

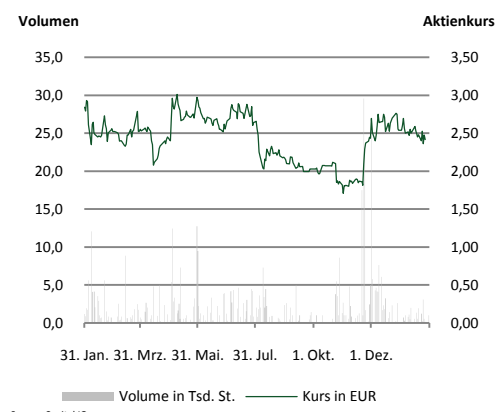
Empfehlung:	Kaufen
Kursziel:	3,20 Euro
Kurspotenzial:	+24 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	2,59 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	4,0
Marktkap. (in Mio. Euro)	10,4
Enterprise Value (in Mio. Euro)	11,0
Ticker	AGY
ISIN	DE000A0LR415

Kurzprofil

Die AGO AG ist ein Spezialist für dezentrale Energieversorgungslösungen. Den Schwerpunkt der Tätigkeit bilden die Planung und der Bau von Erdgas-Blockheizkraftwerken (BHKW) sowie der dazugehörigen Peripherie.



Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	3,01
52 Wochen-Tief (in Euro)	1,71
1 Monat	2,0%
3 Monate	43,4%

Aktionärsstruktur

Streubesitz	33,9%
Perseus SEVA	59,3%
Management	4,0%
Aufsichtsrat	2,9%

Analyst

Alexander Drews
+49 40 41111 37 84
a.drews@montega.de

Termine

Geschäftsbericht 2011 April 2012

Publikation

Erststudie 1. Februar 2012

Strategische Neuausrichtung dürfte Profitabilität deutlich steigern

AGO gehört zu den führenden Anlagenbauern von effizienten Blockheizkraftwerken (BHKW), die durch die gleichzeitige Strom- und Wärmeerzeugung sowohl die Energiekosten als auch die CO₂ Emissionen signifikant reduzieren.

Das Unternehmen differenziert sich gegenüber dem Großteil der Wettbewerber durch seine **Fokussierung auf große Erdgas-BHKW** (>1 MW_{el}), die insbesondere für Industrieunternehmen und kommunale Einrichtungen (Stadtwerke, Krankenhäuser, Schwimmbäder) interessant sind. Als einer der wenigen Anlagenbauer im Leistungsbereich über 1 MW_{el} ist AGO aufgrund seiner **hohen Expertise und des langjährigen Track Records** regelmäßig einer der ersten Ansprechpartner beim Bau komplexer Energiezentralen (BHKW + Peripherie).

Der deutsche BHKW-Markt konnte in den letzten Jahren vor allem wegen der vorteilhaften Biogasförderung durch das EEG stark wachsen. Der Großteil der Wettbewerber hat sich daher auf standardisierte BHKW-Module für Biogas spezialisiert (Anlagegröße 100 – 1.000 kW_{el}). AGO hingegen ist auf dem Nischenmarkt für Erdgas-BHKW tätig (1/3 des Marktes), der aufgrund des **steigenden Preisunterschieds zwischen Strom und Erdgas** sowie der Förderung nach dem KWK-Gesetz zweistellige Wachstumsraten verzeichnet. Der **Atomausstieg und die verbindlichen CO₂ Reduktionsziele der EU** (20% CO₂ Reduktion bis 2020) dürften hier auch in den kommenden Jahren zu einem dynamischen Wachstum beitragen.

Die Ergebnisentwicklung der letzten Jahre war durch eine **verfehlte Strategie** gekennzeichnet. Zwar konnte der Umsatz sukzessive gesteigert werden, der Betrieb eigener Energiezentralen sowie ein zu weit gefächertes Produktspektrum haben das Ergebnis jedoch belastet. AGO hat daher beschlossen, sich wieder auf seine **Kernkompetenzen zu besinnen** und den Anlagebetrieb (6 Mio. Buchwert) in diesem Jahr zu verkaufen. Im Zuge der Neuorientierung erwarten wir zunächst einen Umsatzrückgang und spätestens **ab 2013 eine signifikante Ergebnisverbesserung**, die 1) aus der Aufgabe des Anlagebetriebs, 2) der Fokussierung auf lukrative Erdgas-BHKW sowie 3) aus Synergien durch den Verbund mit dem neuen Großinvestor (Eigentümer von zwei weiteren BHKW-Lieferanten mit einem komplementären Produktportfolio) resultiert.

Wir sehen in der AGO einen interessanten Turnaround Case, der durch den Einstieg eines strategischen Investors unterstützt wird. Unsere Bewertungsmodelle signalisieren unter der Annahme einer erfolgreichen Neuausrichtung eine **deutliche Unterbewertung** des Unternehmens. Wir empfehlen die Aktie daher zum Kauf und legen unser Kursziel auf Basis unseres DCF-Modells bei 3,20 Euro fest.

	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 2,59					
Umsatz	50,3	52,8	69,0	55,0	62,0
<i>Veränderung</i>	<i>0,0%</i>	<i>5,1%</i>	<i>30,6%</i>	<i>-20,3%</i>	<i>12,7%</i>
EBITDA	2,6	-1,4	1,0	1,5	3,1
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>5,2%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>5,1%</i>
EBIT	1,7	-8,0	0,2	0,8	2,7
<i>EBIT-Marge</i>	<i>3,3%</i>	<i>-15,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>4,4%</i>
Jahresüberschuss	0,2	-8,4	-0,9	-0,2	1,8
<i>JÜ-Marge</i>	<i>0,5%</i>	<i>-15,8%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>2,9%</i>
Ergebnis je Aktie	0,1	-2,1	-0,2	-0,1	0,4
Free-Cash-Flow je Aktie	1,7	-0,2	-0,7	0,0	0,3
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2
EV/EBITDA	5,4	n.m.	14,5	9,3	4,4
EV/EBIT	8,4	n.m.	n.m.	18,5	5,1
KGV	43,2	n.m.	n.m.	n.m.	5,9
ROCE	6,8%	-39,6%	1,0%	5,5%	22,8%

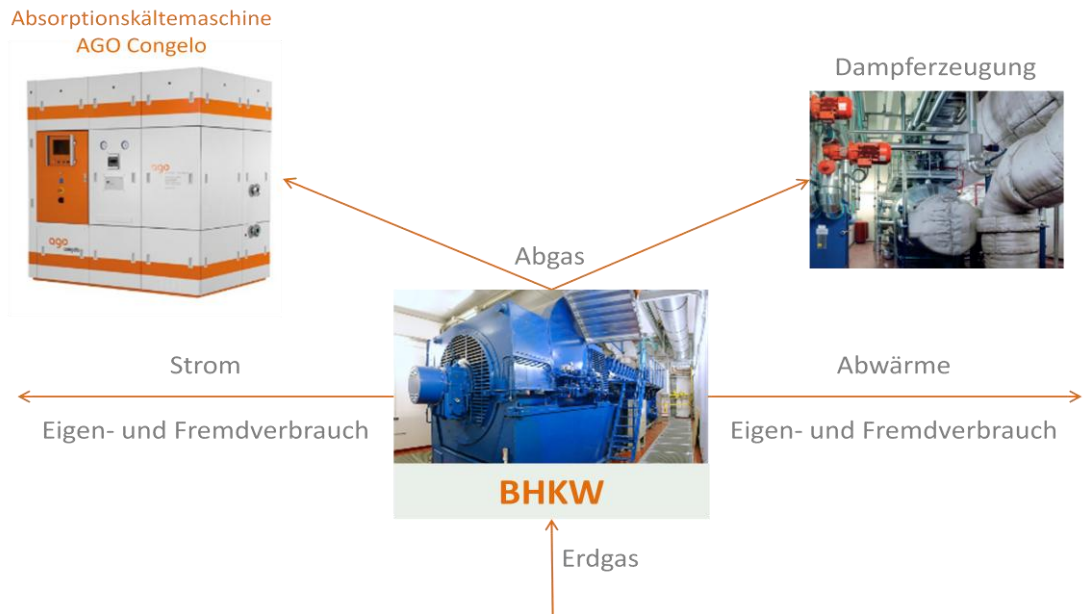
Quellen: Montega (Prognosen), CapitalIQ (Kurse), Unternehmen

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Wachstumsmarkt Energieeffizienz	4
Exzellenter Track Record im Anlagenbau	4
Rückbesinnung auf Kernkompetenz	5
Synergien durch strategischen Investor	6
Positiver Newsflow dürfte anhalten	6
Timing und Sentiment	8
Strategischer Investor wird neuer Großaktionär	8
Positiver Newsflow hält an	9
Sentiment verbessert - Fusionsspekulationen als zusätzlicher Trigger	9
SWOT	10
Stärken	10
Schwächen	10
Chancen	10
Risiken	10
Markt und Wettbewerb	11
Biogasboom begünstigt den BHKW Absatz	11
Atomausstieg und EU-Richtlinien stärken den Markt für BHKW	13
Wirtschaftlichkeit von BHKW	14
Wettbewerbsqualität	16
Generalunternehmer mit exzellentem Track Record	17
Finanzen	20
Großprojekte bewirken Umsatzsprung in 2011	20
Umsatzrückgang für 2012 eingeplant	20
Wachstum ab 2013	21
Nachhaltige Ergebnisverbesserung durch Neuausrichtung angestrebt	22
Bilanzstruktur durch hohe Verluste aus 2010 gekennzeichnet	23
Pflichtwandler – Stärkung der Eigenkapitalbasis	24
Bewertung	25
DCF-Modell	25
Peer Group	27
Fazit	28
Unternehmenshintergrund	29
Historie	29
Segmentbetrachtung	29
Produkte	30
Erfahrenes Management	30
Aktionärsstruktur	31
Anhang	32
Disclaimer	36

INVESTMENT CASE

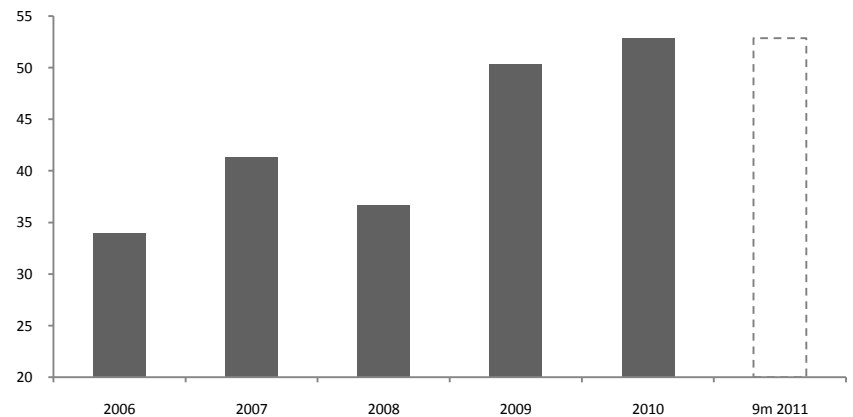
Die AGO AG Energie + Anlagen (AGO) ist ein Ingenieurdienstleister für dezentrale Energieversorgungs­lösungen. Den Schwerpunkt der Tätigkeit bilden die Planung und der Bau von Erdgas-Blockheizkraftwerken (BHKW) mit Technologieverknüpfung für die Industrie und regionale Energieversorger. Dabei greift das Unternehmen auf diverse Komponentenhersteller sowie auf Eigenentwicklungen zurück. Das Leistungsportfolio wird durch umfangreiche Beratungsdienstleistungen bei der Energieeffizienz, Standortsuche oder dem Emissionshandel abgerundet.



Quelle: Montega

Die AGO AG profitierte in den letzten Jahren von einer steigenden Nachfrage nach effizienten Stromversorgungs­lösungen. Der Umsatz konnte von 34 Mio. Euro in 2006 auf 52 Mio. Euro in 2010 gesteigert werden. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 wird ein neuer Rekordumsatz erzielt, da bereits nach neun Monaten das Umsatzniveau des Vorjahres übertroffen wurde. Die historische Umsatzentwicklung ist in der nachfolgenden Grafik dargestellt.

