

AGO AG – Ergebnisbelastung durch Alperstedt-Effekt

Kurs der Aktie am 25.01.2011, Frankfurt, 09:17:35
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
Entry All Share Performance Index



Kennzahlen und Prognosen

Quelle: Onvista

Daten in Mio. EUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	36,70	50,29	50,89	67,17	73,17
Rohergebnis	4,15	5,17	2,34	5,71	7,10
EBIT	1,57	1,67	-1,60	1,88	2,85
Jahresüberschuss	0,62	0,27	-9,16	0,35	1,04
Daten in EUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e
EPS	0,15	0,07	-2,29	0,09	0,26
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07
Div.rendite (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,63%
Bewertung	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Marktkap./Umsatz	0,31	0,22	0,22	0,17	0,15
Marktkap./Bruttoergebnis	2,72	2,18	4,82	1,98	1,59
Marktkap./EBIT	7,17	6,74	neg.	6,00	3,95
KGV	neg.	41,62	neg.	31,98	10,80

Prognosen: Kayenburg AG

- AGO erzielte in Q 1-3/2010 einen Periodenumsatz von 36,232 Mio. € (+37%)
- Erhöhte Herstellkosten zu rückläufigem Bruttoergebnis auf 1,838 Mio. € (vs. 3,146 Mio. €)
- EBIT -0,686 Mio. € (vs. 0,404 Mio. €)
- Nettoergebnis bei -1,124 Mio. € (-0,56 Mio. €)
- Oper. CF bei -5,223 Mio. € (0,285 Mio. €), aus Verbindlichkeiten aus Lieferung/ Leistung
- Perioden-EPS bei -0,28 € versus -0,01 €
- Zu Beginn von Q 3/2010 Auftrag für Bau und Betrieb eines Biomasseheizkraftwerkes in Berga erhalten, Volumen 1,8 Mio. € und Italien-Biomasseheizkraftwerksprojekt für 7 Mio. €
- 10 Mio. €-Großauftrag durch Stadtwerke Kiel AG
- Auftragsbestand 2010e >50 Mio. €
- Auftragseingang 2010e > 60 Mio. €
- Liquidität 5,127 Mio. € (=12,4% der Bilanz)

Investmentstrategie

Die AGO AG dürfte vom internationalen Wachstum für Blockheizkraftwerke, Biomasse(heiz)kraftwerke und industriellen Kältetechnologie profitieren. Die Kennzahlen für Q 1-3/2010 sind von Sondereffekten geprägt wie den Teilwertberichtigungen auf das Biomasseheizkraftwerk Alperstedt. Hier erfolgte Ende 11/2011 eine Einigung nach einem jahrelangen Rechtsstreit mit dem Wärmekunden. Der Ausgang des Rechtsstreits hat für die AGO negative Auswirkungen in Form von hohen Wertberichtigungen, die wir unter Vorbehalt auf bis zu 7,2 Mio. € schätzen und substanzielle Einflüsse auf das Gesamtjahresergebnis haben werden. Auf operativer Ebene machte die konjunkturell bedingte Verteuerung von Stahl der AGO ebenso zu schaffen wie eine hohe Wettbewerbsintensität in H 1/2010, so dass sich im Dreivierteljahr 2010 ein spürbarer Rückgang in der Bruttomarge ergab. Diese Haupteffekte haben Auswirkungen auf die aktuelle Bewertung des Unternehmens. Die fundamentale Bewertung signalisiert mit einem KGV von 34 (2011e) eine ausreichende Bewertung. In der Kurs-Umsatzbewertung (KUV) von nur mehr 0,17 spiegelt sich die schwierige Lage ausgehend von Alperstedt wider. Aufgrund der sehr hohen Auftragsbestände bei verbesserten Margen, sollte sich die AGO AG hinsichtlich dieses Bewertungsparameters wieder einer höheren KUV-Bewertung annähern können. Daher ist die Entwicklung der traditionell entscheidenden Quartale III und IV 2011 (übliche Saisonalität) von großer Bedeutung. Belastend dürfte der hohe Bilanzverlust für die AGO Konzernbilanz werden. Auf Basis unserer Annahmen könnte die Einbuchung des Bilanzverlustes das Konzerneigenkapital von derzeit 12,142 Mio. € auf

bis zu 3 Mio. € reduzieren. Aus diesen Gründen gehen wir von Belastungen für den Aktienkurs aus. Performancechancen: Untergewichten.

