

AGO AG – Performance mit Energieeffizienz

Kurs der Aktie am 28.04.2010, Börse Stuttgart, 10:38:05

Anzahl ausgegebener Stammaktien in Mio.

Free Float nach Deutsche Börse AG

Marktkapitalisierung in Mio. €

ISIN

Performance AGO-Aktie 52 Wochen

DAX-Subsektor Renewable Energies

Prime All Share



Kennzahlen und Prognosen

Quelle: Onvista

Daten in Mio. EUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	36,70	50,29	63,59	83,73	88,84
Rohergebnis	4,15	5,17	6,87	9,21	10,39
EBIT	1,57	1,67	2,35	3,60	4,59
Jahresüberschuss	0,62	0,27	1,19	1,88	2,36
Daten in EUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e
EPS	0,15	0,06	0,30	0,47	0,59
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,10	0,12
Div.rendite (%)	0,00%	0,00%	0,00%	2,38%	2,81%
Bewertung	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Marktkap./Umsatz	0,46	0,33	0,26	0,20	0,19
EV/Umsatz	0,84	0,61	0,48	0,37	0,35
EV/Rohergebnis	7,41	5,96	4,48	3,34	2,96
EV/EBIT	19,57	18,41	13,09	8,55	6,71
KGV	28,00	61,99	14,08	8,91	7,11

Prognosen: Kayenburg AG

- AGO erzielt 2009 den bisher höchsten Konzernumsatz mit 50,287 Mio. € (+37%)
- Bruttoergebnis steigt auf 4,975 Mio. € (vs. 3,665 Mio. €), Zuwachs um +35,7%
- EBIT (bereinigt) bei 1,322 Mio. € (vs. 0,886 Mio. €), Anstieg um 49%
- Jahresüberschuss bei 0,271 Mio. € (0,586 Mio. €), höhere Steuerlast und latente Steuern
- Operativer CF 7,601 Mio. € (2,058 Mio. €)
- EPS 2009 erreicht 0,06 € (2008: 0,15 €)
- Operative Nachrichten: Kooperation mit der südafrikanischen Dematech (PTY) Ltd., mittelfristiges Umsatzpotenzial 5 Mio. €
- Inbetriebnahme einer Hochdruckdampfspeicheranlage für EnBW, Volumen 6,5 Mio. €
- Chance auf weitere EnBW-Aufträge gegeben
- Anstieg der Bilanzsumme auf 43,382 Mio. € (38,038 Mio. €), Bilanzverlängerung +14%
- Konzerneigenkapital 30,2% (34,3%)
- Liquidität 10,268 Mio. € (=23,7% der Bilanz)

Investmentstrategie

Das Thema Energieeffizienz ist der Megatrend in der Energieindustrie mit großen Ausstrahlungseffekten. Das technologieübergreifende Know How der AGO AG macht das Unternehmen zu einem Profiteur dieses langfristigen Energietrends. Das Unternehmen dürfte insbesondere vom internationalen Wachstumssegment der Biomasse(heiz)kraftwerke profitieren. Im Bereich Energieeffizienz ist die AGO AG eines der wenigen fokussierten Unternehmen an den europäischen Börsen. In der Kombination von Technologiekompetenz, Innovation, Technologieintegration und Energieeffizienz-Management befindet sich das Unternehmen in einem Neubewertungsprozess. Mit einer Umsatzbewertung von 0,26 (2010e) und 0,20 (2011e), einer Enterprise Value/Rohergebnis-Bewertung von 4,48 (2010e) und 3,34 (2011e) sowie einer signifikanten Unterbewertung gegenüber börsennotierten Vergleichsunternehmen bleibt die AGO-Aktie attraktiv. Auf Basis dieser Perspektiven ermitteln wir eine Zielbewertung für die AGO-Aktie mit dem rechnerischen Potenzialwert von bis zu 7,84 € je Aktie. **Übergewichten.**

Geschäftsmodell der AGO AG

Der Geschäftsschwerpunkt der AGO AG liegt in der Energieversorgung von Industrie und Kommunen auf Basis eines standortabhängigen Energiemix aus Erneuerbare Energien und konventionellen Energieträgern. Aus längerfristiger Sicht ist der Teilmarkt der Biomasse(heiz)kraftwerke das Wachstumssegment innerhalb des AGO-Portfolios. Zur Ausweitung der Wachstumspotenziale finden derzeit umfangreiche Gespräche mit Direktinvestoren und Fondsgesellschaften statt.

Operativ positioniert sich die AGO AG als technologie- und ingenieur-orientiertes Unternehmen mit Full-Service-Dienstleistungen. Die Konzernmutter ist dabei ein umsetzungsorientierter Projektentwickler. Die Tochtergesellschaften positionieren sich als Vertriebsgesellschaften und Projektgesellschaften. 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. 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 neben der Energieeffizienz auch eine positive Umweltbilanz zu erzielen.

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 optimal zu bedienen. Das Produktangebot ist vielseitig und umfasst sowohl die Wärmetechnik, Kältetechnik, Contracting, Beitreiben von Energieversorgungsanlagen, Stromproduktion, Service und Beratung.

Übernahmen, Beteiligungen und strategische Kooperationen als Bestandteile der Strategie

Zur operativen Umsetzung hat die AGO AG ihr Geschäftsmodell entsprechend der realisierten Wertschöpfungskette strukturiert. Im Rahmen dieser Strategie werden selektiv Beteiligungen und Kooperationen im Rahmen einer Langfriststrategie realisiert:

Deutschland: Diese Strategie spiegelt sich 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.