Umsatzentwicklung AGO AG
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Wachstumsmarkt Energieeffizienz

AGO ist auf den Wachstumsmärkten für effiziente und klimafreundliche Strom- und Wärmegewinnung tätig. Grundlage für dieses Wachstum ist der kürzlich beschlossene Atomausstieg sowie eine EU-Richtlinie, die eine Verringerung der Treibhausgasemissionen um mindestens 20% bis 2020 vorschreibt (gegenüber dem Niveau von 1990). Daraus ergeben sich drei wesentliche Implikationen, die als Wachstumstreiber für die AGO in den kommenden Jahren dienen sollten.

- Der Wegfall der Kernkraftwerkskapazitäten muss durch neue Kraftwerke kompensiert werden.
- Zur Verbesserung der Energieeffizienz muss die Kraft-Wärme-Kopplung (KWK) in ganz Europa ausgebaut werden (auch bei fossilen Energieträgern wie Erdgas).
- Die Erhöhung des Anteils Erneuerbarer Energien führt u.a. zu einem höheren Bedarf nach Erdgas-BHKW sowie der dazugehörigen Peripherie (zum Ausgleich der schwankenden Strommengen aus Wind und Solar).

Bis 2022 werden durch den Atomausstieg ca. 20 GW an Leistung wegfallen, die durch regenerative und fossile Energieträger kompensiert werden müssen. Neben dem Ausbau der Windkraft und der Photovoltaik spielt Erdgas wegen zahlreicher Vorteile (geringer CO₂ Ausstoß, grundlastfähig, etc.) eine zentrale Rolle. In Verbindung mit den CO₂-Reduktionszielen der EU ergeben sich daher große Potenziale für die Erdgas-KWK bzw. BHKW. Die Bundesregierung verfolgt das Ziel, den Anteil der KWK-Stromerzeugung von derzeit 15% auf 25% auszubauen. Das Öko-Institut schätzt, dass die dafür notwendigen Investitionen ca. 20 Mrd. Euro betragen dürften. Als einer der wenigen Anlagenbauer im Leistungsbereich ab 1 MW_{el} ergibt sich somit für die AGO allein in Deutschland großes Wachstumspotenzial.

EEG Änderung eröffnet neuen Absatzkanal

Der rapide Ausbau der Erneuerbaren Energien in Deutschland und Europa hat gleichzeitig zu einer hohen Nachfrage nach BHKW geführt. Biogasanlagen wurden häufig mit einem BHKW kombiniert, um die Energieausbeute aus der Biomasse zu erhöhen. Viele BHKW-Lieferanten haben sich daher auf den Teilmarkt der Biogas-BHKW spezialisiert. Die Novellierung des EEG zum Jahreswechsel dürfte jedoch kurzfristig zu einer rückläufigen Nachfrage nach Biogasanlagen führen, da veränderte Auflagen (Beschränkung des Maisanteils, Wärmenutzungspflicht, etc.) zu einem Vorzieheffekt in 2011 geführt haben.

Als Spezialist für Erdgas-BHKW ist AGO nicht von der veränderten Förderung des EEG betroffen. Der erwartete Absatzrückgang von Biogasanlagen in 2012 dürfte daher im Gegensatz zu vielen anderen Herstellern keinen negativen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der AGO haben. Dagegen eröffnen sich neue Absatzkanäle für die selbst entwickelte Absorptionskältemaschine AGO congelato. Diese nutzt die bei der Verstromung entstehende Wärmeenergie zur Kühlung, so dass Anlagenbetreiber mit Kältebedarf (z.B. Kühlung des Kartoffellagers) Stromkosten sparen und gleichzeitig die Wärmenutzungspflicht des neuen EEG erfüllen können (mindestens 60% der Abwärme muss genutzt werden).

Exzellenter Track Record im Anlagenbau

Als Anlagenbauer differenziert sich AGO gegenüber dem Großteil der Wettbewerber durch seine konsequente Fokussierung auf große Erdgas-BHKW mit Technologieverknüpfung für die Industrie und kommunale Einrichtungen. Die hohe Wettbewerbsqualität ist dabei eine Folge:

- des hohen technischen Know-how's
- des hervorragenden Kundenzugangs
- der mittelständischen Prägung
- der flexiblen Strukturen

Hohes technisches Know-how

AGO verfügt über einen exzellenten Track Record im Bereich des wärme- und kältetechnischen Anlagenbaus, der durch zahlreiche Auszeichnungen gestützt wird. In der 30-jährigen Firmengeschichte wurden über 180 BHKW und über 2.000 Projekte geplant und installiert. Zur Kernkompetenz zählt die Projektierung von großen Erdgas-BHKW und der dazu gehörenden Peripherie (Technologieverknüpfung). Über eine zweistufige Wärmeauskopplung ist AGO z.B. in der Lage, gleichzeitig Heizwärme und Dampf für industrielle Prozesse (u.a. für Brauereien relevant) bereitzustellen. Des Weiteren kann die Abwärme auch zur Kühlung eingesetzt werden. AGO bietet als einziger Hersteller im Leistungsbereich 100 kW - 1.000 kW (Biogasbereich) eine Absorptionskältemaschine, die aus der Wärmeenergie Kälte (unter 0°C) erzeugt und so Stromkosten für die Betreiber senkt.

Zugang zum Kundenkreis als Markteintrittsbarriere

Die großen Erdgas-BHKW mit einer Leistung von 1 - 4 MW_{el} sind insbesondere für die Industrie und Stadtwerke hoch interessant. Autobauer, Brauereien oder Fleischereibetriebe können durch die Eigenproduktion von Strom und Wärme ihre Energiekosten deutlich senken. Bei einer effizienten Ausgestaltung (z.B. gleichzeitige Strom-, Wärme- und Kälteproduktion) lassen sich durch die BHKW von AGO regelmäßige Amortisationszeiten (ROI) von 2 bis 4 Jahren erreichen. Auch die kommunalen Energieversorger gehören zu einer immer stärker werdenden Kundengruppe. Diese planen im Zuge der Energiewende ihren Anteil bei der Stromproduktion von aktuell ca. 10% auf über 25% auszubauen. Erdgas-BHKW bilden hierfür eine wesentliche Säule, da sich die Stadtwerke hierüber ihren Erdgas-Absatz sichern können (traditioneller Schwerpunkt der Stadtwerke).

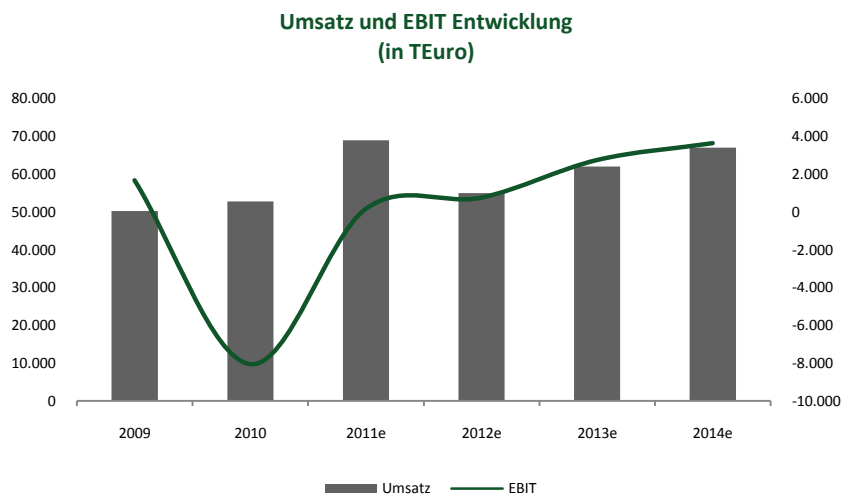
Aufgrund des langen Track Records und der damit verbundene Expertise im Bereich großer BHKW verfügt AGO über einen hervorragenden Zugang zu diesen zwei großen Kundengruppen, so dass man als einer der ersten Ansprechpartner beim Bau von Energiezentralen gilt. Die notwendigen langfristigen Kundenbeziehungen dienen daher als Markteintrittsbarriere.

Mittelständische Prägung und flexible Strukturen

Als Vorteil bei der Kundenakquise erweist sich auch regelmäßig die mittelständische Prägung von AGO, da ein Großteil der Zielkunden ebenfalls aus dem Mittelstand kommt. Die schlanke Unternehmensstruktur hat kurze Entscheidungswege und Reaktionszeiten zur Folge, so dass zügig und unkompliziert auf Kundenwünsche und Rückfragen eingegangen werden kann. Ein bedarfsgerechtes Claim Management bietet hierbei die Grundlage für Folgeaufträge. Die flexiblen Strukturen gewährleisten zudem eine optimale Anpassung des BHKW sowie der dazu gehörenden Peripherie an die Bedürfnisse der Kunden. Alle Komponenten werden projektspezifisch von unterschiedlichen Herstellern eingekauft und vor Ort errichtet.

Rückbesinnung auf Kernkompetenz

Die operative Entwicklung der letzten Jahre blieb aufgrund einer verfehlten Strategie hinter den Erwartungen zurück. Ein jahrelanger Rechtsstreit mit einem Wärmekunden des zum Konzern gehörenden Kraftwerks Alperstedt hatte in 2010 einen Rekordverlust von 8,4 Mio. Euro zur Folge. In Zukunft will sich die AGO AG wieder verstärkt auf ihre Kernkompetenzen zurückbesinnen. Dabei wird der Fokus auf den lukrativen Markt der Erdgas-BHKW gelegt, während der Anlagenbetrieb bis zum Jahresende verkauft werden soll. Gleichzeitig sollen montageintensive Projekte vermieden werden. In Verbindung mit der Ausweitung des Geschäftes mit Absorptionskältemaschinen dürfte dies zu einer Margenverbesserung führen und das Unternehmen wieder in die Gewinnzone führen. Die nachfolgende Grafik zeigt die erwartete Umsatz- und Ergebnisentwicklung.



Quellen: Unternehmen, Montega (Prognose)

Wir gehen davon aus, dass aufgrund einer Verschlinkung des Produktportfolios (Verkauf des Anlagenbetriebs, keine Projektierung von Biomasseheizkraftwerken, etc.) es in diesem Jahr zu einem geplanten Umsatzrückgang von 69 Mio. Euro auf 55 Mio. Euro kommen wird. Mittelfristig sollten jedoch die guten Wachstumsperspektiven bei Erdgas-BHKW zu einem stetigen Wachstum beitragen. Gleichzeitig dürfte die Bereinigung des Portfolios zu einer Margenverbesserung führen, die ab 2013 sichtbar sein sollte. Wir gehen davon aus, dass mittelfristig Bruttomargen von 10% im BHKW-Markt sowie bis zu 20% im Bereich der Absorptionskälte erzielbar sind. Das EBIT dürfte dementsprechend auf über 3,6 Mio. Euro in 2014 steigen.

Synergien durch strategischen Investor

Die begonnene Restrukturierung der AGO wird vom neuen Großinvestor, der amerikanischen Beteiligungsgesellschaft Perseus, unterstützt. Diese erwarb im Sommer 2011 59% der Anteile vom ehemaligen Großinvestor (YIT Gruppe). Perseus ist bereits Eigentümer von zwei weiteren, großen BHKW-Herstellern, die ein komplementäres Produktportfolio aufweisen. Die SEVA Energie ist auf kleinere BHKW für Biogas spezialisiert, während die Pro2 auch BHKW auf Basis von Klär-, Gruben- oder Deponiegas anbietet. Durch die Beteiligung an der AGO vervollständigt Perseus sein Produktspektrum. Für die AGO ergeben sich wiederum folgende Vorteile:

- **Nutzung der Fertigungsstätten:** AGO verfügt über keine eigenen Fertigungsstätten. Die BHKW werden vor Ort zusammengestellt. Durch den Zugriff auf die Fertigungsstätten der SEVA können Zeit- und Kostenvorteile erzielt werden.
- **Weitergabe von Aufträgen:** durch den guten Kundenzugang zur Industrie und den kommunalen Einrichtungen kann AGO Aufträge für kleinere, standardisierte BHKW an die SEVA weiterreichen.
- **Zugang zum Biogassegment:** AGO profitiert wiederum von der großen Kundenbasis der SEVA im Biogassegment. Dadurch ergibt sich ein neuer Absatzkanal für die Absorptionskältemaschine AGO congeolo.

Ein möglicher Zusammenschluss könnte Synergien heben. Gleichzeitig würde einer der größten BHKW-Lieferanten mit einem geschätzten Jahresumsatz von über 150 Mio. Euro entstehen.