Geschäftsmodell der AGO AG im Fokus

Der Geschäftsschwerpunkt der AGO AG liegt in der Energieversorgung von Industrie und Kommunen auf Basis eines standortabhängigen Energiemixes aus Erneuerbaren Energien und konventionellen Energieträgern. Aus längerfristiger Sicht sind die Teilmärkte der Blockheizkraftwerke, Biomasse(heiz)kraftwerke für Stadtwerke und Kommunen die Wachstumssegmente des AGO-Portfolios. Auch die Potenziale des industriellen Kältetechnikgeschäftes für technologisch anspruchsvolle Nischenanwendungen sollten nicht unterschätzt werden. Um die jeweiligen Wertschöpfungsabschnitte und Kundengruppen optimal bedienen zu können, verfügt die AGO AG über drei Geschäftsbereiche (GBs). Diese gliedern sich in den „GB Projektentwicklung und Umsetzung“, „GB Anlagenbetrieb“ und „GB Service und Beratung“. Das Produktangebot ist vielseitig und umfasst sowohl die Wärmetechnik, Kältetechnik, Contracting, Betreiben von Energieversorgungsanlagen, Stromproduktion, Service und Beratung.

Technologische Kompetenz und Full-Service-Unternehmen

Operativ positioniert sich die AGO AG als technologie- und ingenieurorientiertes Unternehmen mit Full-Service-Dienstleistungen. Das Unternehmen ist ein herstellerunabhängiger Technologieassemblierer und umsetzungsorientierter Projektentwickler. Die Tochtergesellschaften positionieren sich als Vertriebs- 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 gelagerte Services. 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, die im wesentlichen Waldhackschnitzel, z.B. Holzabfälle aus der Forstwirtschaft oder aus der Holzbe- und -verarbeitung 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 neben der Energieeffizienz auch eine positive Umweltbilanz zu erzielen.

Umsatzentwicklung der AGO in Q 1 – 3/2010 und Prognose für Q 4/2010

Die AGO AG verzeichnete im Quartalsvergleich (2007/2008/2009/2010) trotz des nach wie vor nicht einfachen gesamtwirtschaftlichen Umfeldes eine respektable Umsatzentwicklung.

Umsatzentwicklung	Q 1/2008	Q 1/2007	Q 1/2009	Q 1/2010
Daten in Mio. €	5,358	7,738	7,245	13,032
Prozentualer Anteil am Jahresumsatz (%)	14,60%	18,72%	14,41%	25,61%

Umsatzentwicklung	Q 2/2008	Q 2/2007	Q 2/2009	Q 2/2010
Daten in Mio. €	9,455	13,409	11,039	9,205
Prozentualer Anteil am Jahresumsatz (%)	25,77%	32,43%	21,95%	18,09%

Umsatzentwicklung	Q 3/2008	Q 3/2007	Q 3/2009	Q 3/2010
Daten in Mio. €	10,863	10,862	13,841	13,995
Prozentualer Anteil am Jahresumsatz (%)	29,60%	26,27%	27,52%	27,50%

Umsatzentwicklung	Q 4/2008	Q 4/2007	Q 4/2009	Q 4/2010e
Daten in Mio. €	11,021	9,335	18,162	14,658
Prozentualer Anteil am Jahresumsatz (%)	30,03%	22,58%	36,12%	28,80%

In Summe erzielte die AGO AG in Q 1-3/2010 im Vergleich zu den entsprechenden Vorjahreszeiträumen mit 36,232 Mio. € den höchsten Dreivierteljahresumsatz des Betrachtungszeitraumes 2007 bis 2010. Bei einer

