

## AGO AG

### AGO AG trotz Rezession - Höchster Auftragseingang in der Firmengeschichte

Kurs der Aktie am 08.12.2009, Frankfurt, 09:03	4,18
Anzahl ausgegebener Stammaktien in Mio.	4,00
Free Float nach Deutsche Börse AG	35,70
Marktkapitalisierung in Mio. €	16,72
ISIN	DE000A0LR415
Performance AGO-Aktie 52 Wochen	43,33%
DAX-Subsektor Renewable Energies	16,38%
Prime All Share	34,85%



### Kennzahlen und Prognosen

Quelle: Onvista

Daten in Mio. EUR	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	41,34	36,70	50,82	62,47	75,90
Rohergebnis	1,85	4,15	5,03	6,50	8,50
EBIT	-0,27	1,57	1,47	3,01	4,45
Jahresüberschuss	-0,68	0,62	0,52	1,46	2,27
Daten in EUR	2007	2008	2009e	2010e	2011e
EPS	-0,26	0,15	0,13	0,36	0,57
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,10	0,11
Div.rendite (%)	0,00%	0,00%	0,00%	2,39%	2,71%
Bewertung	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Marktkap./Umsatz	0,40	0,46	0,33	0,27	0,22
EV/Umsatz	0,88	0,99	0,72	0,58	0,48
EV/Rohergebnis	19,62	8,75	7,22	5,59	4,27
EV/EBIT	neg.	23,09	24,66	12,07	8,16
KGV	neg.	27,87	32,04	11,48	7,37

Prognosen: kayenburg AG

- AGO erhält größten Einzelauftrag der Firmengeschichte von den Stadtwerken Ulm mit einem Volumen von 17,0 Mio. €
- Rekordauftragseingang erreicht bis 31.10.2009 insgesamt 66,1 Mio. €, +62%
- Strategische Beteiligung an PELLEREI AGO ENERGIA in Höhe von 33% erworben
- AGO erhält weiteren Auftrag für ein Biomasseheizkraftwerk in Italien, Volumen 13,0 Mio. €
- Umsatz 9M/2009 bei 32,125 Mio. € (25,676 Mio. €); Zuwachs um +25%, Anteil Deutschland bei 95,1%, Südafrika 3,7%, restliche EU 1,2%
- Bruttoergebnis 9M/2009 erreicht 3,146 Mio. € vs. 3,254 Mio. €. Bruttomarge bei 9,79% (12,67%)
- EBIT erreicht 0,404 Mio. € (1,389 Mio. €)
- Periodenergebnis -0,056 Mio. € (0,475 Mio. €)
- Eigenkapital Konzern 12,730 Mio. € (35,6%)

### Investmentstrategie

Die bisherige Entwicklung der AGO AG zeigt, dass das Geschäftsmodell des Energieeffizienz-Unternehmens wenig von konjunkturellen Verwerfungen tangiert wird. Vielmehr bewegt sich die AGO in einem langfristigen Wachstumsmarkt. Die Beherrschung einer großen Technologiebandbreite als Technologieintegrator und als Dienstleister mit der Präsenz in den Wachstumsmärkten für Biomasse sind die Bausteine einer langfristig erfolgreichen Unternehmensentwicklung. Hohe Auftragseingänge aus Deutschland und Italien, z.B. der Stadtwerke Ulm von 17 Mio. € oder für den Bau eines Biomasseheizkraftwerkes in Italien von 13 Mio. € zeigen auf, über welche unternehmerischen Potenziale die AGO AG verfügt. Für Q4/2009 rechnen wir mit einem Spitzenquartal bei Umsatz und Ertrag. In 2010 und mit der Übergabe der Biomasseheizkraftwerke in 2011 kommen die Projekte Ulm und Italien erst richtig zum Tragen. Auf Basis dieser Perspektiven errechnen wir eine Bewertung mit dem rechnerischen Potenzialwert von bis zu 6,39 € je Aktie. **Übergewichten.**

## 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 bereits mehr als 160 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 umfassen. 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 für den Endkunden zu erzielen. Durch die 33%-Beteiligung der AGO AG an der PELLEREI AGO ENERGIA Società Agricola S.r.l., Italien, erhält die AGO Zugang zu einer 74 Hektar Kurzumtriebsplantage (Pappeln). Dies ist ein strategischer Schritt, um Biomasseheizkraftwerke im industriellen Maßstab entsprechend mit Biomasse sicher versorgen zu können. Zur operativen Umsetzung hat die AGO AG ihr Geschäftsmodell entsprechend der realisierten Wertschöpfungskette strukturiert. Dies spiegelt sich auch in der mehrheitlichen Übernahme von 75% an der Fittings GmbH Formstücke + Anlagen, Erfurt, wider. Die Aktivitäten der Fittings GmbH umfassen die Vorfertigung von Formstücken und einzelner Bauelemente wie auch die Baustellenmontage. Die AGO AG verfügt derzeit über drei Geschäftsbereiche (GBs). Diese gliedern sich in den „GB Projektentwicklung und Umsetzung“, „GB Anlagenbetrieb“ und „GB Service und Beratung“, um die jeweiligen Wertschöpfungsabschnitte und Kundengruppen gezielt zu bearbeiten.