Positiver Newsflow dürfte anhalten

Nach zahlreichen rechtlichen und operativen Schwierigkeiten verbesserte sich der jüngste Newsflow der AGO. So konnte durch die Begebung einer Pflichtwandelanleihe i.H.v. 2 Mio. Euro die EK-Basis gestärkt werden. Gleichzeitig wurde ein Rekordumsatz zum dritten Quartal und zwei neue Großaufträge i.H.v. 11 Mio. Euro vermeldet.

Auch der zukünftige Newsflow sollte positiv bleiben. Zwar dürfte der Umsatz in 2012 auf 55 Mio. Euro zurückgehen, wir gehen jedoch von einer deutlichen Ergebnisverbesserung aus. Der Auftragsbestand dürfte am Anfang des Jahres deutlich über 25 Mio. Euro liegen. Dies stellt bereits die Hälfte des von uns prognostizierten Jahresumsatzes dar. In den kommenden Monaten dürfte es jedoch etwas ruhiger bezüglich neuer Aufträge werden, da erfahrungsgemäß erst ab dem Frühling wieder größere Aufträge akquiriert werden. Für das laufende Jahr rechnen wir zudem mit dem vollständigen Verkauf des Anlagenbetriebes, womit AGO seine Restrukturierung abschließen sollte.

Fazit

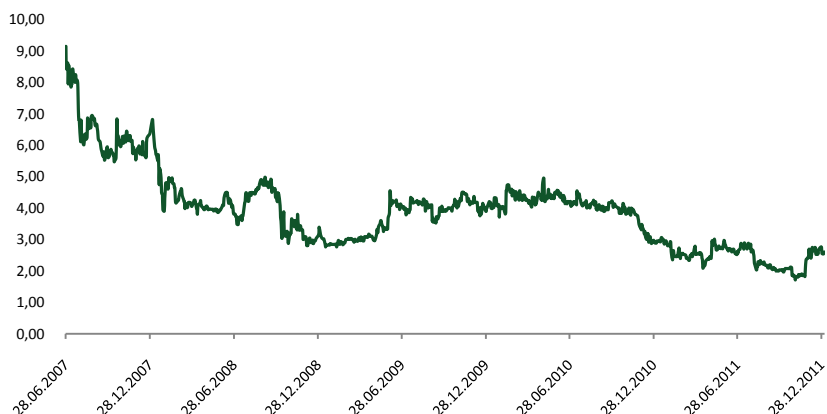
Die AGO AG ist einer der wenigen Anlagenbauer, die sich auf große Erdgas-BHKW spezialisiert haben und damit über einen hervorragenden Zugang zur attraktiven Zielgruppe aus Industrie und kommunalen Energieversorgern verfügen. Steigende Energiepreise und der politische Wille zu einer nachhaltigen Energieversorgung dürften die neue Strategie des Unternehmens begünstigen. Kurzfristig belasten jedoch der Anlagenbetrieb und wenig profitable Altaufträge die Ergebnisentwicklung. Wir sehen daher in der AGO einen interessanten Turnaround Case, der unter der Annahme eines erfolgreichen Verkaufs des Anlagebetriebs bereits in diesem Jahr erste Erfolge verzeichnen sollte.

Die Aktie wird in unserer Ersteinschätzung zum Kauf empfohlen. Das DCF basierte Kursziel lautet 3,20 Euro.

TIMING UND SENTIMENT

Der Börsengang der AGO AG erfolgte im Sommer 2007 zu einem Ausgabepreis von 7 Euro je Anteilsschein. Der IPO Erlös betrug 9,1 Mio. Euro. Aufgrund des großen Interesses nach Unternehmen aus dem Erneuerbaren Energien Sektor war die Aktie mehrfach überzeichnet und schloss am ersten Handelstag mit einem Plus von 31%. In den darauf folgenden Jahren war der Newsflow jedoch zumeist negativ, da die Ergebnisentwicklung hinter den Erwartungen zurückblieb. Hinzu kamen rechtliche Streitigkeiten mit dem Kunden des Biomasseheizkraftwerk Alperstedt. Dies hat den Kurs belastet. Die nachfolgende Grafik zeigt die Aktienkursentwicklung der AGO AG seit dem Börsengang.

Kursentwicklung der AGO AG



Quelle: CapitalIQ

Strategischer Investor wird neuer Großaktionär

Im Sommer 2011 übernahm die amerikanische Beteiligungsgesellschaft Perseus den 59% Stimmrechtsanteil von der YIT Gruppe und ist seitdem Hauptaktionär der AGO AG. Als strategischer Investor ist Perseus bereits Eigentümer der beiden BHKW-Lieferanten SEVA Energie und der Pro2. SEVA Energie ist auf standardisierte Biogas-BHKW mit einer elektrischen Leistung von unter 1 MW_{el} spezialisiert, während Pro2 auch BHKW für Klär-, Gruben- und Deponiegas projektiert. Die Beteiligung an der AGO vervollständigt somit das Produktportfolio von Perseus im Bereich fossiler und biogener BHKW, wie die nachfolgende Grafik zeigt.

Technologieschwerpunkt der Perseus Gesellschaften

	SEVA Energie	Pro2	AGO
Leistungsgröße	< 1MW _{el}		> 1MW _{el}
Brennstoff	Biogas	Klär-, Gruben-, Deponie-, Biogas	Erdgas

Quelle: Montega

Die drei Gesellschaften erlangen durch den gemeinsamen Eigentümer/Großaktionär gegenseitigen Zugriff auf die Wertschöpfung und das Kundenpotenzial der jeweils anderen Perseus Gesellschaften. Die SEVA Energie profitiert vom guten Kundenzugang der AGO, die Aufträge für kleinere, standardisierte BHKW nach Abzug einer Provision an die SEVA weiterleitet. AGO hat wiederum Zugriff auf die Kundenbasis der SEVA im Biogassegment. Zusammen erzielen die drei Gesellschaften einen Jahresumsatz von über 150 Mio. Euro. Durch eine mögliche Fusion würde somit einer der größten BHKW-Lieferanten in Deutschland entstehen. Wir gehen jedoch davon aus, dass dies frühestens nach dem Ende der Restrukturierung in 2013 eine Option für den Großinvestor sein wird.

Positiver Newsflow hält an

Der Newflow und damit auch das Sentiment für die Aktie hat sich in den vergangenen Monaten deutlich aufgehellt, was auch in der Kursentwicklung ersichtlich wird. In den nächsten Monaten dürfte sich die Nachrichtenlage weiter verbessern:

- Für das abgelaufene Geschäftsjahr dürfte ein erneuter Rekordumsatz i.H.v. 69 Mio. Euro erzielt worden sein.
- Im Sommer sollten u.E. die ersten Verkäufe einzelner Gesellschaften des Anlagebetriebs erfolgen, womit die Restrukturierung abgeschlossen ist.
- Die Bundesregierung plant bis zur Sommerpause eine Novellierung des KWK-Gesetzes. Der vorliegende Gesetzentwurf sieht u.a. eine bessere Förderung von Erdgas-BHKW vor. Dies sollte die Geschäftsentwicklung von AGO nachhaltig stützen.

Trotz des rückläufigen Umsatzes in 2012 sollte AGO in den Folgejahren das Wachstum der vergangenen Jahre fortsetzen können und dabei eine deutlich verbesserte Ertragslage aufweisen.

Sentiment verbessert - Fusionsspekulationen als zusätzlicher Trigger

Diese Punkte werden u.E. dazu beitragen, dass AGO wieder vermehrt in den Fokus von Investoren gerät - vor allem mit Fokus auf profitables Wachstum im Bereich klimafreundlicher und effizienter Energiegewinnung.

Der Einstieg des neuen Großaktionärs sorgt darüber hinaus für Phantasie: Eine mögliche Fusion der drei Tochtergesellschaften ab 2013 würde einen der größten BHKW-Lieferanten in Deutschland schaffen und erhebliche Synergien zwischen den drei Gesellschaften heben.

Vor diesem Hintergrund empfehlen wir die Aktie zum Kauf und verweisen auf den Turnaround Case sowie mögliche, positive Auswirkungen der Fusionsspekulationen auf den Kurs der AGO-Aktie.

SWOT

Stärken

Die AGO AG gehört zu den führenden Anlagenbauern von dezentralen Energieeffizienzlösungen. Zu den Stärken zählen u.a.:

- Die hohe Technologiekompetenz, die durch zahlreiche Auszeichnungen bestätigt wird.
- Eine über 30-jährige Erfahrung im Bereich der Kälte- und Wärmetechnik. Seit der Gründung wurden mittlerweile über 180 große BHKW mit der dazugehörigen Peripherie installiert.
- Ein hervorragender Zugang zu den Kunden aus der Industrie und den kommunalen Einrichtungen.
- Die mittelständische Prägung bietet einen strategischen Vorteil bei der Kundenakquise, da die Zielkunden ebenfalls aus dem Mittelstand kommen.
- Die Herstellerunabhängigkeit gewährleistet eine hohe Flexibilität bei der Komponentenauswahl, so dass optimal auf die technischen Anforderungen der Kunden eingegangen werden kann.

Schwächen

Trotz des hervorragenden Track Records und der hohen Technologiekompetenz weist AGO auch Schwächen auf:

- Als Ingenieursdienstleister verfügt AGO nur über eine geringe Wertschöpfungstiefe.
- Das Projektgeschäft ist volatil und macht den Unternehmenserfolg abhängig von einzelnen Großprojekten.
- Der Anlagenbetrieb ist seit Jahren defizitär und soll daher verkauft werden.

Chancen

AGO ist auf den Wachstumsmärkten für effiziente und klimafreundliche Strom- und Wärmegewinnung tätig. Daraus ergeben sich eine Vielzahl von Chancen für AGO:

- Langfristig steigende Energiepreise begünstigen eine effiziente Strom- und Wärmeerzeugung.
- Eine Novellierung des KWKG (in 2012 geplant) mit verbesserter Förderung für den von AGO adressierten Bereich.
- Ein möglicher Zusammenschluss mit den Perseus Gesellschaften, der erhebliche Synergie heben würde.
- Eine Expansion im südlichen Afrika (AGO ist hier bereits mit einer Tochtergesellschaft vertreten) könnte neue Absatzkanäle für AGO erschließen.

Risiken

Die Fokussierung auf Erdgas-BHKW und die damit verbundene Abhängigkeit von politischen Entscheidungen bergen jedoch auch Risiken:

- Förderkürzungen könnten den Markt für BHKW belasten.
- Ein fallender Preisunterschied zwischen Strom und Gas könnte Erdgas-BHKW weniger wirtschaftlich machen.
- Rezessionsängste könnten zu einer geringeren Investitionsbereitschaft bei der Industrie führen.
- Der Verkauf des Anlagenbetriebs könnte unter Buchwert erfolgen.

MARKT UND WETTBEWERB

Blockheizkraftwerke (BHKW) erzeugen nach dem Prinzip der Kraft-Wärme-Kopplung (KWK) Strom und Wärme. Die bei der Verstromung entstehende Abwärme wird z.B. zum Heizen benutzt, so dass die Energieausbeute (Wirkungsgrad) auf über 90% erhöht werden kann. Bei der einfachen Verstromung liegen die Wirkungsgrade hingegen zwischen 30% und 50%. Der höhere Wirkungsgrad senkt sowohl die Energiekosten als auch die CO₂ Emissionen.

Während bei großen Kraftwerken von KWK-Anlagen gesprochen wird, sind mit der Bezeichnung BHKW meist kompakte Anlagen mit einer elektrischen Leistung von unter 10 MW_{el} gemeint, die vor Ort (meist beim Wärmekunden) installiert werden. Die Kosten und Einsatzgebiete für BHKW variieren nach der Leistungsgröße. Große BHKW auf Erdgasbasis (Fokus der AGO) kosten ca. 1.000 - 1.400 Euro/kW_{el} und werden überwiegend von der Industrie und kommunalen Einrichtungen (Stadtwerke, Schwimmbäder, Krankenhäuser, etc.) eingesetzt. Zur Verstromung von Biogas werden hauptsächlich Klein-BHKW verwendet, während Mikro-BHKW in privaten Haushalten eingesetzt werden.

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die durchschnittlichen Installationspreise und die jeweiligen Bezeichnungen.