Italien: Seit 2007 verfügt die AGO AG über eine 55%-Beteiligung an der AGO ENERGIA S.r.l., Turin. Diese Gesellschaft wiederum hat sich zu 100% an der ersten Projektgesellschaft Reindeer S.r.l., Cassano Magnago, beteiligt. Darüber hinaus ist die AGO AG mit 33% an der PELLEREI AGO ENERGIA Società Agricola S.r.l., Italien, beteiligt. Diese Gesellschaft eröffnet für die AGO AG den Zugang zu einer 74 Hektar großen Kurzumtriebsplantage (Pappeln, in Bau befindliches Biomasseheizkraftwerk mit 3 MW elektrisch). Diese Beteiligung hat unserer Ansicht nach für die AGO AG eine strategische Bedeutung für die Sicherung der Biomasseheizkraftwerke im industriellen Maßstab mit Biomasse aus der Region. Der italienische Energiemarkt weist Besonderheiten auf und ist derzeit einer der attraktivsten europäischen Märkte für die Biomasse

basierte Wärme- und Stromproduktion aufgrund entsprechender Einspeisevergütungen. Die AGO AG profitiert aufgrund ihrer Stellung in Italien von dieser Entwicklung.

Norwegen: Die 75%-Beteiligung an der norwegischen Ringdalskogen Fjernvarme AS ist ebenfalls ein Baustein in der Langfriststrategie, um Zugang zu einem attraktiven Wärmemarkt zu erhalten. Ab dem Herbst 2010 beabsichtigt die AGO AG die Wärmekonzession für das Industriegebiet Ringdalskogen in operatives Geschäft umzusetzen. Die AGO AG will sich hierbei als industrieller Wärmelieferant positionieren.

Südafrika: Das erfolgreiche Leitprojekt für die niederländische Heineken-Gruppe, eine der weltweit größten Brauereigesellschaften, in Kooperation mit der südafrikanischen Dematech (PTY) Ltd., führt zu einer strategischen Kooperation mit Dematech (PTY) Ltd. Das Ziel der langfristigen Zusammenarbeit besteht darin für afrikanische Industrieunternehmen Energieversorgungsanlagen zu planen und zu bauen. Aufgrund der zu erwartenden positiven wirtschaftlichen Entwicklung im ökonomischen Schwergewicht Afrikas, spielt die industrielle Energieversorgung eine zentrale Rolle. Das Management der AGO AG rechnet mittelfristig mit jährlichen Umsatzbeiträgen von 5 Mio. €.

Strategische Unternehmensausrichtung der AGO AG

Die AGO AG positioniert sich als Systemanbieter für Energieversorgungsanlagen, für Energiemanagement, für Wärme und Kälte. Ein wesentlicher Baustein für diese unternehmerische Positionierung ist die im Unternehmen vorhandene technologische Kompetenz, die permanent weiterentwickelt wird. Das Technologieportfolio ist in Produktangeboten im „Baukastensystem“ zusammengefasst. Gleiche Technologien können modifiziert sowohl zur Wärmeproduktion, Kälteproduktion, Stromherstellung etc. genutzt werden.

Wärmetechnik

- **Wärmetechnischer Anlagenbau.** Die AGO AG ist Technologiepartner für industrielle und kommunale Projekte. Das Leistungsspektrum umfasst hierbei die Konzeption, Errichtung von wärmetechnischen Anlagen für die Erzeugung von Warmwasser, Heißwasser oder Dampfaufbereitung. Die Energieträger können hierbei biogene Rohstoffe wie Holz oder Biogas sein. Fallweise kann die AGO AG auch konventionelle Energieträger wie Öl, Erdgas, oder auch Schweröl zurückgreifen.
- **Biomasse(heiz)kraftwerke** werden mit Holzschnitzel, Waldfrischholz und Altholz befeuert und dienen der Grundlastsicherung. Neben der klassischen Verbrennung hat die AGO auch Holzvergasungsanlagen im Portfolio. Die Spitzenlastsicherung erfolgt fallweise mit konventionellen Energieträgern. Die AGO AG hat bereits unterschiedlichste Biomasseheizkessel verschiedener Hersteller installiert mit entsprechend langjähriger Contracting- und Betreibererfahrung.
- **Blockheizkraftwerke (BHKW).** Die BHKW können gleichzeitig Wärme und Energie zur Verfügung stellen. Die Kernkompetenz ist hierbei die Kraft-Wärme-Kopplung. Mit mehr als 160 installierten BHKW für den industriellen und kommunalen Bereich verfügt die AGO über eine nachgewiesene industrielle Kompetenz im Leistungsbereich >1 MW elektrisch. Kunden sind hierbei Energieversorgungsunternehmen, Stadtwerke mit der Wärmebereitstellung für den Nah- und Fernbereich sowie die Versorgung des Stromnetzes mit entsprechenden Strommengen. Auch kommunale Einrichtungen wie Krankenhäuser sind Kunden der AGO AG. Aus energetischer Sicht können auch Kläranlagen und Biogasanlagen genutzt werden.

- **Contracting:** Eine Möglichkeit, viel Energie zu sparen und dabei wenig zu investieren, stellt das Contracting dar. Damit sind alternative Finanzierungs- und Betreibermodelle gemeint, die es Unternehmen erlauben, die Vorzüge moderner Effizienztechnologien zu nutzen, ohne dazu Eigenkapital zu binden oder Fremdkapital aufzunehmen. Ein Energielieferant übernimmt die Versorgung mit der benötigten Energie. Der Auftrag kann die Lieferung von Kälte, Wärme, Strom, Druckluft oder andere Formen von Energie umfassen.
- **Betreiben von Anlagen.** Diese AGO-Leistungen umfassen das Brennstoff- und Befeuerungsmanagement, was die Rohstoffbeschaffung und -logistik einschließt.
- **Eco-Plus*Klimaschutz,** die AGO AG agiert als Zertifikatespezialist. Für die Umstellung auf biogene Brennstoffe erhält der Nutzer für jede Tonne an eingespartem CO₂ entsprechende Zertifikate. Damit bekommt die Schadstoffeinsparung einen wirtschaftlichen Gegenwert.

