: 1,25). Aus diesen Prämissen ergibt sich ein WACC von 8,66% (alt: 9,80%). Unter Berücksichtigung der oben getätigten Annahmen ergibt sich ein Wert des operativen Geschäfts von 26,7 (alt: 25,5) Mio. Euro. Daraus leitet sich ein fairer Wert des Eigenkapitals von 22,0 (alt: 22,3) Mio. Euro ab. Bei einer gegenwärtigen Aktienanzahl von 4,0 Mio. Stück entspricht dies einem fairen Wert je Aktie von 5,50 (alt: 5,57) Euro.

Fairer Wert je Aktie: 5,50 Euro

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

DCF-Modell AGO AG Energie + Anlagen										
Mio. Euro	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	42,6	48,0	50,8	54,8	58,8	62,9	67,0	71,2	75,4	76,0
Wachstum Umsatz	16,0%	12,7%	5,8%	7,9%	7,4%	6,9%	6,6%	6,2%	5,9%	0,9%
EBIT-Marge	5,4%	5,9%	6,3%	6,8%	7,3%	7,5%	7,7%	7,8%	7,8%	7,6%
EBIT	2,3	2,8	3,2	3,7	4,3	4,7	5,1	5,5	5,9	5,8
- Ertragssteuern	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-1,7
+ Abschreibungen	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cash-Flow	2,5	2,9	3,3	3,7	4,2	4,6	4,9	5,3	5,6	5,6
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	0,2	-0,8	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1,5	-1,7	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Free Cash-Flow	1,1	0,5	0,8	1,0	1,5	1,9	2,2	2,6	2,9	3,2
Barwerte	1,1	0,4	0,6	0,7	1,0	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4
Summe Barwerte	10,4									
Terminalwert	16,3									
										in % vom Gesamtwert : 61%
Wert des operativen Geschäfts	26,7									
+ liquide Mittel	7,2									
- Finanzverschuldung	-11,6									
- Marktwert der Minderheitenanteile (geschätzt)	-0,3									
Marktwert Eigenkapital	22,0									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	4,000									
Kurs in Euro	5,50									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	35%	Fremdkapital :	65%
risikofreie Rendite :	Beta :	1,29	Risikoprämie FK :	4,00%
	Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield :	30,0%
	Zins EK :	14,3%	Zins FK :	5,60%

Wachstumsr. FCF : 0,0% WACC : 8,66% Datum : 02.07.09

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
Wachstum	0,0%	6,17	5,50	5,10	4,67
	0,5%	6,43	5,84	5,33	4,87
	1,0%	6,79	6,15	5,59	5,10
	1,5%	7,21	6,50	5,88	5,34

Quelle: Independent Research

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fazit

Guter Start in 2009

AGO blieb im Geschäftsjahr 2008 nicht von der schwachen globalen Konjunktursituation verschont. Auf Grund von Projektverzögerungen bzw. dem Abbruch von Contracting-Projekten konnte der Umsatz des Vorjahres nicht erreicht werden. Ergebnisseitig konnten trotz der rückläufigen Erlösentwicklung Zuwächse ausgewiesen werden. Der Start in das Geschäftsjahr 2009 war trotz der allgemein äußerst schwachen Konjunktursituation vielversprechend.

Externe Faktoren verzögern erfolgreiche Strategieumsetzung

Bei der Strategieumsetzung musste AGO in den vergangenen Monaten Rückschläge verkraften. Dies betrifft insbesondere den Contracting-Bereich. Verantwortlich hierfür waren nach unserer Einschätzung insbesondere die schwache Weltkonjunktur, die u.a. durch einen massiven Rückgang der Preise für fossile Energieträger gekennzeichnet ist. Potenzielle Kunden meiden in der aktuellen Konjunktursituation Verträge mit langfristigen Zahlungsverpflichtungen, wie es beim Contracting üblich ist. Darüber hinaus hat der Investitionsdruck auf Grund der gesunkenen Preise für fossile Energieträger vorerst nachgelassen. Ferner belasten in Italien langwierige Genehmigungsprozesse eine schnelle Umsetzung der Strategie. Ungeachtet dessen halten wir die Strategie des Unternehmens nicht für gescheitert. Bei einer Normalisierung der Konjunktur rechnen wir damit, dass AGO seine Planungen erfolgreich umsetzen kann. Die aktuelle Projektpipeline sowohl in Deutschland als auch in Italien ist aus unserer Sicht hierfür ein Indiz.