Installationspreise in Abhängigkeit von der Leistung

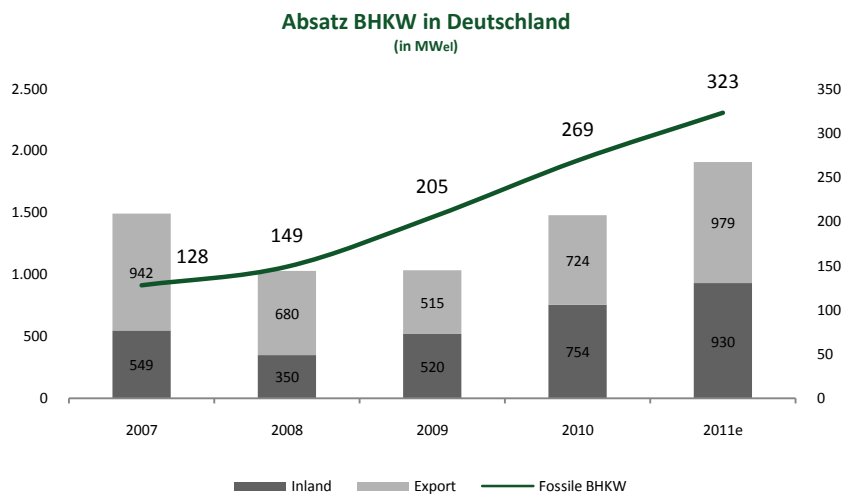
	Bezeichnung	Elektrische Leistung	Kosten
	Erdgas-GuD-KWK:	800 MW _{el}	700 Euro/kW _{el}
	Erdgas-GuD-KWK:	400 MW _{el}	750 Euro/kW _{el}
	Erdgas-GuD-KWK:	100 MW _{el}	900 Euro/kW _{el}
	Erdgas-GuD-KWK:	30 MW _{el}	1000 Euro/kW _{el}
AGO	BHKW	2 MW _{el}	1400 Euro/kW _{el}
	Klein-BHKW	170 kW _{el} (Klein-KWK)	1700 Euro/kW _{el}
	Mini BHKW	50 kW _{el} (Mini-KWK)	2500 Euro/kW _{el}
	Mikro-BHKW	5 kW _{el} (Mikro-KWK)	5000 Euro/kW _{el}
	Steinkohle-KWK	320 MW _{el}	1800 Euro/kW _{el}
	Biomasse-HKW	25 MW _{el}	2200 Euro/kW _{el}

Quelle: Matthes und Ziesing, Wirtschaftlichkeit von Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen

Biogasboom begünstigt den BHKW Absatz

Der Gesamtabsatz von BHKW (biogen und fossil) hat in den letzten Jahren wieder deutlich zugelegt. Für das abgelaufene Jahr 2011 erwartet das Öko-Institut mit 1,9 GW_{el} einen neuen Rekordabsatz, wie die nachfolgende Grafik zeigt.

(Grafik siehe nächste Seite)

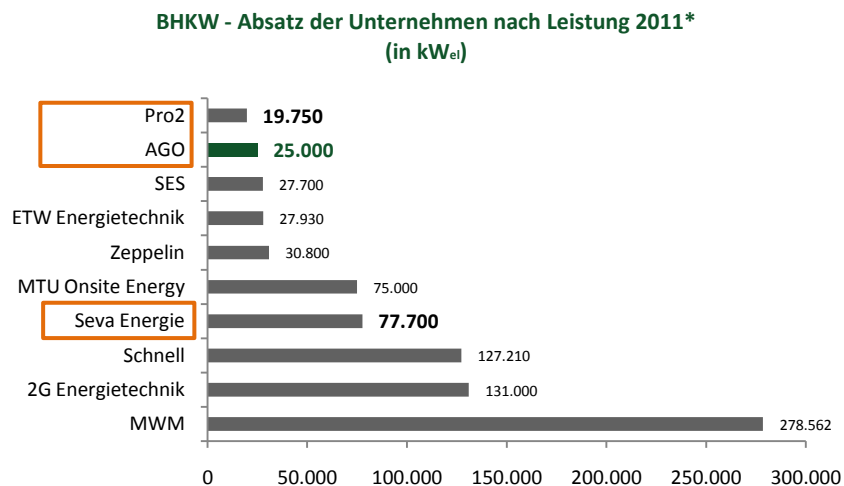


Quelle: BHKW-Datenbank Öko Institut 2011

Neben dem Export ist die Förderung Erneuerbarer Energien nach dem EEG Hauptwachstumstreiber. So führte u.a. der starke Anstieg der installierten Biogasanlagen zu einer regen Nachfrage nach BHKW, die aus dem gewonnenen Biogas Strom und Wärme erzeugen. Der für die AGO relevante Anteil der in Deutschland abgesetzten und mit fossilen Brennstoffen betriebenen BHKW (hauptsächlich Erdgas) betrug ca. 1/3 des Gesamtabsatzes. Dieser Teilmarkt zeigte in den letzten Jahren ebenfalls starke Zuwächse (CAGR 26%), die u.a. eine Folge der besseren Förderung sowie des gestiegenen Preisunterschieds zwischen Strom und Gas sind. AGO ist daher auf einem wachsenden Nischenmarkt tätig.

BHKW-Lieferanten

Die AGO AG gehört zu den Top 10 BHKW-Lieferanten in Deutschland. Klarer Marktführer mit einer Absatzmenge von 279 MW_{el} ist MWM, die erst kürzlich durch den internationalen Großkonzern Caterpillar übernommen wurde. Der Kooperationspartner der AGO, die SEVA Energie war nach der 2G Energietechnik und der Schnell der viertgrößte Lieferant von BHKW. Die ebenfalls zum Großinvestor der AGO gehörende Pro2 lag hinter der AGO auf dem zehnten Platz. Die nachfolgende Grafik zeigt die größten BHKW-Lieferanten.



Quelle: Energie & Management Vorläufiges BHKW-Ranking 2011
*Schätzung. Angaben sind unvollständig, da einige Lieferanten nicht an der Umfrage teilgenommen haben.

Hierbei werden Hersteller, Packager und Anlagenbauer berücksichtigt, die nicht immer als Wettbewerber zueinander auftreten. MWM und MTU sind z.B. Motorenproduzenten, die ihre Technik hauptsächlich an Packager und Anlagenbauer wie 2G oder AGO liefern, jedoch selten an den Endkunden (Doppelnennungen sind daher möglich). Zudem sind die Unternehmen auf verschiedene Leistungsgrößen und Brennstoffe spezialisiert. Die 2G und Schnell sind vorwiegend im Biogassegment tätig, der sich durch kleinere Leistungsgrößen auszeichnet (unter 1 MW_{el}), während AGO auf große Erdgas-BHKW spezialisiert ist.

Als Anlagenbauer konkurriert AGO insbesondere mit den deutlich größeren Unternehmen Imtech und der Kraftanlagen Gruppe. Diese Konzerne haben jeweils Geschäftsbereiche, die ein ähnliches Leistungsspektrum bieten (Planung und Bau von BHKW mit einer Leistung von mehr als 1 MW_{el}).

Wettbewerber der AGO AG

Im Bereich BHKW	Im Bereich Projekte / Anlagenbau		
BHR	BHR	Kraftanlagen	Wiegel
Geatec	Cofely	Lausser	YIT
Imtech	EAN	S+E	Zeppelin
Kraftanlagen	Geatec	Schwender	
Lausser	Imtech	Sell	

Quelle: Unternehmen

Atomausstieg und EU-Richtlinien stärken den Markt für BHKW

Der Atomausstieg führt dazu, dass bis 2022 alle Kernkraftwerke in Deutschland stillgelegt werden. Als Resultat fallen ca. 20 GW an Kraftwerksleistung weg, die durch andere Energieträger ersetzt werden müssen. Gleichzeitig zwingen EU-Richtlinien Deutschland dazu, den CO₂ Ausstoß um 20% bis 2020 zu reduzieren (1990 als Basis). Die Kompensation der abgeschalteten Kraftwerksleistung sowie die Erreichung der CO₂ Ziele kann jedoch nicht ausschließlich über den Ausbau der Erneuerbaren Energien erfolgen. Mit Ausnahme von Biogas und Wasserkraft (Kapazitäten rückläufig) ist ein Großteil der neu installierten Leistung in den vergangenen Jahren nicht grundlastfähig. Schon jetzt führen starke Schwankungen bei der Einspeisung von Strom aus Wind und Solar zu einer Belastung der Netze. Der Branchenverband BITKOM meldet, dass die Netzqualität in den letzten Jahren stetig abgenommen hat. Insgesamt ist die durchschnittliche Ausfallzeit in den letzten Jahren von 15 Minuten auf heute 23 Minuten gestiegen.

Die Bundesregierung fördert daher über das KWK-Gesetz auch den Ausbau der Kraft-Wärme-Kopplung für fossile Energieträger, die zu einer höheren Energieeffizienz und Verbesserung der Netzstabilität beitragen sollen. Als Anlagenbauer großer Erdgas-BHKW profitiert AGO daher direkt vom politischen Willen die Energieversorgung auf eine nachhaltige und sichere Basis zu stellen.

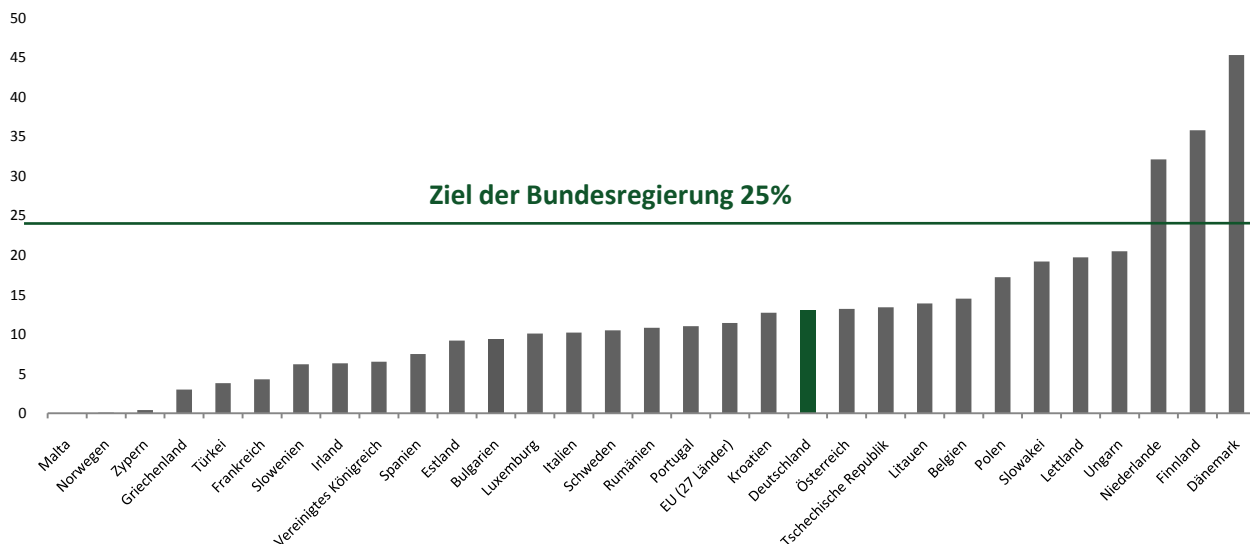
Großes Potenzial für KWK in Deutschland und Europa

Neben dem Ausbau der Erneuerbaren Energien spielt die Erhöhung der Energieeffizienz eine zentrale Rolle bei der Erreichung der CO₂-Reduktionsziele der EU (Reduktion um 20% bis 2020 als verbindliches Ziel festgeschrieben). Die Bundesregierung hat daher das Ziel definiert, den Anteil der Stromproduktion in KWK auf 25% zu erhöhen. Gegenwärtig liegt der Wert mit 15% deutlich unter dieser Vorgabe. Das Öko-Institut schätzt, dass die dafür notwendige zusätzliche Kraftwerksleistung mindestens 10 GW_{el} betragen müsste. Unter der Berücksichtigung eines Abgangs von Altanlagen wäre diese Zahl deutlich über 20 GW_{el}, womit sich die Investitionen auf ca. 20 Mrd. Euro belaufen könnten.

Im europäischen Vergleich befindet sich Deutschland im Mittelfeld bei der KWK. Dänemark und Finnland haben mit 45% bzw. 35% einen sehr hohen KWK Anteil, während der Großteil der europäischen Staaten einen Anteil von nur 10% bis 20% aufweist. Insofern

besteht ein großes Potenzial für BHKW auf europäischer Ebene, das durch die verbindliche EU-Richtlinie gestärkt wird.