Kältetechnik

- **Kältetechnischer Anlagenbau;** hierbei greift die AGO AG auf bewährte Technologien zurück wie Kaltwassersätze, Schraubenkaltwassersätze oder Absorptionskälteanlagen etc.
- **Prozesskälte;** im Bereich der Prozesskälte ist es von entscheidender Bedeutung eine auf den Produktionsprozess abgestimmte Kälteproduktion zu ermöglichen. Speziell in diesem Segment betrachtet sich die AGO AG als Technologieführer und Marktführer für Prozesskälteanlagen für die Photovoltaikindustrie in Deutschland.
- **Kraft-Wärme-Kopplung**
- **ago congelò.** Dieses System wurde gemeinsam man mit der ILK Dresden entwickelt und zur Marktreife geführt. Die kompakte Absorptionskälteanlage ist für unterschiedliche Einsatzbereiche vorgesehen, darunter für die Lebensmittel- und Getränkeindustrie, Großbäckereien, für Gefrier- und Kühlanlagen, für die Obst- und Gemüse Kühlung, aber auch für Anwendungen in der chemischen / petrochemischen Industrie und für weitere industrielle Anwendungen.
- **Solare Prozessenergie,** hierbei greift die AGO AG auf Mirroxx Fresnell-Kollektoren zurück. Hierbei handelt es sich um Aufdachsysteme die mit Absorptionskälteanlagen kombiniert werden können. Mit Hilfe der solaren Prozessenergie können Klimaanlage versorgt, aber auch Prozesskälte erzeugt werden. Der optimale Temperaturbereich liegt in der Spanne von 100 bis 200 Grad Celsius. Die technische Auslegung reicht bis 400 Grad Celsius.
- **Contracting** (Funktionsweise siehe Wärmetechnik)

Stromerzeugung

Auch in der Stromerzeugung kann die AGO AG auf die technologische Kompetenz der BHKW-Technologie, der Biomasse(heiz)kraftwerkstechnologie, der Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung, der solaren Prozessenergie und dem Contracting zurückgreifen („Baukastensystem“). Das Produktportfolio der Stromerzeugung umfasst jedoch weitere technologische Optionen. Dies ist die Stromherstellung aus Abfällen.

- Hier verfügt die AGO AG Zugriff auf die Wirbelschichttechnologie. Die Wirbelschichttechnologie eröffnet eine breite Spanne an Einsatzstoffen für die Verbrennung – oftmals auch belasteter Reststoffe - und deren energetische Nutzung.
- Inputmaterialien für die Stromerzeugung können Erdgas (klassische Motoren) Deponiegas, Abwasserschlämme, Biogase, Schweinegülle, Hühnermist, Gase mit Schwefelsäure, Öl-Wasser-Aufschlammungen und Petrokoks sein. Mit Hilfe entsprechender Aufreinigungen und durch die Verbrennung können diese Inputstoffe energetisch und umweltfreundlich genutzt werden.

Service

Die Technologieplattformen der AGO AG erfordern entsprechende Serviceleistungen, um für den Kunden ein so genannter „one stop shop“ zu sein. Das Service-Portfolio der AGO AG umfasst daher die Segmente Betreiben von Anlagen, Contracting, Service & Kundendienst, Rohstoffmanagement, Emissionshandel und das Eco*Plus Klimaschutzprogramm.

Beratung

Über die bereits dargestellten Leistungsmodule hinaus ist die AGO AG als Beratungsunternehmen tätig. Das Beratungstool umfasst die Bausteine wärmetechnische Anlagenberatung, kältetechnische Anlagenberatung, Kraft-Wärme-Kopplung, Standortstudien, Energieeffizienzberatung und den Emissionshandel.

Abschließende Einschätzung des Produktportfolios

Unserer Ansicht nach sind die Technologiesegmente Wärmetechnik und wärmetechnischer Anlagenbau, Biomasseheizkraftwerke, Blockheizkraftwerke, Contracting und Betreiben von Anlagen sowie die Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung die wesentlichen Umsatzträger der AGO AG. Die Technologiesegmente der Energieerzeugung aus Abfällen mit Hilfe der Wirbelschichttechnologie oder die solare Prozessenergie stellen unseres Erachtens derzeit Aktivitäten mit untergeordneter Umsatzbedeutung dar. Dies gilt auch für das Technologiesegment Wärmepumpe. Die ergänzenden Aktivitäten Service und Beratung sind aus strategischer Sicht bedeutsam, da das Unternehmen seine Kompetenz unter Beweis stellen kann und für realisierte Projekte der Partner im Sinne eines „one stop shop“ ist.

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. Dies schließt die Bereiche der Energieversorgung, Projektierung, das Contracting und auch die Betreiberaktivitäten mit ein. Die 33%-Beteiligung an der PELLEREI AGO ENERGIA Società Agricola S.r.l., Italien, eröffnen bei dem in Errichtung befindlichen Biomasseheizkraftwerk im Volumen von 13 Mio. € nach Inbetriebnahme ab 2011 jährliche Betreiberumsätze. Diese jährlichen Betreiberumsätze werden über die gesamte Laufzeit generiert. Der sehr gute Zugang zu den Kommunen ist dabei ein besonderer Vorteil. Verbessert sich die allgemeine wirtschaftliche Lage wieder, was seit einigen Monaten beobachtet werden kann, dann profitiert die AGO AG zeitlich versetzt auch wieder von der Investitionstätigkeit der Industrie. Es besteht ein hohes Interesse an umweltfreundlichen und energieeffizienten Energieversorgungsanlagen. Das Geschäftsmodell der AGO AG ist ein klassisches B2B-Geschäftsmodell. Aufgrund der zunehmenden Bedeutung umweltfreundlicher und effizienter Technologien unter Berücksichtigung der Stromherstellung und Abwärmenutzung, erhalten Biomasse-basierte Technologien eine komplett neue Bedeutung innerhalb des gesamten Energiemix. Die AGO AG positioniert sich dabei im mittleren Leistungsbereich der Wärme- und der Energieproduktion und entgeht mit dieser Strategie dem direkten Wettbewerb mit den großen

Energieversorgungsunternehmen, die zudem sehr stark auf Biogas setzen. Ein Beispiel ist die Kooperation der EON AG mit der Schmack Biogas AG in Schwandorf, Bayern.