Analyse der Q 1/2007-Zahlen bis einschließlich Q 1/2010-Zahlen zeigt sich ein bemerkenswerter Trend: Die relative Bedeutung des Q 1 hat von 2007 bis einschließlich 2009 spürbar abgenommen von einer Umsatzquote am Gesamtjahresumsatz von 18,7% auf ca. 14,4%. Im Q 1/2010 dagegen verzeichnete die AGO AG überdurchschnittlich hohe Umsätze. Hieraus errechnet sich eine Umsatzquote von ca. 25,6% auf die von uns erwarteten Konzernumsätze für 2010. Auch bei den jeweiligen Q 2-Daten des gleichen Betrachtungszeitraumes zeichnet sich eine ähnliche Entwicklung ab: Seit 2007 ist der Umsatzanteil des jeweiligen Q 2 am Jahresumsatz von 32,4% auf ca. 18% spürbar zurückgegangen. Der Trend der relativ abnehmenden Bedeutung des Q 2 im Rahmen hält an, wie auch die Daten für Q 2/2010 belegen. Die Q 3-Analyse macht deutlich, dass dieses Quartal ebenso wie das Q 4 für die Gesamtjahresentwicklung der AGO AG von überdurchschnittlicher Bedeutung sind. Auf Basis unserer nach unten revidierten Gesamtjahresumsatzerwartung von 50,890 Mio. € (die ursprüngliche Annahme war 63,6 Mio. €) beliefen sich die Umsatzanteile des Q 3/2010e und des Q 4/2010e auf 27,51% bzw. knapp 28,8% und würden damit im Trend der letzten Jahre liegen. Dies unterstreicht im Umkehrschluss die relative Bedeutung der zweiten Jahreshälfte für das Geschäftsmodell der AGO AG und bestätigt, dass das erste Halbjahr nur sehr bedingt als Prognoseparameter für die Gesamtjahresentwicklung des Unternehmens genutzt werden kann. Dies gilt für die Umsatzprognose wie auch für die Ertragsprognosen. Auf der anderen Seite bedeutet dies, dass das Geschäftsmodell der AGO AG einer messbaren Saisonalität und somit industriellen und kommunalen Bestellzyklen unterliegt. Aus abrechnungstechnischen Gründen von Projekten sind tendenziell die Quartale 2 und 4 von entscheidender Bedeutung.

Technologiekompetenzen

Aus operativ-strategischer Produktsicht kann sich insbesondere die technologische Kompetenz der AGO AG im Bereich der Biomasse(heiz)kraftwerke mit Holzschnitzelbefeuern mittel- und langfristig als Vorteil bei konjunkturell bedingt weiter steigenden Preisen für fossile Brennstoffe entpuppen. Um weniger von einzelnen Märkten abhängig zu werden, expandiert die AGO AG gezielt in Märkten mit hohen Absatzpotenzialen für das AGO-Portfolio. Der italienische Biomassetechnologiemarkt hat im Rahmen dieser Unternehmensstrategie zumindest mittelfristig eine erhebliche Bedeutung. Dabei wird zunehmend auf die Kombination Projektierung, Bausausführung und Betrieb der errichteten Anlagen geachtet. Hier gibt es zwei Möglichkeiten der Positionierung:

- Technologieassemblierer und Übergabe des Kraftwerkes an den Kunden mit anschließendem Dienstleistungsvertrag im Rahmen von Langfristverträgen von mindestens 6 Jahren
- Technologieassemblierer und Eigenbetrieb der Wärme- und fallweise Stromproduktion und somit Positionierung der AGO als Wärme- und Stromproduzent (= EPC-Unternehmen)

Die Flexibilität der AGO bringt die Chancen auf attraktive Folgeumsätze aus Dienstleistungsverträgen über lange Zeiträume mit sich. Auch der industrielle Kältetechnikmarkt, ausgehend von den Referenzprojekten mit der weltweit führenden Großbrauerei Heineken am Standort Südafrika sind von Bedeutung und können für die Gewinnung weiterer Folgeaufträge genutzt werden. Die für AGO AG relevanten Kältetechnikanwendungen sind technologisch anspruchsvolle, margenstarke Nischenanwendungen. Ansonsten ist der Kältetechnikmarkt ein umkämpfter Markt, in dem beispielsweise der schweizer Wettbewerber Schulthess AG partiell ausgeschieden ist.