Anteil der KWK an der Brutto-Gesamtelektrizitätserzeugung 2009
(in %)



Quellen: Eurostat, KWKG

Förderung und gesetzliche Rahmenbedingungen in Deutschland

Das **Kraft-Wärme-Kopplungs-Gesetz** (KWKG) bildet die Rechtsgrundlage für den Ausbau von BHKW in Deutschland. Der Netzbetreiber wird hierdurch verpflichtet, BHKW an das Netz anzuschließen und den so erzeugten Strom vorrangig einzuspeisen. Sofern es keine Einigung auf eine höhere Vergütung mit dem Netzbetreiber gibt, richtet sich die Vergütung für den eingespeisten Strom nach dem durchschnittlichen Preis für Grundlaststrom an der Leipziger Strombörse EEX („üblicher Preis“). Zusätzlich erhält der Anlagenbetreiber einen KWK Zuschlag (abhängig von Anlagegröße und Jahr der Inbetriebnahme) und eine Pauschale für vermiedene Netznutzung. Erklärtes Ziel des Gesetzes ist ein Anteil von 25% der KWK an der Stromerzeugung (aktuell ca. 15%). Bis zur Sommerpause des Bundestages soll das aktuelle KWKG-Gesetz überarbeitet werden. Der vorliegende Gesetzesentwurf sieht eine verbesserte Förderung vor.

Das **Erneuerbare Energien Gesetz** (EEG) sieht z.T. einen verpflichtenden Einsatz von BHKW vor. So muss der Großteil der ab 2012 gebauten Biogasanlagen, die das Gas verstromen, mindestens 60% der Wärme nutzen. Für die AGO, die im Erdgas-Segment tätig ist, ergeben sich dadurch zusätzliche Absatzkanäle für ihre Absorptionskältemaschinen. Die Landwirte können hierdurch die Abwärme zur Kühlung (z.B. des Kartoffellagers) nutzen.

Es besteht ferner Anspruch auf die Befreiung von der Stromsteuer (auf den selbst verbrauchten Strom) sowie auf eine Erstattung der Energiesteuer (z.B. auf Erdgas).

Wirtschaftlichkeit von BHKW

KWK-Gaskraftwerke mit elektrischen Leistungen von über 100 MW sind für die großen Versorger zumindest aktuell deutlich weniger profitabel als Kernkraftwerke. Dies ist u.a. eine Folge des geringen Preisunterschieds zwischen den Strom- und Gaspreisen sowie den kostspieligen CO₂ Zertifikaten. Anders sieht es im BHKW Segment aus. Hier ergeben sich regelmäßig Amortisationszeiten von 2 bis 4 Jahren. Dies liegt in erster Linie an dem deutlich höheren Preisunterschied zwischen Strom und Gas. Während an der Leipziger Strombörse der Spread in den letzten Jahren auf ca. 3 Cent/kWh angestiegen ist (relevant

für die Versorger), beträgt der Preisunterschied zwischen Strom und Gas für die Industrie mehr als 10 Cent/kWh und für Privathaushalte sogar mehr als 13 Cent/kWh (inkl. Stromsteuer, EEG- und KWK-Umlage). Für Unternehmen die zum großen Teil den Strom und die Wärme selbst verbrauchen, sind BHKW daher eine sehr gute Möglichkeit, die Energiekosten zu senken. Nachfolgend sei ein Beispiel für ein 1,1 MWel-BHKW gezeigt. Der übliche Strompreis beträgt aktuell ca. 5 ct/kWh. Durch den KWK-Zuschlag und vermiedene Netzentgelte ist daher ein Verkaufserlös von 6,5 ct/kWh für den BHKW-Betreiber erzielbar, hinzu kommt die Einsparung durch den Eigenverbrauch von Strom und Wärme. Bei einer hohen Auslastung pro Jahr (hier 7.500 h/a) ergibt sich so eine Amortisationszeit von ca. 2,5 Jahren.

Wirtschaftlichkeitsanalyse einer 1,1 MWel-BHKW-Anlage (Amortisationszeit)

Gaspreis (in ct/kWh)*	anlegbarer Wärmepreis (in ct/kWh)	Strom-Arbeitspreis (in ct/kWh)**		
		5,5	6,5	7,5
Ist 3,5	4,562	2,74	2,38	2,11
3	3,911	2,46	2,17	1,94
4	5,214	3,1	2,65	2,31

Quelle: KWK in der Industrie – B.KWK e.V.

* Bezugspreis ** erzielbarer Erlös des BHKW-Betreibers. Mindestens „üblicher Strompreis“ + KWK-Zuschlag

WETTBEWERBSQUALITÄT

Die AGO AG ist ein Spezialist für große Erdgas-BHKW mit Technologieverknüpfung. Aufgrund der 30-jährigen Firmengeschichte verfügt das Unternehmen über eine umfangreiche Expertise sowie eine hohe Markenbekanntheit im Bereich der dezentralen Energieversorgungslösungen. Zu den Kunden zählen führende deutsche Industrieunternehmen und kommunale Energieversorger. Laut dem aktuellsten BHKW-Ranking gehört das Unternehmen zu den Top 10 BHKW-Lieferanten in Deutschland.

Das Unternehmen gliedert sich in drei Geschäftsbereiche. Im Bereich der Projektentwicklung und des Anlagenbaus fokussiert sich AGO vor allem auf Erdgas-BHKW mit einer elektrischen Leistung von 1 - 4 MW, die individuell auf die Bedürfnisse der Kunden zugeschnitten werden. Ein weiteres Tätigkeitsfeld hier ist der Lüftungsanlagenbau. Im Geschäftsbereich Service und Beratung übernimmt AGO die Wartung, Reparatur und Optimierung der Anlagen. Zugleich werden Beratungsdienstleistungen in den Bereichen Energieeffizienz, Emissionshandel und Standortuche erbracht. Der Anlagenbetrieb bildet noch die dritte Säule des Konzerns. Hier produziert AGO auf eigene Rechnung Strom und Wärme in eigens dafür gebauten Biomasseheiz(kraft)werken. Nach zahlreichen Schwierigkeiten (Rechtsstreit beim Biomasseheizkraftwerk Alperstedt) soll dieser Geschäftsbereich jedoch bis spätestens Ende 2012 veräußert werden. Nachfolgend sind die Unternehmensstruktur und das Leistungsspektrum der AGO AG dargestellt.



Projekte / Anlagenbau

Fittings GmbH
Formstücke + Anlagen

Leistungsspektrum:

- Kraft-Wärme-Kälte Kopplung BHKW
- Kältetechnischer Anlagenbau
 - Niedertemperaturabsorber ago congelo
 - Klassische Kältemaschinen
- Lüftungsanlagenbau
- Biomasseheiz(kraft)werke
- Wärmetechnischer Anlagenbau

Service / Beratung

Leistungsspektrum:

- Optimierung der Anlagenfunktion
- Anlagenerweiterung
- Inspektion, Wartung
- Sanierung + Reparatur
- Direkte + schnelle Unterstützung
- 24-Stunden-Service/ Standortstudien
- Energieeffizienzberatung
- Emissionshandelsmanagement

Anlagenbetrieb*

- Biomasseheizkraftwerk Alperstedt GmbH
- HoSoTherm GmbH Kölleda
- PELLEREI AGO ENERGIA
- AGO St. Luce

Leistungsspektrum:

- Externer Anlagenbetrieb
- Rohstoff- /Brennstoffmanagement

***Rückzug bis Ende 2012 geplant**

Quelle: Unternehmen

Generalunternehmer mit exzellentem Track Record

AGO ist bereits seit 1980 im wärme- und kältetechnischen Anlagenbau tätig und verfügt über einen exzellenten Track Record. Mittlerweile hat das Unternehmen über 180 BHKW und über 2.000 Projekte geplant und gebaut. Die hohe Wettbewerbsqualität ist u.a. eine Folge...

- des hohen technischen Know-how's
- des hervorragenden Kundenzugangs
- der mittelständische Prägung
- sowie der flexible Strukturen

Hohes technisches Know-how

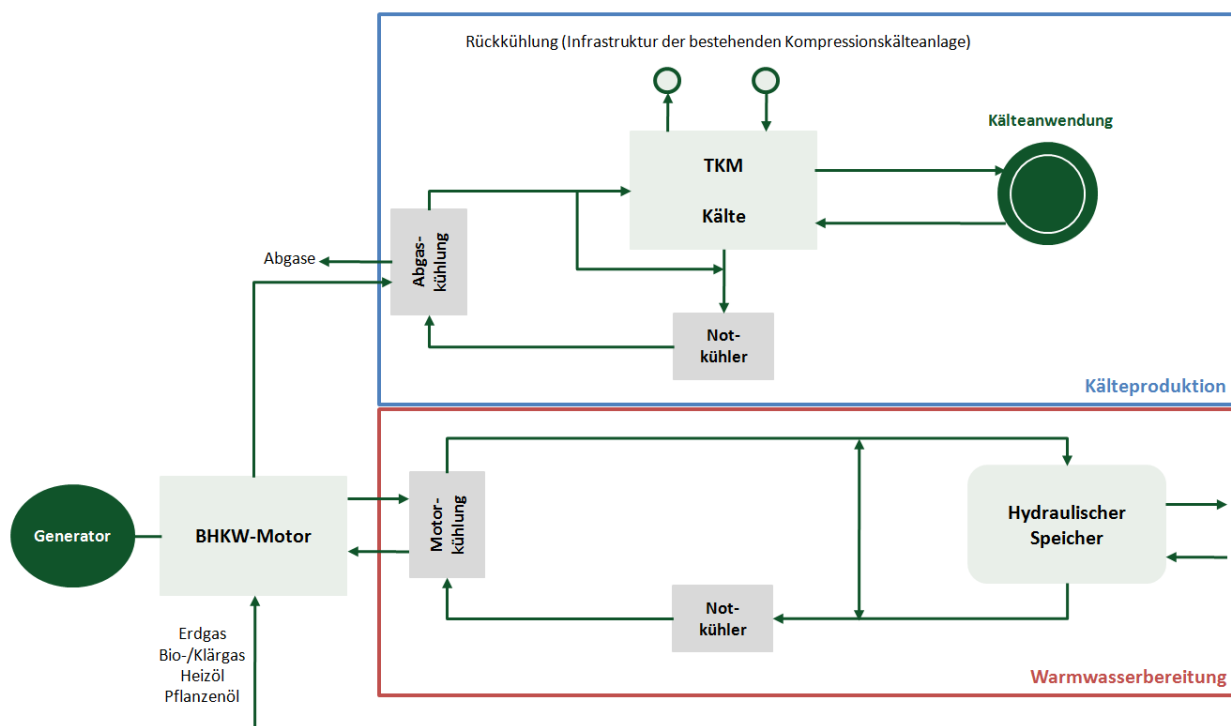
AGO verfügt über großes Know-how im Bereich des wärme- und technischen Anlagenbaus. Der Schwerpunkt liegt bei der Planung und dem Bau von Erdgas-BHKW sowie der dazu gehörenden Peripherie (Technologieverknüpfung). Um einen möglichst hohen Wirkungsgrad zu erreichen, ist AGO in der Lage, zahlreiche Wärmenutzungskonzepte für die Kunden zu realisieren:

- **Nah- und Fernwärme:** Nutzung der Wärme zur Beheizung von Gebäuden
- **Prozesswärme:** Nutzung der Abwärme in industriellen Prozessen (Dampf, Heißluft)
- **Prozesskälte:** Nutzung der Wärmeenergie zur Kühlung
- **Nachverstromung (mittels ORC):** Erhöhung der Stromausbeute durch Nutzung der Abwärme zur Stromerzeugung (2. Stufe)

Die Planung und der Bau der Peripherie ist einer der wesentlichsten Differenzierungsmerkmale gegenüber den meisten BHKW-Lieferanten, die in der Regel auf standardisierte BHKW-Module setzen. Über eine zweistufige Wärmeauskopplung ist AGO u.a. in der Lage, gleichzeitig Heizwärme und Dampf für industrielle Prozesse wie z.B. die Würzekochung in Brauereien bereitzustellen. Durch eine Ammoniak-Wasser-Absorptionskältemaschine (AGO congelo), die von AGO in Zusammenarbeit mit der ILK Dresden selbst entwickelt wurde, kann die Wärmeenergie des BHKW jedoch auch zur Kühlung eingesetzt werden. Die Anlagen mit einer Leistung von 50 kW bis 1.000 kW pro Modul erreichen Temperaturen von bis zu -10°C. Hierdurch bietet AGO ihren Kunden eine effiziente Art die Abwärme zu nutzen, so dass u.a. auch die **Wärmenutzungsanforderungen des neuen EEG erfüllt werden**. Laut Unternehmensangaben ist man der einzige Anbieter von Absorptionskältemaschinen (unter 0°C) im Leistungsbereich 100 kW bis 1.000 kW (typischer Biogas-Leistungsbereich). In der nachfolgenden Grafik ist die Funktionsweise einer solchen Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung aufgezeigt.