Regulatorisches Umfeld: Aus übergeordneter Sicht bietet in Deutschland das EEG trotz entsprechender Nivellierungen, die vor allem die Solarindustrie negativ tangierten, 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. Mit Hilfe des bereits etablierten Technologieportfolios kann die AGO AG von diesem übergeordneten Energietrend international 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 ein richtiger Schritt 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 beschleunigt. Auch Südafrika spielt für die selektive Expansionsstrategie des Unternehmens als Markt eine langfristige und strategische Rolle.

Wettbewerbsumfeld der AGO AG

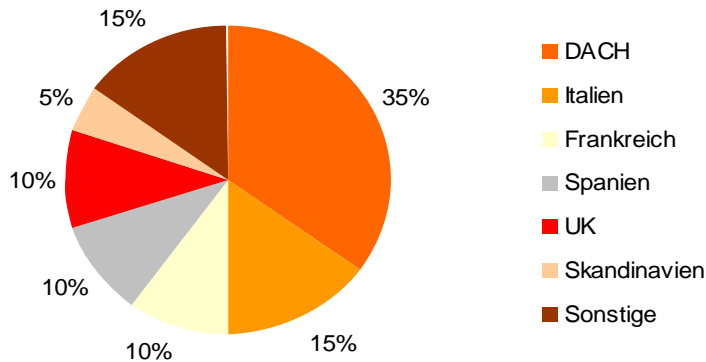
Die AGO AG bewegt sich schwerpunktmäßig in den Geschäftssegmenten der Energieversorgung, der Projektentwicklung und als Contracting-Unternehmen. Hierbei ist der für die AGO AG relevante Markt differenziert zu analysieren und zu bewerten:

Energieversorgung: In diesem Marktsegment bewegen sich Großunternehmen wie die MVV AG, EnBW, EON, Vattenfall und zahlreiche mittelgroße und große Stadtwerke. Im Gegensatz zur AGO AG die Energieversorgungseinrichtungen konzipiert, erstellt, fallweise im unteren bis mittleren Leistungssegment betreibt, konzentrieren sich diese Konzerne auf Großprojekte im 100 Mio. €-Maßstab. Darüber hinaus spielt für diese großen Wettbewerber im Gegensatz zur AGO AG der Biogasbereich eine wichtige Rolle.

Projektentwicklung: Im Bereich Biomasse-basierter Systeme wie den Biomasse(heiz)kraftwerken steht die AGO AG im Wettbewerb zu Unternehmen wie der Energiecontracting Heidelberg AG (ECH) oder UBP AG. Insbesondere der ECH ist es gelungen mit Finanzierungspartnern, die Biomassefonds auflegen, ins Geschäft zu kommen.

Contracting: Auch dieser Markt ist durch Marktteilnehmer unterschiedlicher Größe, strategischer Ausrichtung und Finanzkraft geprägt. In diesem Segment agieren Unternehmen wie Dalkia, ein Unternehmen der französischen Unternehmensgruppe Veolia oder die Getec AG. Diese Unternehmen sind Bereich der Energietechnik und Energiedienstleistungen umfassend vertreten, die Getec vor allem auf der Energiedienstleistungsseite (Umsatz 2008: 194 Mio. € mit 120 Mitarbeitern). Weitere Wettbewerber im Bereich des Contracting sind die Energiecontracting Heidelberg, die Bestandteil einer Holding ist und zunehmend auch in den Bereich >10 MW thermische Energieleistung bzw. entsprechend 5 MW elektrische Leistung agiert. Im Bereich Contracting weicht die AGO AG den großen Wettbewerbern dadurch aus, dass sie nicht in großindustriellen oder großkommunalen Projekten agiert. Darüber hinaus tendieren die großen Unternehmen zu Biogasanlagen. Dies ist bei der AGO AG nicht der Fall. Gegenüber der Energiecontracting Heidelberg AG dürfte der Vorteil der AGO AG im besseren Zugang zu Refinanzierungsmitteln sein, da die AGO AG als börsennotiertes Unternehmen hier über entsprechende Wettbewerbsvorteile verfügt.