Kosten- und Bruttomargenentwicklung

Die wesentlichen Kostenfaktoren für die AGO AG sind der Aufwand für Material und bezogene Leistungen. Die Baumsetzung von Projekten ist zudem mit entsprechenden Vorlaufinvestitionen, speziell mit Engineering-Leistungen, verbunden. Diese führten in Kombination mit direkt zurechenbaren Materialkosten in Q 1-3/2010 zu einer erheblich gestiegenen Kostenbasis. Die Herstellungskosten stiegen um 18,6% überproportional auf 34,394 Mio. € (28,979 Mio. €) an und konnten nicht kompensiert werden. Dabei spielte die Stahlpreisentwicklung in der Berichtsperiode eine nicht zu unterschätzende Rolle. In Folge der gesteigerten Aufwendungen für die Herstellkosten und für die bezogenen Leistungen reduzierte sich das Bruttoergebnis um 41,6% auf 1,838 Mio. € (vs. 3,146 Mio. €). Ein Sondereffekt, der ebenfalls in diese Bruttoergebnisentwicklung hineinläuft, ist der negative Ergebniseffekt der aus dem Biomasseheizkraftwerk Alperstedt resultiert. Dieses weigerte sich seit 2007 die fälligen Wärmepreisanstiege zu tragen. Dieser Sachverhalt wurde Ende November 2011 im Rahmen einer gerichtlichen Einigung zwar abschließend geklärt, führt in Konsequenz jedoch zu einer Wertberichtigung des Anlagenwertes um bis zu 75%, was die Konzernrechnung 2010 substantiell belasten wird und auch nicht mehr durch das Q 4/2010 kompensiert werden kann. In Summe werden dieser Sonderfaktor und die Kostenentwicklungen zu einem hohen Konzernverlust für das Geschäftsjahr 2010 führen. Die Bereinigung des permanent schwebenden Problemfalls Alperstedt befreit die AGO AG auf der anderen Seite

jedoch von Altlasten, die nicht nur eine negative Ertragskomponente beinhalteten, sondern auch Managementkapazitäten unnötig gebunden haben.

Ergebnisentwicklung in Q 1 – 3/2010

Die negative Entwicklung beginnend beim Bruttoergebnis zieht sich auch durch alle weiteren Ergebnisarten durch. Diese konnten nicht durch die sonstigen betrieblichen Erträge oder durch rückläufige sonstige Aufwendungen kompensiert werden. In der Folge verzeichnete die AGO AG ein negatives EBIT von -0,656 Mio. € (Q 1-3/2009: 0,404 Mio. €). Das Periodenergebnis nach latenten Steuern belief sich in der Berichtsperiode auf -0,999 Mio. € und nach Minderheitsanteilen auf -1,124 Mio. € (-0,056 Mio. €). Dies entspricht bei 4 Mio. ausstehenden Aktien einem Perioden-EPS von -0,28 € gegenüber von -0,01 €.

Bilanzielle Belastungen durch die Teilwertberichtigungen auf das Alperstedt-Projekt

Zunächst ein Blick auf die Kennzahlen für Q 1 – 3/2010: Die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung beliefen sich zum 30.9.2010 aufgrund der spürbaren Vorlaufinvestitionen auf 9,823 Mio. € (7,142 Mio. €). Die langfristigen Finanzverbindlichkeiten wurden seit dem 31.12.2009 von 9,152 Mio. € auf 8,622 Mio. € reduziert. Demgegenüber nahmen die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten moderat von 1,980 Mio. € (31.12.2009) auf 2,850 Mio. € zu, so dass ein Passivtausch vorliegt. Die Bilanzsumme der AGO verkürzte sich zum 30.9.2010 auf 41,193 Mio. € (31.12.2009: 43,382 Mio. €). Wie bereits in unserer Studie vom Dezember 2009 skizziert, verfügt die AGO AG über weitreichende Kreditzusicherungen der Banken, die auf der Finanzierungsseite weiterhin im Rahmen einer langfristigen Geschäftsbeziehung zur Verfügung zu stehen. Im Dreivierteljahr 2010 wies die AGO AG im Konzern ein Eigenkapital in Höhe von 12,142 Mio. € (31.12.2009: 13,116 Mio. €) auf, was einer Eigenkapitalquote von 31,9% (31.12.2009: 30,2%) entsprach. Mit dem bestehenden Eigenkapital konnten zum Zeitpunkt des 30.9.2010 die gesamten langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten in Höhe von 8,622 Mio. € und die gesamten kurzfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten in Höhe von 2,850 Mio. € gedeckt werden. Auf der Liquiditätsseite verfügte die AGO AG über 5,127 Mio. € (31.12.2009: 10,268 Mio. €) zum Bilanzstichtag des 30.09.2010. Die reduzierte Liquidität indiziert, dass das Unternehmen erhebliche Vorleistungen für die bisher realisierten Bauabschnitte in den Quartalen 1 – 3/2010 tätigen musste. Damit machte der Anteil der Liquidität an der Bilanz 12,4% aus. Je Aktie belief sich die Liquidität zum 30.09.2010 auf exakt 1,28 €, was ca. 42% des aktuellen Aktienkurses ausmacht. Aufgrund der zu erwartenden Mittelzuflüsse aus Projektabrechnungen ist dies jedoch nur eine Momentaufnahme.