## Marktumfeld

**Biomassetechnologien:** Die Produktpositionierung der AGO AG mit dem Schwerpunkt der Energieversorgungsanlagen darunter die Produktkategorien Biomasseheizkraftwerke, Heizkessel, Blockheizkraftwerke, Kälteanlagen, Kompressionskälteanlagen sowie Absorptionskälteanlagen macht das Unternehmen zum Energietechnologiespezialisten. Auch die Betreiberaktivitäten bilden ein attraktives Arbeitsfeld, in dem die AGO AG präsent ist. Die 33-Beteiligung an der PELLEREI AGO ENERGIA Società Agricola S.r.l., Italien, eröffnen bei dem zu errichtenden Biomasseheizkraftwerk im Volumen von 13 Mio. € nach Inbetriebnahme ab 2011 jährliche Betreiberumsätze vom 0,4 Mio. €. Diese jährlichen Betreiberumsätze werden über die gesamte Laufzeit generiert. Die Generierung von Rekordauftragseingängen von 66,1 Mio. € zeigen die Stabilität des Geschäftsmodells trotz der schärfsten Rezession seit Ende des Zweiten Weltkrieges. Der sehr gute Zugang zu den Kommunen ist ein besonderer Vorteil im gegenwärtigen Umfeld. Verbessert sich die allgemeine wirtschaftliche Lage wieder, dann profitiert die AGO AG zudem von den Investitionszyklen der Industrie und der privaten Energiewirtschaft und der anhaltenden Investitionstätigkeit der Kommunen. Die AGO AG ist ein B2B-Geschäftsmodell. Aufgrund der zunehmenden Bedeutung umweltfreundlicher und effizienter Technologien unter Berücksichtigung der Stromherstellung und Abwärmenutzung, erhalten biomassebasierte Technologien eine komplett neue Bedeutung innerhalb des gesamten Energiemix.

**Regulatorisches Umfeld:** Aus übergeordneter Sicht bietet in Deutschland das EEG entsprechende 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 so aufgestellt, um von diesem übergeordneten Megatrend international zu profitieren. Ähnliche Gesetzgebungen in anderen europäischen Ländern eröffnen dem Unternehmen daher zusätzliche Marktpotenziale. Für die AGO AG zeigt sich, dass der Einstieg in den italienischen Markt vom Zeitpunkt her betrachtet gut gewählt war. Italien verfügt europaweit über die höchsten Einspeisevergütungen für Biostrom. Ähnlich attraktiv sind die Marktchancen für das AGO-Technologieportfolio in Norwegen zu bewerten. Dank der Kooperation mit der norwegischen Enwa PMI AS verfügt die AGO AG über einen kompetenten Partner, was die Markteintrittsbarrieren für den Markt Norwegen in erheblichem Maße reduziert und den Markteintritt erheblich beschleunigt.

### Aktuelle Entwicklung der AGO AG im 9 Monatszeitraum 2009

Die AGO AG verzeichnete im Dreivierteljahr 2009 ein positives Umsatzwachstum von +25% und konnte damit gegenüber dem H1/2009 (Zuwachs um +23%) noch mehr an Dynamik gewinnen. Dieser Zuwachs in einem der schwersten Rezessionszeiten seit Bestehen der Bundesrepublik ist nach wie vor bemerkenswert. Ein Großteil des Geschäftes, ca. 95%, wurde mit deutschen Kunden, überwiegend Kommunen, realisiert. Dies bestätigt die gesunde Kundenstruktur der AGO AG. Mit einer Belebung des wirtschaftlichen Umfeldes sollten dann zusätzliche Impulse von der Industrie und der privaten Energiewirtschaft hinzukommen.

Nach den ersten neun Monaten 2009 ist der AGO AG auch die Trendumkehr auf der Ergebnisseite gelungen. So erzielte die AGO ein positives Periodenergebnis. Die Wartungsarbeiten beim Biomassekraftwerk Alperstedt, die sich über sieben Wochen in Q II/2009 erstreckten, führen zu Verzerrungseffekten auf der Bruttomargenebene wie auch beim EBITDA, EBIT und Periodenergebnis. Die aus Alperstedt resultierenden zusätzlichen Aufwendungen betrugen 0,443 Mio. € und führten zu den aufgeführten Ergebniseffekten. Hinzu kommt die Weigerung des Kunden zur Zahlung der Wärmepreisanpassung des Biomasseheizkraftwerkes. Hieraus wiederum resultieren negative Effekte auf die Bruttoergebnismarge, die sich entsprechend reduzierte.