Große Pipeline an Contracting-Projekten

In einem geplanten Ausbau des Anlagenbetriebs sehen wir den Vorteil, dass das Geschäftsmodell dadurch eine höhere Skalier- und Planbarkeit erhält. Auf Grund der Dominanz des Geschäftsbereichs Projektierung / Umsetzung ist die Umsatz- und Ergebnisvisibilität eingeschränkt. Allerdings fordert der Ausbau des Anlagenbetrieb (Contracting) auch einen höheren Kapitalbedarf. Daher ist es nach unserer Auffassung wahrscheinlich, dass AGO zukünftig auf Grund der Contracting-Pipeline insbesondere bei größeren Projekten mit Partnern zusammenarbeitet und dabei auch Minderheitsanteile an den Betreibergesellschaften akzeptiert.

AGO mit Wettbewerbsvorteilen

Als Wettbewerbsstärke von AGO sehen wir, dass das Unternehmen als Full-Service-Anbieter operieren kann. Darüber hinaus verfügt AGO über eine langjährige Erfahrung und bezüglich eines breiten Technologie-Spektrums über ein hohes Know-how. Durch das Klimaschutzprogramm ECo-Plus verfügt AGO über ein Alleinstellungsmerkmal, das einen Wettbewerbsvorteil gegenüber Konkurrenten darstellt.

Unser Kaufen-Votum hat Bestand

Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je AGO-Aktie von 5,50 Euro ermittelt. Wir leiten daraus ein unverändertes Kursziel von 5,50 Euro ab. Damit hat die Aktie bezogen auf unser Kursziel ein Aufwärtspotenzial von über 40%. Wir votieren daher weiterhin mit Kaufen. Auf Basis des von uns erwarteten Gewinnwachstums sehen wir die Aktie bei KGVs von 16,6 und 12,7 für 2009e und 2010e als nicht zu hoch bewertet an

AGO AG Energie + Anlagen						
Ausgewählte Kennzahlen						
	Einheit : Mio. Euro					
	Geschäftsjahresende : 31. Dez	2006	2007	2008	2009e	2010e
	Rechnungslegungsstandard : IFRS					
GuV-Kennzahlen						
Umsatz (in Mio. Euro)		33,94	41,34	36,70	42,58	47,99
EBITDA-Marge		4,8%	1,1%	6,5%	7,4%	7,8%
EBIT-Marge		4,1%	-0,6%	4,3%	5,4%	5,9%
Nettorendite		1,1%	neg.	1,7%	2,2%	2,6%
Abschreibungsquote		0,6%	1,8%	2,2%	2,0%	1,9%
Operative Kosten / Umsatz		96,1%	103,1%	96,8%	95,6%	94,7%
Zinsdeckungsgrad		9,62	-0,82	2,97	2,89	3,25
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)		10,0%	-7,0%	4,9%	6,7%	8,0%
ROCE		17,0%	-1,3%	7,4%	10,5%	12,2%
ROI		1,9%	-2,5%	1,7%	2,4%	2,9%
Bilanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote		18,8%	35,3%	34,3%	35,6%	36,6%
Anlagendeckungsgrad		68,5%	85,3%	77,0%	79,7%	83,4%
Anlagenintensität		27,4%	41,4%	44,5%	44,7%	43,9%
Forderungen / Umsatz		31,1%	30,1%	32,3%	28,3%	29,0%
Capex / Abschreibungen		101,4%	36,4%	158,7%	174,5%	177,9%
Capex / Umsatz		-0,6%	-0,6%	-3,5%	-3,5%	-3,4%
Working Capital-Quote		35,3%	32,0%	33,6%	29,7%	30,5%
Kennziffern je Aktie (in Euro)						
Ergebnis je Aktie		0,47	-0,33	0,16	0,23	0,31
Free Cash-Flow je Aktie		-3,77	-1,52	0,14	0,06	-0,10
Dividende je Aktie		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie		2,50	2,12	1,92	1,96	1,85
Buchwert je Aktie		4,76	4,72	3,26	3,50	3,82
Bewertungskennzahlen						
EV / Umsatz		-	0,6	0,6	0,5	0,4
EV / EBITDA		-	48,6	9,0	6,4	5,3
EV / EBIT		-	neg.	13,6	8,8	7,1
KBV		-	neg.	26,6	16,6	12,7
KBV		-	1,4	1,3	1,1	1,0
KCV		-	neg.	8,3	8,7	12,1
KUV		-	0,4	0,5	0,4	0,3
Dividendenrendite		-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