Signifikant negative Auswirkungen der Teilwertberichtigungen für Alperstedt auf die Konzernbilanz

Die AGO dürfte auf Basis unserer Annahmen vor einer Teilwertberichtigung von bis zu 7,2 Mio. € stehen, die im außerordentlichen Aufwand verbucht werden dürfte. Darüber hinaus rechnen wir für 2010 aufgrund der Sonderfaktoren, Spätfolgen der Wirtschaftskrise, harter Preiswettbewerb bei Projekten und im Laufe von 2010 stark ansteigende Preise für Stahlkomponenten, mit einer schlechten Margenentwicklung. In Summe könnte der Jahresverlust bei 9,2 Mio. € liegen. Dieser entspricht dem Bilanzverlust und schmälert das Konzerneigenkapital substantiell von 12,142 Mio. € auf ca. 3 Mio. €. Dies ist ein schwerwiegender Rückschlag für die AGO AG, da sie für 2010 im Konzern dann nur mehr eine Konzerneigenkapitalquote von ca.10% aufweisen sollte.

Auf der anderen Seite stehen dieser buchhalterischen Betrachtung voraussichtlich positive Liquiditätsentwicklungen gegenüber. Traditionell erfolgen in Q 4 Projektabrechnungen und daraus resultierende Mittelzuflüsse. In der Regel verfügt die AGO AG im Konzern zum Jahresende über eine Liquidität im knapp zweistelligen Millionenbereich. Daher gehen wir davon aus, dass das Unternehmen mit dieser Liquidität und dem qualitativ wesentlich margenstärkeren Auftragspolster für 2011 die Handlungsfähigkeit bewahren kann, sich aber in einer Phase der Unsicherheit befindet.

Limitierte Vorfinanzierungskraft und angeschlagene Bilanz als Bremsklotz für ein stärkeres Unternehmenswachstum

Die AGO AG ist ein mittelständisches Unternehmen mit all den damit verbundenen Vor- und Nachteilen. Bei einer rückwärtsorientierten Betrachtung für das Jahr 2010 zeigt sich, dass die AGO sich in einem insgesamt wettbewerbsintensiven Umfeld bewegte. Verteuerungen auf der Materialkostenseite, z.B. für stahlbasierte Technologienkomponenten kamen hinzu. Teile des AGO-Geschäftes unterliegen den Chancen und Risiken staatlicher Fördermechanismen, die ebenfalls erheblichen Änderungen unterliegen können. Dies gilt insbesondere für mögliche EEG-Anpassungen in Italien für biomassebasierte Wärme und Strom. Vor diesem Hintergrund sehen wir das Erfordernis, dass die AGO ihre Kapitalbasis sowohl auf der Eigen- als auch auf der

Fremdfinanzierungsseite verbessern muss, um stärkeres Unternehmenswachstum durch eine verbesserte Vorfinanzierungskraft zu realisieren.

Veränderungen in der Aktionärsstruktur

Der finnische Konzern YIT Corporation gab am 23. Juni 2010 bekannt, dass er die gesamte Geschäftstätigkeit der Caverion GmbH, (dem bisherigen Großaktionär der AGO AG) übernehmen will. Die Transaktion hatte einen Wert von 73 Mio. €. Hierdurch ändert sich auch die Aktionärsstruktur der AGO AG. Durch die Übernahme der Caverion durch YIT verdoppelt das finnische Unternehmen sein Geschäftsvolumen in Zentraleuropa. Inwiefern die neue Aktionärsstruktur der AGO Einfluss auf die strategische Ausrichtung des Energieeffizienzspezialisten nimmt, ist derzeit nicht absehbar.