Prognose für Biomasse(heiz)kraftwerksmarkt 2010e



Prognosen: Kayenburg AG

Umsatzentwicklung der AGO im Geschäftsjahr 2009

Die AGO AG verzeichnete 2009 ein überaus positives Umsatzwachstum von +37% auf 50,287 Mio. € (2008: 36,697 Mio. €). Das nach wie vor dominierende Inlandsgeschäft mit einem Umsatzbeitrag von 43,878 Mio. € und einem Wachstum um +28,8% (2008: 34,070 Mio. €) steht ein boomendes Auslandsgeschäft von 6,409 Mio. € (+144%) gegenüber. Bezogen auf die Unternehmensbereiche erzielte das Projektgeschäft ein Umsatzplus um +37,2% auf 32,843 Mio. € (2008: 23,939 Mio. €). Der Bereich Service konnte beim Umsatz weit überproportional auf 13,525 Mio. € gegenüber 8,399 Mio. €, zulegen (+61,0%). Demgegenüber verzeichnete der Unternehmensbereich Anlagenbetrieb Umsatzeinbußen um 10,1% auf 3,919 Mio. € gegenüber 4,359 Mio. €. Bei einer Gesamtbetrachtung der AGO-Gruppe verzeichnete das Energieeffizienzunternehmen auf der Umsatzseite mit einem Plus um 37% - im schwersten Rezessionsjahr in der deutschen Nachkriegsgeschichte - einen neuen Unternehmensrekord. Dies zeigt auf, dass das Geschäftsmodell der AGO AG über eine entsprechende Stabilität und Flexibilität verfügt, um sich schnell ändernden Marktverhältnissen innerhalb einer kurzen Reaktionszeit anzupassen. Die Kundenstruktur ist hierbei von erheblicher Bedeutung. Die wichtigsten Kunden sind industrielle Kunden – und in der Krise besonders wichtig – die Energieversorger und die Kommunen. Die Sicherung der technologischen Kompetenz spielt ebenfalls eine wichtige Rolle. Daher wurden die projekt- und praxisbezogenen F&E-Kosten auf 0,205 Mio. € erhöht. Ein Großteil der F&E-Aufwendungen wurden in die Kältetechnik investiert. Zur Ausweitung des Geschäftes erhielt die AGO AG von Versicherungen und Banken Avallinien (Bürgschaften) von ca. 26,7 Mio. €, wovon mittlerweile 22,8 Mio. € beansprucht worden sind.

Kostenentwicklung

Die wesentlichen Kostenfaktoren für die AGO AG sind der Aufwand für Material und bezogene Leistungen mit 35,5 Mio. € (33,3 Mio. €), Personalkosten 8,3 Mio. € (6,8 Mio. €) und die Vertriebskosten mit 2,6 Mio. € (2,1 Mio. €). Die Kostenentwicklung lässt sich dahingehend interpretieren, dass sie die spürbar ausgeweitete wirtschaftliche Tätigkeit der AGO AG widerspiegelt. In den gestiegenen Vertriebskosten sind Projekte enthalten, die sich im Angebots-erstellungstatus befinden. Darunter sind neue Projekte für Italien, Norwegen und Südafrika.

Ergebnisentwicklung 2009

Bereits im 9-Monatsbericht wies die AGO AG darauf hin, dass die Trendumkehr auf der Ergebnisseite gelungen ist. Die AGO AG erzielte ein positives Periodenergebnis. Die Wartungsarbeiten beim Biomassekraftwerk Alperstedt, die sich über sieben Wochen in Q II/2009 erstreckten, führten jedoch zu Verzerrungseffekten auf der Bruttomargenebene wie auch beim EBITDA, EBIT und Periodenergebnis. Die aus Alperstedt resultierenden zusätzlichen Aufwendungen inklusive Abwertungen der Forderungen gegenüber dem Kunden und führten zu negativen Ergebniseffekten. Dies schließt die bisherige Weigerung des Kunden zur Zahlung der Wärmepreisanpassung des Biomasseheizkraftwerkes ein. Diese Effekte machen sich auch im Gesamtjahresergebnis bemerkbar.

Segmentberichterstattung, Mio. €	Umsatz 2008	Umsatz 2009	Segmentergeb. 2008	Segmentergeb. 2009
Service, Beratung & Kleinprojekte	8,783	13,525	0,722	1,413
Projektentwicklung & Umsetzung	23,939	32,851	0,588	0,720
Anlagenbetrieb	4,359	4,094	0,334	-0,205

Quelle: AGO AG, 2009

Die Segmententwicklung des Geschäftsjahres 2009 signalisiert, dass insbesondere die Segmente Service, Beratung & Kleinprojekte sowie das Segment Projektentwicklung & Umsetzung bereits in der gegebenen Struktur erhebliche Ertragspotenziale erschließen konnten. Auf der Gesamtunternehmensebene erzielte die AGO AG 2009 ein Bruttoergebnis nach Herstellkosten von 5,169 Mio. € (4,154 Mio. €) sowie ein operatives Ergebnis von 1,673 Mio. € (1,574 Mio. €). Der unterproportionale Anstieg des operativen Ergebnisses resultiert aufgrund höherer Vertriebskosten von 2,580 Mio. € (vs. 2,118 Mio. €), gestiegener allgemeiner Verwaltungskosten von 1,005 Mio. € (vs. 0,695 Mio. €) und signifikant höherer sonstiger betrieblicher Aufwendungen von 0,645 Mio. € (vs. 0,147 Mio. €), die vor allem aus Wartungsarbeiten des Biomassekraftwerkes Alperstedt herrühren. Das EBT reduzierte sich leicht auf 0,987 Mio. € (1,044 Mio. €). Aufgrund erhöhter Steuern, davon vor allem latente Steuern, errechnet sich eine Konzernsteuerbelastung von 0,716 Mio. €, die zu einem Nachsteuerergebnis von 0,217 Mio. € (vs. 0,617 Mio. €) führen. Dies entspricht bei 4 Mio. ausstehenden Aktien einem EpS von 0,06 €.