AGO AG Energie + Anlagen**Gewinn- und Verlustrechnung**

Einheit : Mio. Euro	2006	2007	2008	2009e	2010e
Geschäftsjahresende : 31. Dez					
Rechnungslegungsstandard : IFRS					
Umsatzerlöse	33,94	41,34	36,70	42,58	47,99
Veränderung ggü. Vorjahr	-	21,8%	-11,2%	16,0%	12,7%
Herstellungskosten	30,41	39,49	32,54	37,65	42,28
in % vom Umsatz	89,6%	95,5%	88,7%	88,4%	88,1%
Bruttoergebnis vom Umsatz	3,53	1,85	4,15	4,93	5,71
Bruttoergebnismarge (in %)	10,4%	4,5%	11,3%	11,6%	11,9%
Forschungs- und Entwicklungskosten	0,05	0,07	0,17	0,14	0,15
in % vom Umsatz	0,1%	0,2%	0,5%	0,3%	0,3%
Vertriebskosten	1,59	2,09	2,12	2,19	2,27
in % vom Umsatz	4,7%	5,1%	5,8%	5,2%	4,7%
Allgemeine Verwaltungskosten	0,56	1,00	0,69	0,71	0,76
in % vom Umsatz	1,7%	2,4%	1,9%	1,7%	1,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,26	0,20	0,15	0,16	0,27
in % vom Umsatz	0,8%	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%
Sonstige betriebliche Erträge	0,29	1,23	0,55	0,56	0,57
in % vom Umsatz	0,8%	3,0%	1,5%	1,3%	1,2%
Operatives Ergebnis / EBIT	1,37	-0,27	1,57	2,29	2,83
in % vom Umsatz	4,0%	-0,6%	4,3%	5,4%	5,9%
Ergebnis aus at Equity-bewerteten Anteilen	0,04	0,01	0,00	0,00	0,00
in % vom Umsatz	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	-0,15	-0,32	-0,53	-0,79	-0,87
in % vom Umsatz	-0,4%	-0,8%	-1,4%	-1,9%	-1,8%
EBT	1,26	-0,58	1,04	1,49	1,96
EBT-Marge (in %)	3,7%	-1,4%	2,8%	3,5%	4,1%
Steuern	0,45	0,10	0,46	0,52	0,69
Steuerquote (in %)	35,3%	-	43,9%	35,0%	35,0%
Ergebnis nach Steuern aus fortgeführten Aktivitäten	0,81	-0,68	0,59	0,97	1,27
Umsatzrendite (in %)	2,4%	-1,6%	1,6%	2,3%	2,7%
Ergebnis aus nicht-fortgeführten Aktivitäten	-0,45	-0,18	0,03	0,00	0,00
Konzernjahresergebnis	0,36	-0,86	0,62	0,97	1,27
Umsatzrendite (in %)	1,1%	-2,1%	1,7%	2,3%	2,7%
Minderheitenanteile	0,00	0,01	-0,02	0,03	0,05
Nettoergebnis nach Anteilen Dritter	0,36	-0,87	0,64	0,94	1,22
Umsatzrendite (in %)	1,1%	-2,1%	1,7%	2,2%	2,6%
Aktienanzahl (Mio. Stück)	0,770	2,624	4,000	4,000	4,000
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,47	-0,33	0,16	0,23	0,31
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

AGO AG Energie + Anlagen							
Bilanz							
	Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez IFRS	2006	2007	2008	2009e	2010e
Aktiva							
Anlagevermögen							
	Immaterielle Vermögensgegenstände		0,00	0,15	0,28	0,29	0,31
	Sachanlagen		2,97	13,96	14,44	15,09	15,81
	Beteiligungen an at equity bilanzierten Unternehmen		0,37	0,00	0,01	0,01	0,01
	Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte		2,00	0,29	2,04	2,04	2,04
	Aktive latente Steuern		0,00	0,11	0,17	0,17	0,17
	Summe Anlagevermögen		5,35	14,52	16,93	17,59	18,32
Umlaufvermögen							
	Vorräte und geleistete Anzahlungen		1,42	0,75	0,48	0,60	0,72
	Forderungen aus Auftragsfertigung		2,55	2,26	4,81	3,96	4,56
	Forderungen aus Lieferung und Leistungen		8,01	10,20	7,05	8,09	9,36
	Ertragsteuerforderung		0,00	0,23	0,38	0,47	0,55
	Übrige Forderungen u. sonstige kfr. finanz. Vermögenswerte		0,24	1,55	0,72	0,77	0,82
	Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente		1,92	5,56	7,68	7,86	7,41
	Summe Umlaufvermögen		14,14	20,55	21,11	21,74	23,42
	Summe Aktiva		19,49	35,06	38,04	39,33	41,74
Passiva							
Eigenkapital							
	Gezeichnetes Kapital		0,77	4,00	4,00	4,00	4,00
	Kapitalrücklage		0,50	8,15	8,15	8,15	8,15
	Gewinnrücklagen		2,39	0,02	0,66	1,59	2,82
	Minderheitenanteile		0,00	0,21	0,24	0,27	0,32
	Summe Eigenkapital		3,66	12,38	13,04	14,01	15,29
Langfristige Schulden							
	Rückstellungen für Pensionsverpflichtungen		0,20	0,21	0,22	0,22	0,23
	Sonstige langfristige Rückstellungen		0,45	0,48	0,47	0,47	0,47
	Langfristige Finanzverbindlichkeiten		2,65	10,25	10,07	9,97	9,87
	Sonstige langfristige Verbindlichkeiten		0,00	0,02	0,01	0,01	0,01
	Passive latente Steuern		0,44	0,24	0,71	0,71	0,71
	Summe langfristiger Schulden		3,75	11,19	11,47	11,38	11,29
Kurzfristige Schulden							
	Sonstige kurzfristige Rückstellungen		0,75	0,17	0,12	0,12	0,15
	Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten		0,21	1,00	2,07	2,09	2,12
	Verbindlichkeiten aus LuL und erhaltene Anzahlungen		7,71	7,19	6,60	7,03	8,16
	Verbindlichkeiten aus Auftragsfertigung		1,35	0,02	1,40	1,49	1,58
	Ertragsteuerschulden		0,96	0,04	0,03	0,03	0,03
	Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten		1,10	3,07	3,30	3,18	3,12
	Summe kurzfristiger Schulden		12,08	11,49	13,52	13,94	15,17
	Summe Passiva		19,49	35,06	38,04	39,33	41,74