### Bilanziell für die Zukunft gut gerüstet

Die Zusicherung der Banken für die AGO AG auf der Finanzierungsseite auch zukünftig zur Verfügung zu stehen, ist gegeben. Damit kann die AGO AG die Expansion gesichert strukturieren und planen. Dies bleibt in Krisenzeiten wie diesen ein nicht zu unterschätzender Wert. Auf bilanzieller Ebene verfügt das Unternehmen über stabile Strukturen. Die AGO AG verfügt über ein Eigenkapital im Konzern in Höhe von 12,730 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 35,6% entspricht. Mit dem bestehenden Eigenkapital kann das gesamte langfristige Fremdkapital von 9,838 Mio. € gedeckt werden und darüber hinaus noch die gesamten kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Banken in Höhe von 2,035 Mio. €. Auf der Liquiditätsseite ist die AGO AG, wiederum in Bezug auf das verfolgte Geschäftsmodell, mit 5,855 Mio. € angemessen ausgestattet.

### Zusammenfassung

Die Geschäftsentwicklung der AGO weist, wie die Historie belegt, eine nachvollziehbare Saisonalität auf. Die ersten beiden Quartale eines Jahres sind tendenziell die umsatz- und ertragsschwachen Quartale. Für die Unternehmensbewertung sind insbesondere die Jahre 2010 und 2011 relevant, weil in diesen Jahren die Großaufträge der Stadtwerke Ulm und die Errichtung eines Biomasseheizkraftwerkes in Italien von zusammen 30 Mio. € realisiert werden. Aufgrund unserer Erwartungen auf der Ergebnisseite und hinsichtlich der erwarteten Entwicklung errechnen wir einen fairen Wert für die AGO-Aktie von zunächst 6,39 €. Bei Aufrechterhaltung der Dynamik der AGO in den relevanten (Biomasse-Technologie-)Märkten sollte perspektivisch eine mittel- bis längerfristige Bewertung von ca. 8 € je Aktie möglich sein. Dies ist zwar noch ein weiterer Blick in die Zukunft, doch die strategische Zielrichtung des Unternehmens und die Ertragsperspektiven stimmen aus unserer Sicht. **Übergewichten.**

### GuV-Prognosen für die AGO AG (Konzernebene)

Geschäftsjahr	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Daten in Mio. €					
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>41,344</b>	<b>36,697</b>	<b>50,820</b>	<b>62,465</b>	75,898
Materialeinsatzkosten	-39,492	-32,543	-45,789	-55,969	-67,397
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>1,852</b>	<b>4,154</b>	<b>5,031</b>	<b>6,496</b>	<b>8,501</b>
Vertriebskosten	-2,090	-2,118	-2,744	-3,436	-4,122
F & E	-0,068	-0,174	-0,152	-0,250	-0,304
Allgemeine Verwaltungskosten	-0,995	-0,692	-0,966	-1,062	-1,290
Sonstige betrieblichen Erträge	1,233	0,551	0,915	1,762	2,277
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	-0,198	-0,147	-0,610	-0,500	-0,607
<b>EBITDA</b>	<b>-0,266</b>	<b>1,574</b>	<b>1,474</b>	<b>3,011</b>	<b>4,454</b>
Abschreibungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBIT</b>	<b>-0,266</b>	<b>1,574</b>	<b>1,474</b>	<b>3,011</b>	<b>4,454</b>
Zinsertrag	0,423	0,372	0,412	0,568	0,759
Zinsaufwand	-0,740	-0,901	-1,118	-1,437	-1,829
Beteiligungsergebnis	0,006	-0,001	0,000	0,000	0,000
<b>EBT</b>	<b>-0,577</b>	<b>1,044</b>	<b>0,767</b>	<b>2,143</b>	<b>3,384</b>
Steuern	-0,102	-0,458	-0,246	-0,686	-1,117
Sonstige Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,679</b>	<b>0,586</b>	<b>0,522</b>	<b>1,457</b>	<b>2,267</b>
Aufgegebene Geschäftsbereiche	-0,179	0,031	0,000	0,000	0,000
<b>Jahresüberschuss nach Dritten</b>	<b>-0,858</b>	<b>0,617</b>	<b>0,522</b>	<b>1,457</b>	<b>2,267</b>

EPS	-0,21	0,15	0,13	0,36	0,57
Dividende/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,07	0,11
Anzahl Aktien	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00

Margen	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Bruttomarge	4,48%	11,32%	9,90%	10,40%	11,20%
EBIT-Marge	-0,64%	4,29%	2,90%	4,82%	5,87%
EBT-Marge	-1,40%	2,84%	1,51%	3,43%	4,46%
Nettomarge	-2,08%	1,68%	1,03%	2,33%	2,99%

Prognosen: Kayenburg AG

Analysten: Hilmar Platz

[h.platz@kayenburgag.de](mailto: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:	Unternehmensstudie, Update
Beabsichtigte Aktualisierungen:	derzeit nicht absehbar
Datum der Veröffentlichung:	08.12.2009

Dem Emittenten hat diese Studie vor Freigabe vorgelegen.

### Aktuelle Empfehlungen

Kurs der Aktie am 08.12.2009	4,18 € (Börse Frankfurt, Uhrzeit: 09:03)
Faire Bewertung je Aktie	6,39 €
Empfehlung per Veröffentlichungsdatum:	Übergewichten

### Bisherige Empfehlung vom 10.09.2009

Faire Bewertung je Aktie	6,34 €
Kurs der Aktie am 04.09.2009	Under Review

---

### 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.**