Bilanziell für die Zukunft gut gerüstet

Die gesteigert wirtschaftliche Aktivität der AGO AG führte aufgrund der Geschäftsausweitung, und aufgrund von Übernahmen, z.B. der Fittings GmbH, des 75% Anteils an der Ringdalskogen Fjernvarme (Norwegen) und der Beteiligung an der Pellerei AGO Energia Societa Agricola S.r.l., zu einer Bilanzverlängerung um 1,2 Mio. €. Auch die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung erhöhten sich aufgrund des spürbaren Wachstums um 5,2 Mio. €. Insgesamt beläuft sich die Bilanzsumme für 2009 auf 43,4 Mio. € (38,0 Mio. €). Wie bereits in unserer Studie vom Dezember 2009 skizziert, verfügt die AGO AG über weitreichende Zusicherungen der Banken, die auf der Finanzierungsseite auch zukünftig zur Verfügung zu stehen. Damit kann die AGO AG die schrittweise Expansion gezielt ohne Großübernahmen fortsetzen. Auf der bilanziellen Ebene verfügt das Unternehmen über stabile Strukturen. Die AGO AG weist im Konzern ein Eigenkapital im Konzern in Höhe von 13,116 Mio. € (13,043 Mio. €) auf, was einer Eigenkapitalquote von 30,4% entspricht. Mit dem bestehenden Eigenkapital können das gesamte langfristige verzinsliche Fremdkapital in Höhe von 9,152 Mio. € und noch die gesamten kurzfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten in Höhe von 1,980 Mio. € gedeckt werden. Auf der Liquiditätsseite weist die AGO AG eine hohe Liquidität von 10,268 Mio. € (2008: 7,679 Mio. €) zum Bilanzstichtag auf. Damit macht der Anteil der Liquidität an der Bilanz 23,4% aus. Je Aktie beträgt die Liquidität zum 31.12.2009 exakt 2,57 €, was 61% des aktuellen Aktienkurses ausmacht.

Marktperspektiven für die AGO AG in 2010 und den Folgejahren

Die Gesamtentwicklung der für die AGO AG relevanten Märkte unterliegt unterschiedlichen Trends. Hierbei ist in den Markt der Industriekunden und der Kommunen und Stadtwerke zu unterscheiden.

Industriekunden	Trends 2010 - 2012
Deutschland	Großes Interesse an umweltfreundlichen Lösungen, Hoher Bedarf an Energieeffizienzberatung, an Standortanalysen und Umrüstungen Wirtschaftskrise führt zu verlängerten Verhandlungszeiträumen beim Contracting
Italien	Besondere Förderung regenerativer Brennstoffe Bedienung des Marktes vor Ort möglich
Südafrika	Industrielle Projekte für den Mittelstand
Norwegen	große Biomasseprojekte und Wärmepumpenkonzepte

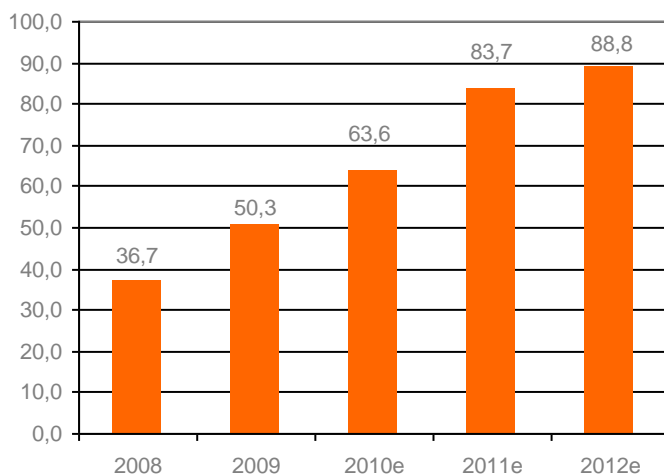
Kommunen/Energieversorger	Trends 2010 - 2012
Deutschland	Investitionsniveau auf hohem Niveau Weniger Investments in Biomassenanlagen in Abhängigkeit von Preisentwicklung bei fossilen Energieträgern Mehr Investments bei konventionellen und bei erdgasbetriebenen Einrichtungen
Norwegen	Hoher Nachfragezuwachs für Wärmeversorgungssysteme auf Basis erneuerbarer Inputstoffe
Italien	Seit 2009 klare Gesetzgebung für den Bereich Biomassestrom Starke Nachfrage nach Biomasseheizkraftwerken

Die Geschäftsentwicklung der AGO weist eine aus dem Geschäftsmodell heraus resultierende Saisonalität auf. Die ersten beiden Quartale eines Jahres sind tendenziell die umsatz- und ertragsschwachen Quartale. Wir rechnen jedoch damit, dass in den Folgejahren durch die Zunahme des Contractings und Betreibens von Biomasse(heiz)kraftwerken und aufgrund des gestiegenen Anteils des Servicegeschäftes, die Schwankungsintensität über die einzelnen Quartale tendenziell abnehmen dürfte. Hinsichtlich des Wettbewerbs erwarten wir keine weitere Zunahme der Wettbewerbsdichte. Der Trend der Großunternehmen sich weiterhin ausschließlich auf thermische und elektrische Großprojekte zu konzentrieren sollte anhalten. Der Wettbewerb mit Unternehmen in der Größenklasse der 2G Bio-Energietechnik AG oder Energiecontracting Heidelberg AG, UBP AG und anderen dürfte sich fortsetzen. Der Vorteil der AGO AG gegenüber

den zwei letztgenannten Unternehmen ist allerdings der bessere Zugang zum Kapitalmarkt und damit zu neuem Wachstumskapital und Refinanzierungsmitteln.

Prognosemodell zur Unernehmensentwicklung bis 2012

Prognostizierte Umsatzentwicklung 2009 bis 2012 (Mio. €)



Quelle: Kayenburg AG

Wir erwarten insbesondere anhaltende Geschäftsimpulse aus dem Unternehmensbereich Service mit einem Anstieg der Umsätze im Prognosezeitraum von 13,5 auf 16,3 Mio. €. Hier kann die AGO ihre Stellung als international tätiges Energieeffizienzunternehmen zunehmend ausspielen. Ausgehend von den Aktivitäten im Bereich des Anlagenbetriebs – hier ist der italienische Markt von erheblicher Bedeutung - erwarten wir eine erhebliche Zunahme der Umsätze aus diesem Unternehmensbereich der bis 2012 auf 14 Mio. € ansteigen sollte. Beim Projektgeschäft erwarten wir in Abhängigkeit von den Preisschwankungen bei fossilen Brennstoffen eine Umsatztätigkeit in der Spanne von 41,1 Mio. € (2010e), 56,9 Mio. € (2011e) und 58,5 Mio. € (2012e).