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

AGO AG Energie + Anlagen					
Kapitalflussrechnung					
Einheit : Mio. Euro	2006	2007	2008	2009e	2010e
Geschäftsjahresende : 31. Dez					
Rechnungslegungsstandard : IFRS					
Periodenergebnis vor Steuern und Zinsen	0,70	-0,53	1,62	2,29	2,83
gezahlte Ertragsteuern	-0,10	-1,08	-0,21	-0,24	-0,31
gezahlte Zinsen	-0,28	-0,74	-0,90	-0,25	-0,26
erhaltene Zinsen	0,13	0,42	0,37	-1,04	-1,13
Abschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens	0,21	0,73	0,82	0,86	0,93
Ergebnis aus at equity bilanzierten Unternehmen	-0,04	-0,01	0,00	0,00	0,00
Zunahme/Abnahme der Rückstellungen	-1,22	-0,61	-0,05	0,01	0,04
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	0,00	0,88	0,00	0,00	0,00
Gewinn/Verlust aus Anlageabgängen	-0,02	0,00	-0,02	0,00	0,00
Zu-/Abnahme der Vorräte, Forderungen aus LuL u. and. Aktiva	-1,86	-2,31	0,05	-0,36	-2,04
Zu-/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LuL u. and. Passiva	0,05	-0,85	0,38	0,52	1,23
Cash-Flow aus der betrieblichen Tätigkeit	-2,41	-4,10	2,05	1,79	1,29
Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Sach-AV	0,06	0,04	0,04	0,00	0,00
Auszahlungen für Investitionen in das Sachanlagevermögen	-0,22	-0,27	-1,30	-1,51	-1,65
Auszahlungen für Investitionen in das immaterielle AV	0,00	-0,01	-0,15	-0,02	-0,02
Auszahlungen für Investitionen in das Finanzanlagevermögen	-0,33	-0,16	-0,09	0,00	0,00
Einzahlungen aus dem Erwerb von konsolidierten Unternehmen	0,00	0,52	0,00	0,00	0,00
Cash-Flow aus der Investitionstätigkeit	-0,49	0,12	-1,50	-1,53	-1,67
Einzahlungen aus der Kapitalerhöhung	0,01	9,30	0,00	0,00	0,00
Auszahlung im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen	0,00	-1,08	0,00	0,00	0,00
Ein-/Auszahlungen aus der Aufnahme/Tilgung von Schulden	2,21	-0,61	1,52	-0,08	-0,07
Cash-Flow aus der Finanzierungstätigkeit	2,22	7,61	1,56	-0,08	-0,07
Veränderung des Finanzmittelfonds	-0,68	3,63	2,12	0,18	-0,45
Flüssige Mittel am Anfang des Wirtschaftsjahres	2,60	1,92	5,56	7,67	7,85
Flüssige Mittel am Ende des Wirtschaftsjahres	1,92	5,56	7,67	7,85	7,40

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten (Unternehmensquellen: Geschäfts- und Quartalsberichte, aktuelle Unternehmenspräsentationen sowie Managementgespräche).

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsetzung, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatortechnik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

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

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

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

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

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 02.07.2009

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen **AGO AG Energie + Anlagen**; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 02.07.2009

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

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