(Grafik siehe nächste Seite)

Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung



Langjährige Kundenbeziehungen zur Industrie und Stadtwerken

Aufgrund der Fokussierung auf große Erdgas-BHKW liegt der Kundenschwerpunkt bei Industrieunternehmen und kommunalen Energieversorgern. Damit unterscheidet sich AGO gegenüber dem Großteil der Marktakteure, die in der Regel auf Mini- und Mikro-BHKW für Biogasanlagen oder Privathaushalte spezialisiert sind. Dies zeigt sich insbesondere bei der Betrachtung der durchschnittlichen Größe der abgesetzten Anlagen. AGO fertigt nach dem Gasmotorenhersteller Zeppelin die größten Anlagen. Die ebenfalls börsennotierte 2G liegt hingegen auf dem 11. Platz, wie die nachfolgende Tabelle zeigt.

BHKW-Ranking nach der durchschnittlichen Leistungsgröße in 2010

Rang	Unternehmen	Durchschnittliche Modulgröße (in kW _{el})
1	Zeppelin	1.505
2	AGO	1.343
3	MWM	655
4	Haase	595
5	ETW Energietechnik	568
6	Pro2	477
7	MTU Onsite Energy	415
8	Seva Energie	398
9	SES	387
10	Schnell	243
11	2G Energietechnik	210

Quellen: Energie & Management BHKW-Ranking 2010, eigene Berechnung

Durch den langen Track Record und der damit verbundenen Expertise im Bereich großer BHKW verfügt AGO über einen hervorragenden Zugang zu Unternehmen, Kommunen und

Ingenieurbüros, so dass man als einer der ersten Ansprechpartner beim Bau von Energiezentralen gilt. Bei den Industriekunden waren in der Vergangenheit namenhafte Unternehmen aus nahezu allen Branchen vertreten. Als Beispiel sei ein Großauftrag vom Dezember letzten Jahres für einen großen Automobilhersteller aus Baden-Württemberg genannt. Die nachfolgende Grafik zeigt eine Auswahl der Referenzkunden von AGO.

Übersicht der Industriekunden der AGO AG



Zu der zweiten Kundengruppe, die zunehmend an Bedeutung gewinnt, zählen die Stadtwerke. Im Zuge der begonnenen Energiewende planen diese durch den Ausbau der dezentralen Stromversorgung ihren Marktanteil deutlich auszubauen. Aktuell produzieren die 1.000 Stadtwerke in Deutschland nur ca. 10% des in Deutschland verbrauchten Stroms. Durch die angekündigten Milliardeninvestitionen geht der Branchenverband VKU (Verband kommunaler Unternehmen) davon aus, diesen Anteil in den nächsten Jahren auf 25% ausbauen zu können. Aufgrund langjähriger Kundenbeziehungen dürfte AGO von diesen Investitionen direkt profitieren. Zu den Referenzkunden zählen u.a. die Stadtwerke aus Fürth, Schwerin oder Trier.

Mittelständische Prägung

Die mittelständische Prägung des Unternehmens erweist sich bei der Kundenakquise häufig als strategischer Vorteil, da die Zielkunden von AGO ebenfalls aus dem Mittelstand kommen. Schnelle Reaktionszeiten und ein unkompliziertes Claim Management bilden hier die Grundlage für Folgeaufträge. Dies ist insbesondere wichtig, wenn die Projektausschreibung über ein Ingenieurbüro erfolgt (u.a. für kommunale Einrichtungen verpflichtend). Das Ingenieurbüro wird mit der Ausschreibung und der Koordination des Projektes betraut, so dass es als Vermittler zwischen dem Auftraggeber und dem Anlagenbauer fungiert. Da das Ingenieurbüro nur eine vorher vereinbarte Festvergütung bekommt, ist es an einem möglichst reibungslosen und unkomplizierten Projektablauf interessiert. In der Folge bekommen meist Unternehmen mit einem guten Track Record sowie einem unkomplizierten Claim Management den Zuschlag für das Projekt.

Flexible Strukturen

Als Dienstleistungsunternehmen mit einer geringen Wertschöpfungstiefe ist AGO in der Lage, flexibel auf die Anforderungen der Kunden zu reagieren. Alle Komponenten werden projektspezifisch von unterschiedlichen Herstellern eingekauft und vor Ort errichtet. Es bestehen weder Abnahmeverpflichtungen noch ist man an einen bestimmten Motorenhersteller gebunden. Dadurch kann AGO die unterschiedlichsten Kundenanforderungen an das BHKW sowie die Peripherie optimal erfüllen.

Der Verzicht auf Fertigungsstätten bietet zudem den Vorteil geringer Fixkosten. Den größten Fixkostenblock bilden die Personalkosten, die in den letzten Jahren trotz eines Umsatzanstiegs von 50 Mio. Euro in 2009 auf geschätzte 69 Mio. Euro in 2011 konstant bei ca. 8,5 Mio. Euro gehalten wurden.

FINANZEN

Im Geschäftsjahr 2010 konnte die AGO AG trotz einer gewissen Investitionszurückhaltung seitens der Industriekunden den Umsatz von 50,3 auf 52,8 Mio. Euro steigern. Das Ergebnis wurde jedoch durch das Biomasseheizkraftwerk Alperstedt belastet. Das EBIT war mit 8 Mio. Euro negativ (Vorjahr 1,7 Mio. Euro). Die nachfolgende Tabelle zeigt die wichtigsten Posten der GuV.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung AGO AG

	2010	2009
Umsatz	52.831	50.287
Bruttoergebnis	2.306	5.169
Bruttomarge	4,4%	10,3%
EBIT	-7.954	1.673
EBIT-Marge	-15,1%	3,3%
Net Income	-8.309	271

Quelle: Unternehmen, Angaben in TEuro.

Ursächlich für den hohen Verlust war ein Rechtsstreit mit dem Kunden des Biomasseheizkraftwerks Alperstedt, das eine Tochter der AGO im Rahmen eines Contracting Vertrages auf eigene Rechnung betreibt. Der Kunde weigerte sich seit 2007, die Wärmepreisanstiege zu zahlen. Im Rahmen einer außergerichtlichen Einigung im November 2010 musste eine erhebliche Abschreibung auf die Tochtergesellschaft durchgeführt werden. Der operative Verlust betrug ca. 0,65 Mio. Euro, hinzu kamen folgende Sonderbelastungen.

Einmalige Aufwendungen Alperstedt

Impairment Alperstedt	5,3 Mio. Euro
Forderungsverlust und Anwaltskosten	0,65 Mio. Euro
Sonstige Aufwendungen	1,2 Mio. Euro
Summe	7,15 Mio. Euro

Quellen: Unternehmen, Montega

Die Aufwendungen hieraus summieren sich auf 7,15 Mio. Euro. Zusätzlich zu diesem Effekt wirkten sich die höheren Stahlpreise, die im Rahmen der laufenden Projektverträge nicht an die Kunden weitergegeben werden konnten, negativ auf die Bruttomarge aus.

Großprojekte bewirken Umsatzsprung in 2011

Die AGO AG verzeichnete in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2011 ein Umsatzwachstum von 61,6% auf 52,9 Mio. Euro, womit bereits der Gesamtumsatz 2010 übertroffen wurde. Das Wachstum resultierte hauptsächlich aus der Durchführung von zwei Großprojekten, die ein Umsatzvolumen von 27 Mio. Euro aufwiesen. Aufgrund einer geringen Profitabilität der Großprojekte blieb die Bruttomarge auf einem niedrigen Niveau (3,8%). Das Bruttoergebnis verbesserte sich von 1,26 Mio. Euro auf 2,03 Mio. Euro, während das EBIT mit -245 tausend Euro weiterhin negativ war (zuvor: -857 tausend Euro). Für das Gesamtjahr erwartet das Unternehmen trotz Restrukturierungsaufwendungen ein ausgeglichenes EBIT.

Umsatzrückgang für 2012 eingeplant

Die Restrukturierung der Gesellschaft dürfte zumindest kurzfristig einen Umsatzrückgang zur Folge haben. Wir rechnen für 2012 mit einem Umsatz von 55 Mio. Euro. Der Rückgang hat folgende Gründe:

- **Aufgabe Anlagenbetrieb:** Das Unternehmen plant, den gesamten Anlagenbetrieb bis spätestens Ende 2012 zu verkaufen. Hierdurch ergibt sich ein Dekonsolidierungseffekt bezogen auf den Umsatz von ca. 5 Mio. Euro p.a.
- **Bereinigung des Produktportfolios:** Im Zuge der Restrukturierung des Unternehmens soll das Produktportfolio verschlankt werden. In Zukunft fokussiert sich das Unternehmen auf den Bau und die Wartung von Erdgas-BHKW sowie der dazu notwendigen Peripherie (z.B. Absorptionskältemaschinen). Der Bau von Biomasseheizkraftwerken und anderer Randaktivitäten soll hingegen eingestellt werden.
- **Verzicht auf montageintensive Projekte:** Montageintensive Projekte sollen aufgrund des hohen Verzögerungsrisikos und der damit verbundenen, möglichen Ergebnisbelastung nicht mehr durchgeführt werden.

Dieses hat direkte Auswirkungen auf die Umsatzzusammensetzung, die im laufenden Geschäftsjahr wie folgt aussehen sollte:

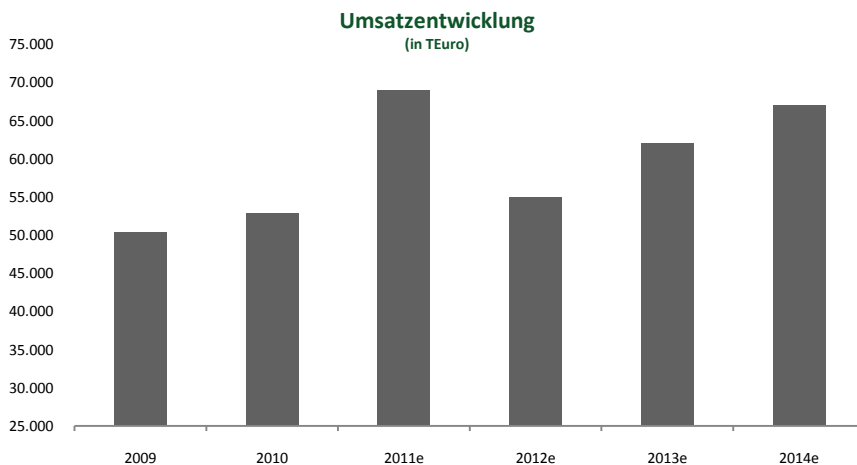
- **13 Mio. Euro aus Service, Beratung & Kleinprojekten:** Das Service- und Beratungsgeschäft generiert größtenteils wiederkehrende Umsätze i.H.v 3 Mio. Euro. Hinzu kommt der Lüftungsanlagenbau (ca. 10 Mio. Euro Umsatz). In der Vergangenheit lag der Umsatzbeitrag dieses Bereichs regelmäßig zwischen 12 und 13,5 Mio. Euro. Da hier keine großen Veränderungen anstehen, rechnen wir mit einem stabilen Umsatzbeitrag von 13 Mio. Euro.
- **5 Mio. Euro Absorptionskältemaschine AGO congelo:** Die veränderte EEG Förderung dürfte die Nachfrage nach der AGO congelo erhöhen. Über den Kooperationspartner SEVA Energie (großer Biogas-BHKW-Lieferant) verfügt AGO über einen guten Kundenzugang in das Biogassegment. Wir rechnen hier mit einem Umsatzbeitrag von ca. 5 Mio. Euro.
- **37 Mio. Euro Erdgas-BHKW:** Der restliche Umsatz dürften sich hauptsächlich aus der Projektierung von Erdgas-BHKW ergeben. Im Dezember gab AGO zwei Großaufträge über 11 Mio. Euro bekannt, weitere Großaufträge dürften ab dem Frühling folgen. Wir rechnen mit einem Jahresumsatz von 37 Mio. Euro.