Prognosen zur Ergebnisentwicklung

Daten in Mio. €	2009	2010e	2011e	2012e
Rohergebnis	5,17	6,87	9,21	10,39
EBIT	1,67	2,35	3,60	4,59
EBT	0,99	1,76	2,77	3,53
Nettoergebnis	0,27	1,19	1,88	2,36

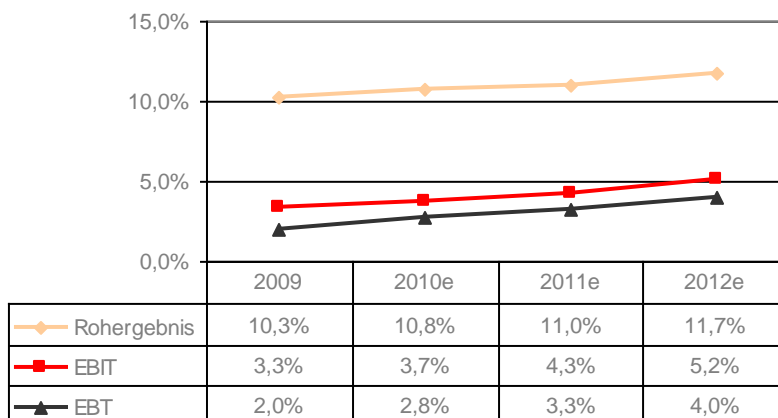
Quelle: Prognosen Kayenburg AG

Die Veränderungen im Produkt- und Dienstleistungsmix dürften sich in der Phase 2009 bis 2012e unserer Prognose zur Folge positiv auf der Ertragsseite durchschlagen. Dies resultiert vor allem aus den strukturell bedingt abnehmenden Anteil der Herstellkosten, da die relative Bedeutung des Servicegeschäftes und des Betreibergeschäftes im Betrachtungszeitraum zunehmen dürften.

Prognosen zur Unternehmensrentabilität

Aufgrund der Zunahme des Geschäfts in den Bereichen Anlagenbetrieb und Service gehen wir von einem spürbaren Anstieg der Unternehmensprofitabilität aus. Die prognostizierte Verbesserung der Unternehmensrentabilität resultiert aus einem verbesserten Produkt- und Dienstleistungsmix. Die Herstellkosten für den Betrieb von Biomasse(heiz)kraftwerken oder für das Service-Geschäft sind nicht vergleichbar mit den Herstellkosten im Projektgeschäft. So dürften sich die Herstellkosten im für die AGO AG relevanten Projektgeschäft in der Regel zwischen 86% bis 91% bewegen, entsprechend der erforderlichen technologischen Komponenten. Dies resultiert aufgrund der unternehmerischen Struktur der AGO AG. Die AGO AG ist mit Ausnahme der Fittings GmbH ein nicht rückwärts integriertes Unternehmen und kauft die erforderlichen Komponenten vom Markt zu. In Phasen boomender Märkte kann sich diese Struktur auf der Kostenseite durchaus negativ auswirken. Auf der anderen Seite tritt die AGO AG gegenüber ihren Kunden als ein herstellerunabhängiger Anbieter und Assemblierer von technologischen Komponenten auf. Dank des zukünftig zunehmenden Ausbaus des Anlagenbetriebs und des Service-Geschäftes dürfte deren Gewichtung spürbar zunehmen mit der Folge tendenziell höherer Margen. Per Saldo rechnen wir auf der Gesamtunternehmensebene mit einer Befestigung der Bruttomarge (nach Herstellkosten), EBIT-Marge, EBT-Marge und Nettomarge.

Margenentwicklung 2009-2012e (%)



Unternehmensbewertung

Fundamentale Unterbewertung der AGO AG

Im Segment der von der AGO AG bearbeiteten Segmente Energieversorgung, Projektentwicklung und Contracting ist das „direkt“ vergleichbare börsennotierte Unternehmen die 2G Bio-Energietechnik AG, mit Sitz in Heek/NRW. Mittlerweile haben beide Unternehmen eine beim Umsatz ähnliche Größe erzielt. Die AGO AG und 2G Bio-Energietechnik AG verfolgen unterschiedliche Marktstrategien. Beide Gesellschaften agieren jedoch im Markt für Anlagen für die dezentrale Energieversorgung auf Basis herstellerunabhängiger Technologien und Komponenten. Gewisse Überschneidungen gibt es beim Leistungsprofil beider Unternehmen, das die Planung, Entwicklung, Erstellung, Installation und den Service für Blockheizkraftwerke beinhaltet. Beide Unternehmen agieren zudem im langfristig stark wachsenden Markt der Kraft-Wärme-Kopplung und in der Systemintegration. Im Gegensatz zur AGO AG weist die 2G Bio-Energietechnik AG einen höheren Integrationsgrad in der Eigenherstellung von Komponenten auf, was tendenziell zu höheren Bruttomargen führen kann.