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 führte zu verlängerten Verhandlungszeiträumen beim Contracting
Italien	Besondere Förderung regenerativer Brennstoffe Bedienung des Marktes vor Ort möglich
Südafrika	Industrielle Projekte für den Mittelstand
Norwegen	potenziell 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

Zusammenfassung

Die Lösung des Alperstedt-Rechtsstreits hat für die AGO AG für 2010 substantiell negative Einflüsse auf der bilanziellen Ebene und dürfte unseren Überlegungen zur Folge das Konzerneigenkapital auf <10% drücken. Negativ ist, dass es für das Geschäftsjahr 2010 auf Basis unserer Annahmen zu Wertberichtigungen von ca. 7,8 Mio. € in Form außerordentlicher Aufwendungen kommen dürfte. Dies wird zu einem substantiellen Konzernverlust für 2010 führen. Positiv ist, dass die Teilwertberichtigung die schwebende „Alperstedt-Belastung“ mit Wirkung 2010 bilanziell bereinigt sein wird. Aufgrund des negativen Alperstedt-Effektes und der Preissteigerungen für Rohstoffe (Stahl) rechnen wir damit, dass die ursprünglich von uns kalkulierten Prognosen für das Jahr 2010 und für die Folgejahre nicht mehr erreicht werden können. Daher reduzieren wir

unsere Einschätzung für die Performancechancen der AGO-Aktie auf „Untergewichten“. Wichtig ist unserer Ansicht nach, dass es dem Management der AGO AG gelingt, die Eigenkapitalbasis zu stärken. Dem AGO-Management muss es ohne die hohen Alperstedt-Belastungen der vergangenen Jahre (= Umsatzausfälle mit durchlaufenden negativen Ergebniseffekten auf allen Ergebnisebenen) auch gelingen, mehr Kontinuität in die Ertragsentwicklung zu bringen. Die AGO AG ist europaweit eines der wenigen fokussierten Energieeffizienzunternehmen an den europäischen Börsen. Dieses Anlagensegment ist langfristig interessant. Ranking: „Untergewichten“.

GuV-Prognosen für die AGO AG (Konzernebene)

Geschäftsjahr	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Daten in Mio. €					
Umsatzerlöse	36,697	50,287	50,891	67,171	73,171
Materialeinsatzkosten	-32,543	-45,118	-48,550	-61,462	-66,074
Bruttoergebnis	4,154	5,169	2,341	5,710	7,098
Vertriebskosten	-2,118	-2,580	-2,748	-3,090	-3,512
F & E	-0,174	-0,205	-0,204	-0,202	-0,220
Allgemeine Verwaltungskosten	-0,692	-1,005	-0,967	-1,142	-1,244
Sonstige betrieblichen Erträge	0,551	0,939	0,916	1,142	1,317
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	-0,147	-0,645	-0,941	-0,537	-0,585
EBITDA	1,574	1,673	-1,603	1,881	2,854
Abschreibungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBIT	1,574	1,673	-1,603	1,881	2,854
Zinsertrag	0,372	0,268	0,107	0,208	0,293
Zinsaufwand	-0,901	-0,943	-0,891	-1,276	-1,610
Außerordentlicher Aufwand (Alperstedt)	0,000	0,000	-7,200	-0,200	0,000
Beteiligungsergebnis	-0,001	-0,011	-0,011	0,000	0,000
EBT	1,044	0,987	-9,598	0,613	1,537
Steuern	-0,458	-0,716	-0,08	-0,260	-0,492
Sonstige Steuern	0,000	0,000	0,520	0,000	0,000
Jahresüberschuss	0,586	0,271	-9,158	0,353	1,045
Aufgegebene Geschäftsbereiche	0,031	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss nach Dritten	0,617	0,271	-9,158	0,353	1,045
EPS	0,15	0,07	-2,29	0,09	0,26
Dividende/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
Anzahl Aktien	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Margen	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Bruttomarge	11,32%	10,28%	4,60%	8,50%	9,70%
EBIT-Marge	4,29%	3,33%	-3,15%	2,80%	3,90%
EBT-Marge	2,84%	1,96%	-18,86%	0,91%	2,10%
Nettomarge	1,68%	0,54%	-17,99%	0,53%	1,43%

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: 02.02..2011

Dem Emittenten hat diese Studie vor Freigabe vorgelegen.

Akzuelle Empfehlungen

Kurs der Aktie am 25.01.2011 2,82 € (Börse Frankfurt/Main, Uhrzeit: 09:17:35)
Faire Bewertung je Aktie Under Review
Empfehlung per Veröffentlichungsdatum: Untergewichten

Bisherige Empfehlungen

Bewertung je Aktie 06.09.2010 6,31 €
Bewertung je Aktie 03.05.2010 7,84 €
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.