Wachstum ab 2013

Nach der erfolgten Restrukturierung sehen wir wieder gute Wachstumsperspektiven für AGO. U.E. sollten die folgenden Punkte zu einem nachhaltigen Wachstum des Unternehmens beitragen:

- **Marktwachstum:** Der Markt für Erdgas-BHKW ist seit 2007 um ca. 26% p.a. gewachsen. Wegen der 1) Unabhängigkeit vom EEG, 2) einer wahrscheinlich besseren Förderung nach dem neuen KWK-Gesetz sowie 3) einem steigenden Preisunterschied zwischen Strom und Gas rechnen wir mit einem stabilen Marktwachstum für die kommenden Jahre.
- **Hervorragende Kontakte:** AGO dürfte aufgrund der hohen Expertise und der hervorragenden Kontakte zur Industrie und den Stadtwerken am Marktwachstum partizipieren.
- **Verbund der Perseus Gesellschaften:** Die Kooperation mit der SEVA und die Einbeziehung in den Verbund der Perseus Gesellschaften dürfte einen zusätzlichen Wachstumsimpuls geben.
- **Südafrika Geschäft:** Ago ist seit 2008 im südlichen Afrika vertreten (u.a. mehrere Aufträge für Heineken in Südafrika). Hier will das Unternehmen von einem hohen Nachholbedarf nach Energieeffizianzen profitieren. Durch eine Vertriebskooperation mit dem lokalen Partner DEMATECH (u.a. Vertriebspartner von Krones in Afrika) dürfte somit auch das Auslandsgeschäft wieder eine stärkere Rolle spielen.

Folglich sollte der Umsatz auf 62 Mio. Euro in 2013 bzw. 67 Mio. Euro in 2014 ansteigen, wie die nachfolgende Grafik zeigt:



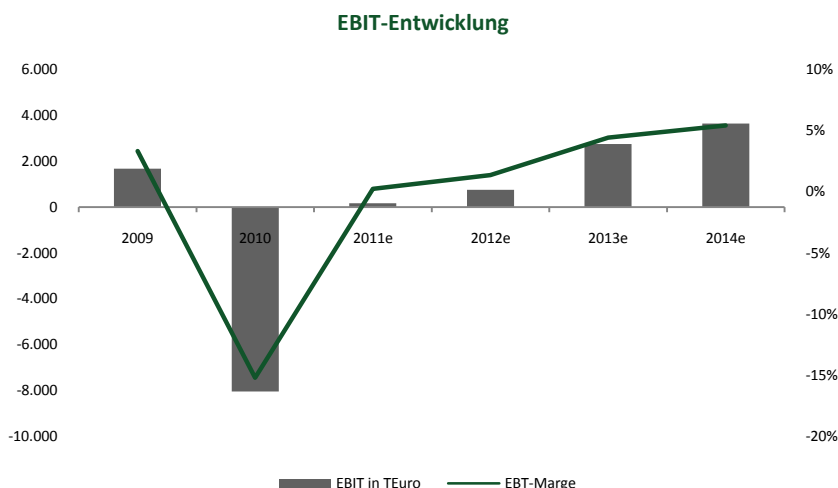
Quellen: Unternehmen, Montega (Prognose)

Nachhaltige Ergebnisverbesserung durch Neuausrichtung angestrebt

Die Ergebnisentwicklung der letzten Jahre war von einer verfehlten strategischen Ausrichtung geprägt. Insbesondere der selbstständige Betrieb von Energieversorgungsanlagen entwickelte sich zu einem belastenden Faktor. Ein langjähriger Rechtsstreit hatte im Geschäftsjahr 2010 eine Sonderaufwand von über 7 Mio. Euro zur Folge. Die AGO hat daher beschlossen, sich wieder auf ihre Kernkompetenzen zu fokussieren. Die folgenden Punkte sollten u.E. zu einer nachhaltigen Ergebnisverbesserung in den kommenden Jahren führen:

- **Aufgabe Anlagenbetrieb:** Der Anlagenbetrieb führte in den letzten Jahren außer der Sonderabschreibung von 7 Mio. Euro auch zu operativen Verlust, die zwischen 0,5 und 0,7 Mio. Euro lagen.
- **Fokus auf Erdgas-BHKW:** Der Markt für große Erdgas-BHKW für die Industrie und kommunale Einrichtungen weist höhere Bruttomargen auf als es z.B. bei Biomasseheizkraftwerken der Fall ist. In diesem Bereich dürften Bruttomargen von 10% erzielbar sein. Im Bereich der Absorptionskältemaschinen 15% – 20%.
- **Verzicht auf montageintensive Projekte:** Montageintensive Projekte sollen aufgrund des hohen Verzögerungsrisikos und der damit verbundenen Kostensteigerung nicht mehr durchgeführt werden. Bei Erdgas-BHKW betragen die Montagekosten regelmäßig nur 5% - 10% der Gesamtkosten.
- **Verbund mit Perseus:** Durch den Verbund mit Perseus können Aufträge für standardisierte BHKW an die SEVA Energie weitergegeben werden. Die SEVA bietet der AGO wiederum einen Absatzkanal für die Absorptionskältemaschine AGO congelato (Zugang zum Biogassegment). Gleichzeitig können Zeit- und Kostenvorteile durch die Nutzung der Fertigungskapazitäten der SEVA realisiert werden.

Für das laufende Jahr gehen wir von einem moderaten EBIT-Wachstum aus, da einige unprofitable Projekte noch in diesem Jahr abgearbeitet werden müssen. Der Verkauf des Anlagenbetriebs sollte größtenteils zu Buchwerten erfolgen. Hier besteht jedoch das Risiko, dass aufgrund mangelnden Interesses auch Buchwertverluste hingenommen werden müssen. Ab 2013 sollte es dann zu einer nachhaltigen Ergebnisverbesserung kommen. Die EBIT-Marge dürfte bis 2014 auf 5,4% steigen, das EBIT würde sich dementsprechend auf 3,6 Mio. Euro belaufen. Die nachfolgende Grafik verdeutlicht die geplante EBIT-Entwicklung.

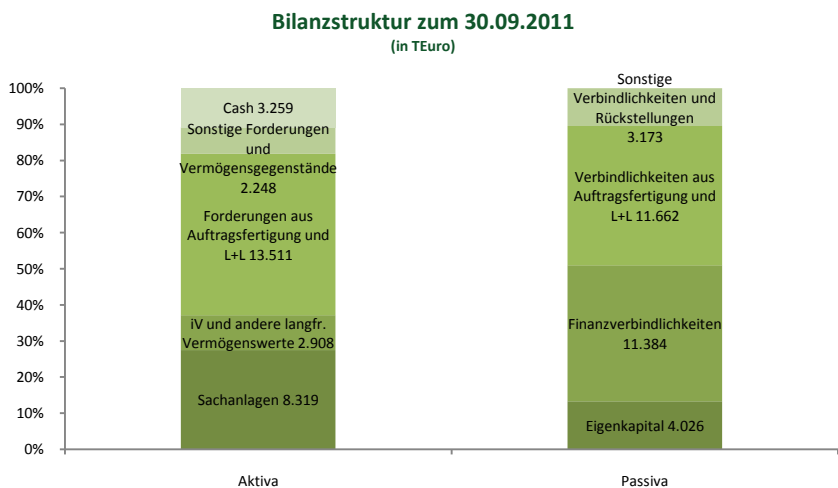


Quellen: Unternehmen, Montega (Prognose)

Bilanzstruktur durch hohe Verluste aus 2010 gekennzeichnet

Die AGO AG wies zum Bilanzstichtag 30.09.2011 eine EK-Quote von nur 13% auf. Aus diesem Grund wurde nach dem Bilanzstichtag eine Pflichtwandelanleihe i.H.v. 2 Mio. Euro begeben, um die Eigenkapitalbasis zu stärken (siehe Abschnitt Pflichtwandler).

Die größten Posten auf der Passiva sind Finanzverbindlichkeiten (ca. 11,4 Mio. Euro) sowie Anzahlungen und Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung (zusammen 11,7 Mio. Euro). Das Vermögen bestand vor allem aus Forderungen aus der Auftragsfertigung (PoC-Methode) sowie aus Lieferung und Leistung (13,5 Mio. Euro). Den zweiten, wichtigen Posten der Aktivseite bildeten die Sachanlagen mit 8,3 Mio. Euro (hauptsächlich Anlagenbetrieb). Der Finanzmittelbestand belief sich auf 3,3 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen

Pflichtwandler – Stärkung der Eigenkapitalbasis

Die AGO AG hat zur Stärkung des Eigenkapitals und dem Ausbau des Geschäftes mit BHKW eine Wandelschuldverschreibung mit Wandlungspflicht i.H.v. 2 Mio. Euro begeben. Die Schuldverschreibung mit einer Verzinsung von 6% p.a. wird spätestens am Ende der Laufzeit am 11. November 2014 in auf den Inhaber lautende Stückaktien zu einem Wandlungspreis von 1,76 Euro umgetauscht. Zudem hat die AGO AG das Recht, die Schuldverschreibungen vorzeitig zu einem Wandlungspreis von 1,76 Euro in AGO Aktien zu wandeln, wenn der Aktienkurs an zwanzig aufeinanderfolgenden Handelstagen im Xetra-Handel über EUR 2,80 liegt. Laut Unternehmensangaben wird die Anleihe sofort zu 80% als Eigenkapital bilanziert, so dass die EK-Quote wieder ansteigen dürfte.

Der neue Großaktionär Perseus SEVA hat entsprechend dem Kapitalanteil i.H.v. 59,25% an der Kapitalmaßnahme teilgenommen.

BEWERTUNG

Die Bewertung der AGO AG erfolgt auf Basis eines DCF-Modells. Zur Plausibilisierung des Kursziels verwenden wir zusätzlich einen Peer-Group-Vergleich. Auf Basis der Multiples für das Geschäftsjahr 2013 ergibt sich eine Preisspanne von 3,90 Euro – 4,70 Euro. Unser **DCF basiertes Kursziel liegt mit 3,20 Euro** unter dieser Preisspanne.

DCF-Modell

Wir gehen in unseren Wachstumsannahmen von einem kurzfristigen Umsatzrückgang von 69 Mio. Euro in 2011 auf 55 Mio. Euro 2012 aus, der auf die Bereinigung des Produktportfolios zurückzuführen ist. Der seit Jahren wachsende BHKW-Markt dürfte jedoch der AGO zu einem stetigen Umsatzwachstum ab 2013 verhelfen.

Bei der operativen Gewinnentwicklung gehen wir von einem Übergangsjahr in 2012 aus. Nach dem Verkauf des Anlagebetriebs und der Abarbeitung der letzten margenschwachen Projekte, dürfte die EBIT-Marge ab 2013 wieder deutlich ansteigen. Wir rechnen mit einem Margen-Peak von 5,4% in 2014.

Als Ingenieurdienstleister verfügt die AGO über keine nennenswerten Fertigungsstätten. Nach der Beendigung des Anlagenbetriebs wird daher das Investitionsvolumen auf unter 0,5 Mio. Euro p.a. fallen. Gleiches gilt auch für die Abschreibungen.

Wir gehen davon aus, dass die Verkaufserlöse aus dem Anlagenbetrieb (ca. 6 Mio. Euro) vollständig zur Tilgung der dazugehörigen Kredite verwendet werden, so dass die Gesellschaft aus dem Desinvestment keinen Netto Cash-Zufluss generiert. Wir berücksichtigen daher den vorläufigen Cash-Zufluss nicht in unserem DCF-Modell.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 40% und eines Betas von 1,8 ergibt sich ein WACC von 10,6%. Die ewige Wachstumsrate beträgt 1,5%.

Die Pflichtwandelanleihe wird spätestens im November 2014 in Aktien der AGO getauscht. Die AGO AG hat jedoch das Recht, die Schuldverschreibungen vorzeitig zu einem Wandlungspreis von EUR 1,76 in auf den Inhaber lautende Stückaktien der Gesellschaft zu wandeln, wenn der Aktienkurs an zwanzig aufeinanderfolgenden Handelstagen im Xetra-Handel über EUR 2,80 liegt. Insofern wird spätestens im November 2014 die Aktienanzahl auf 5,136 Mio. steigen (aktuell: 4 Mio.) und eine Verwässerung stattfinden.