Daten in Mio. €	Umsatz 2009	EBIT 2009	Auftragsb. Ende 2009
2G- Bio-Energietechnik AG	51,10	3,45	26,00
AGO AG	50,29	1,67	40,55

Kennzahlen	Marktkap./Umsatz	Marktkap./EBIT	Marktkap./Auftragsb.
2G- Bio-Energietechnik AG	85,2%	12,6	1,67
AGO AG	35,2%	10,6	0,41

Quelle: Unternehmensdaten

Auch bei einer kritischen Bewertung weist der Kennzahlenvergleich auf eine fundamentale Unterbewertung der AGO AG im Vergleich zur 2G Bio-Energietechnik AG hinsichtlich der Umsatz- (Basis 2009), bei der EBIT-Bewertung und bei der Bewertung der Auftragsbestände hin. Dieser Sachverhalt lässt sich weder durch Divergenzen in der technologischen Kompetenz, noch dem Produktmix oder in den Unterschieden bei der Internationalisierung des Geschäfts ableiten. Auch bilanzielle Faktoren rechtfertigen den hohen Bewertungsabschlag der AGO AG gegenüber der 2G Bio-Energietechnik AG nicht. Allenfalls die stärkere Ausrichtung der 2G als ausschließlicher Technologielieferant ohne Contracting-Aktivitäten und der Einstieg in das Mini-BHKW-Geschäft für den nicht-industriellen Bereich sind auf der Strategieseite Differenzierungsmerkmale mit den entsprechenden Chancen und Risiken. Aktionärsstruktur: Beide Gesellschaften verfügen jeweils über Mehrheitsgesellschafter die über >55% der Stimmrechte verfügen. Im Falle der AGO AG ist dies der Mutterkonzern Caverion GmbH mit 59,25% und im Falle der 2G Bio-Energietechnik AG der Unternehmensgründer und der amtierende CEO mit zusammen >60% am Grundkapital.

Bewertungsableitung

Faire Bewertung AGO AG	Mio. €	Wert je Aktie (€)
Umsatzbewertung	42,87	10,72
Marktkapitalisierung zu EBIT	21,12	5,28
DCF-Bewertung (EK-Marktwert)	29,94	7,48
Mittlere Bewertung	31,31	7,83

Quelle: Kayenburg AG

Werden auf Basis dieser Überlegungen die Bewertungsparameter der 2G Bio-Energietechnik AG als Referenzwerte für die Umsatz- oder die EBIT-Bewertung herangezogen, dann errechnen sich für die AGO AG faire Unternehmenswerte von absolut 42,87 Mio. € bzw. 21,12 Mio. € (basierend auf den Zahlen 2009). Als faire DCF-basierte Bewertung des Eigenkapitals der AGO AG ermitteln wir 29,94 Mio. €. Hieraus resultiert eine mittlere Unternehmensbewertung von 7,83 € je Aktie. Gemessen an den strukturellen Umsatz- und Ertragswachstumspotenzialen der AGO AG in der

Phase 2009 – 2012e erscheint uns die derzeitige Bewertung von 4,20 € als eine Unterbewertung. Bereits für 2011e und 2012e zeichnet sich bei AGO eine KGV-Bewertung <10 ab. Dies macht die AGO-Aktie fundamentalanalytisch zusätzlich attraktiv. Für langfristig orientierte Nachhaltigkeitsinvestoren erachten wir Käufe in Schwächephasen für attraktiv. Die AGO AG dürfte zudem spätestens im Jahr 2011, nach Verbrauch der Verlustvorträge, dividendenfähig sein.

GuV-Prognosen für die AGO AG (Konzernebene)

Geschäftsjahr	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Daten in Mio. €					
Umsatzerlöse	36,697	50,287	63,592	83,731	88,835
COGS	-32,543	-45,118	-56,724	-74,520	-78,441
Bruttoergebnis	4,154	5,169	6,868	9,210	10,394
Vertriebskosten	-2,118	-2,580	-3,434	-4,605	-4,825
F & E	-0,174	-0,205	-0,254	-0,335	-0,355
Allgemeine Verwaltungskosten	-0,692	-1,005	-1,208	-1,423	-1,510
Sonstige betrieblichen Erträge	0,551	0,939	1,145	1,423	1,599
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	-0,147	-0,645	-0,763	-0,670	-0,711
EBITDA	1,574	1,673	2,353	3,600	4,592
Abschreibungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBIT	1,574	1,673	2,353	3,600	4,592
Zinsertrag	0,372	0,268	0,515	0,762	0,888
Zinsaufwand	-0,901	-0,943	-1,113	-1,591	-1,954
Beteiligungsergebnis	-0,001	-0,011	0,000	0,000	0,000
EBT	1,044	0,987	1,755	2,771	3,526
Steuern	-0,458	-0,716	-0,562	-0,887	-1,164
Sonstige Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss	0,586	0,271	1,193	1,885	2,362
Aufgegebene Geschäftsbereiche	0,031	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss nach Dritten	0,617	0,271	1,193	1,885	2,362
EpS	0,15	0,07	0,30	0,47	0,59
Dividende/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,09	0,12
Anzahl Aktien in Mio.	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Margen	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Bruttomarge	11,32%	10,28%	10,80%	11,00%	11,70%
EBIT-Marge	4,29%	3,33%	3,70%	4,30%	5,17%
EBT-Marge	2,84%	1,96%	2,76%	3,31%	3,97%
Nettomarge	1,68%	0,54%	1,88%	2,25%	2,66%

Prognosen: Kayenburg AG

Analysten:

Hilmar Platz

h.platz@kayenburgag.de

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

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

Verantwortung

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

Verantwortliches Unternehmen: Kayenburg AG Corporate Finance
Pettenkoflerstraße 20 - 22
80336 München

Kerndaten zur Studie

Emittent: AGO AG
Art der Publikation: Unternehmensstudie, Update
Beabsichtigte Aktualisierungen: derzeit nicht absehbar
Datum der Veröffentlichung: 03.05.2010

Dem Emittenten hat diese Studie vor Freigabe vorgelegen.

Akzuelle Empfehlungen

Kurs der Aktie am 28.04.2010 4,20 € (Börse Stuttgart, Uhrzeit: 10:38:05)
Faire Bewertung je Aktie 7,84 €
Empfehlung per Veröffentlichungsdatum: Übergewichten

Bisherige Empfehlung vom 10.09.2009

Aktuelle Bewertung je Aktie 03.05.2010 7,84 €
Faire Bewertung je Aktie 08.12.2009 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.