Da eine frühzeitige Wandlung der Anleihe in Eigenkapital für die Gesellschaft vorteilhaft ist und der Aktienkurs bereits nahe dieser Schwelle notiert, berücksichtigen wir in unserem DCF-Modell die volle Aktienanzahl (5,136 Mio.). Für die AGO AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 3,20 Euro je Aktie (4,18 Euro je Aktie bei einer Aktienanzahl von 4 Mio.). Das Upside-Potenzial beträgt 24%.

DCF Modell

Angaben in Tausend EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	Terminal Value
Umsatz	69.000	55.000	62.000	67.000	69.680	71.770	73.565	75.036
Veränderung	30,6%	-20,3%	12,7%	8,1%	4,0%	3,0%	2,5%	2,0%
EBIT	163	756	2.746	3.637	3.404	3.156	2.911	2.626
EBIT-Marge	0,2%	1,4%	4,4%	5,4%	4,9%	4,4%	4,0%	3,5%
NOPAT	111	605	2059	2546	2383	2209	2038	1838
Abschreibungen	800	748	400	380	279	251	221	225
in % vom Umsatz	1,2%	1,4%	0,6%	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	1.795	-68	-738	-540	-360	-167	-97	-96
- Investitionen	-1.612	-510	-210	-230	-244	-287	-294	-300
Investitionsquote	2,3%	0,9%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Übriges	8	8	8	8	8	8	8	8
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1.102	782	1.519	2.164	2.066	2.015	1.875	1.676
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Present Value	1102	707	1241	1599	1380	1216	1023	9065
Kumuliert	1102	1809	3051	4650	6029	7245	8269	17333

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	17,3
Terminal Value	9,1
Anteil vom Tpv-Wert	52%
Verbindlichkeiten	9,3
Liquide Mittel	8,6
Eigenkapitalwert	16,7

Aktienzahl (Mio.) 5,14

Wert je Aktie (EUR) 3,24

+Upside / -Downside 25%

Aktienkurs (EUR) 2,59

Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	7,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta 1,80

WACC 10,6%

ewiges Wachstum 1,5%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2011-2014	-1,0%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2011-2016	0,8%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2018	2,0%
EBIT-Marge	2011-2014	2,9%
EBIT-Marge	2011-2016	3,5%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2018	3,5%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	0,75%	1,25%	1,50%	1,75%	2,25%
11,12%	2,82	2,89	2,93	2,96	3,05
10,87%	2,96	3,03	3,08	3,12	3,21
10,62%	3,11	3,19	3,24	3,29	3,40
10,37%	3,27	3,37	3,43	3,48	3,61
10,12%	3,46	3,57	3,64	3,70	3,85

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2018e

WACC	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%
11,12%	2,69	2,81	2,93	3,04	3,16
10,87%	2,82	2,95	3,08	3,20	3,33
10,62%	2,97	3,10	3,24	3,38	3,52
10,37%	3,04	3,19	3,33	3,48	3,62
10,12%	3,12	3,28	3,43	3,58	3,73

Peer Group

Obwohl mehr als 30 Unternehmen auf dem deutschen Markt für BHKW aktiv sind, ist ein Peer-Group-Vergleich nur bedingt aussagekräftig. Einziger börsennotierter BHKW-Lieferant neben der AGO ist die 2G energy AG. Dabei ist zu beachten, dass die 2G in einem anderen Marktsegment tätig ist.

Gegenüberstellung AGO und 2G

	2G Energy AG	AGO AG
Leistungsgröße	< 1MW	> 1 MW
Brennstoff	Biogas	Erdgas
Zielgruppe	Landwirte, Unternehmen	Industrie, kommunale Energieversorger

Quelle: Montega

2G ist insbesondere auf Biogas-BHKW fokussiert. Dieser Markt verzeichnete aufgrund der guten Förderung starke Zuwachsraten in der Vergangenheit. Die Novellierung des EEG zum Jahresanfang (Wärmenutzungspflicht, Beschränkung des Maisanteils, etc.) dürfte jedoch kurzfristig zu einem rückläufigen Absatz von Biogasanlagen und somit auch BHKW in Deutschland führen. 2G plant diesen Absatzeinbruch durch das Auslandsgeschäft zu kompensieren. Wegen der damit verbundenen Unsicherheit notiert die 2G Aktie jedoch zu vergleichsweise niedrigen Multiples.

Da die AGO AG auf Erdgas-BHKW spezialisiert ist, ergeben sich aus einer rückläufigen Installation der Biogasanlagen keine unmittelbaren Konsequenzen. Die geforderte Wärmenutzungspflicht dürfte hingegen zu einer höheren Nachfrage nach Absorptionskältemaschinen führen und der AGO neue Absatzkanäle erschließen.

Weitere Unternehmen der Peer Group

Mangels vergleichbarer börsennotierter Unternehmen ziehen wir vier weitere Unternehmen, die auf Energieeffizienz spezialisiert sind, zur Peer Group Analyse heran.

Imtech

Die holländische Imtech ist über den Geschäftsbereich Kraftwerks- und Energietechnik einer der größten Wettbewerber von AGO. Daneben ist das Unternehmen auf die technische Gebäudeausrüstung, Reinraumtechnik oder Stadion- und Arenatechnik spezialisiert. Der Konzern beschäftigt europaweit über 25.000 Mitarbeiter und hat einen Jahresumsatz von über 4 Mrd. Euro.

CENTROTEC Sustainable AG

Die CENTROTEC Sustainable AG ist eine Holdinggesellschaft die auf Energieeffizienzlösungen spezialisiert ist. Wichtigste operative Gesellschaft ist die Wolf Gruppe, die u.a. Heiz- und Lüftungssysteme herstellt und über die Tochter Kuntschar + Schlüter auch im Markt für kleine BHKW tätig ist (Platz 15 im BHKW Ranking 2011). Der Jahresumsatz der Centrotec im Jahr 2011 lag bei 538 Mio. Euro.

EnviTec Biogas AG

EnviTec ist einer der größten Biogasanlagenbauer in Europa. Zum Leistungsspektrum gehört die Planung, Bau und Überwachung der Biogasanlagen. Zudem betreibt das Unternehmen eigene Anlagen. Der Umsatz dürfte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr auf über 200 Mio. Euro belaufen.

YIT

Der ehemalige Großaktionär der AGO ist einer der führenden Anbieter für Anlagenbau, technische Gebäudeausrüstung und dem Betrieb von Immobilien. Der Umsatz der Gruppe belief sich in 2010 auf über 3,8 Mrd. Euro.

Bewertung

Der Peer-Group-Vergleich zeigt ein uneinheitliches Bild. Die kurzfristigen Multiples für 2011 und 2012 deuten auf eine Überbewertung der AGO hin, während für 2013 eine deutliche Unterbewertung signalisiert wird. Vor dem Hintergrund des laufenden Restrukturierungsprozess bei AGO ist dieses Ergebnis auch nachvollziehbar. Auf Basis der relevanten Multiples für 2013 ergibt sich eine Preisspanne von 3,90 Euro - 4,70 Euro.

Peer-Group AGO AG Energie + Anlagen

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz				KGV			
		2010	2011e	2012e	2013e	2010	2011e	2012e	2013e
2G energy AG	26,91	1,23	0,69	0,63	0,55	22,43	10,55	9,12	6,99
Imtech NV	24,01	0,61	0,55	0,53	0,50	13,07	12,31	11,19	10,16
CENTROTEC Sustainable AG	11,86	0,60	0,56	0,54	0,52	7,60	neg.	9,45	8,08
EnviTec Biogas AG	8,90	0,90	0,59	0,64	0,61	93,90	17,57	15,62	12,63
YIT Oyj	14,49	0,70	0,58	0,56	n.a.	14,14	12,43	10,93	n.a.
Average		0,81	0,60	0,58	0,55	30,23	13,22	11,26	9,46
AGO AG Energie + Anlagen	2,6	0,21	0,16	0,20	0,18	neg.	neg.	neg.	5,89
Potenzial		286%	272%	189%	207%	n.a.	n.a.	n.a.	61%
Fairer Wert je Aktie		10,50	10,09	7,80	8,31	n.a.	n.a.	n.a.	4,16

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / EBITDA				EV / EBIT			
		2010	2011e	2012e	2013e	2010	2011e	2012e	2013e
2G energy AG	109,4	11,71	5,61	5,02	4,24	13,63	6,33	5,44	4,21
Imtech NV	2755,6	9,46	8,59	8,01	7,42	11,93	10,68	9,77	9,07
CENTROTEC Sustainable AG	293,6	5,40	5,96	5,06	4,91	7,91	10,54	7,87	7,97
EnviTec Biogas AG	133,3	13,78	6,82	5,04	4,34	121,77	11,65	8,63	7,25
YIT Oyj	2570,2	10,54	9,80	8,65	n.a.	12,34	11,53	10,02	n.a.
Average		10,18	7,36	6,36	5,23	33,52	10,14	8,35	7,12
AGO AG Energie + Anlagen	11,0	neg.	11,47	7,34	3,51	neg.	67,75	14,61	4,02
Potenzial		n.a.	-36%	-13%	49%	n.a.	-85%	-43%	77%
Fairer Wert je Aktie		n.a.	1,60	2,22	3,94	n.a.	0,24	1,41	4,72

Quellen: Montega, Capital IQ

Fazit

Unser DCF-Modell signalisiert eine Unterbewertung der AGO Aktie, wobei wir bereits die volle Aktienzahl nach der Verwässerung (spätestens November 2014) berücksichtigen. Dieses Ergebnis wird auch von den Multiples für 2013 gestützt. Unter der Annahme eines erfolgreichen Turnarounds sehen wir daher die AGO Aktie als ein interessantes Investment im Bereich der effizienten und klimafreundlichen Energieversorgung an. Unser Kursziel lautet 3,20 Euro. Wir empfehlen die Aktie zum Kauf.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

AGO AG Energie + Anlagen mit Sitz in Kulmbach ist Spezialist im Bereich innovativer und effizienter Energieversorgungsanlagen für Industriekunden und kommunale Einrichtungen. Dabei fokussiert sich das Unternehmen auf die Geschäftsfelder Anlagenplanung, Anlagenbau sowie Service und Beratung. Die Kernkompetenz der Gesellschaft liegt vor allem bei Blockheizkraftwerken und dem wärme- bzw. kältetechnischen Anlagenbau. Standortstudien, Energieeffizienzberatung sowie das Emissionshandelsmanagement runden das Geschäftsmodell ab.

Historie

Die Geschichte der AGO AG reicht bis ins Jahr 1980 zurück. Damit gehört das Unternehmen zu den Pionieren im Bereich der Energieeffizienz. Wichtige Meilensteine der Unternehmenshistorie sind:

1980: Abspaltung von der ASK GmbH (technische Betriebsausstattung für Industrieunternehmen)

1997: Installation des 100. BHKW.

1998: Eingliederung in die M+W Zander Holding / Jenoptik Gruppe

2003: Einstieg in die Emissions- und Energieeffizienzberatung.

2006: Umfirmierung und Rechtsformwechsel in die AGO AG Energie + Anlagen.

2007: Börsengang der AGO AG und Expansion nach Italien.

2008: Erste eigenproduzierte Kältemaschine, Expansion nach Südafrika.

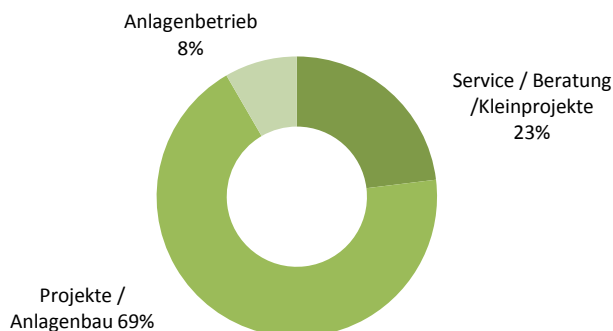
2010: Außergerichtliche Einigung im Rechtsstreit mit dem Kunden des Biomasseheizkraftwerk Alperstedt führt zu einem Rekordverlust von 8,3 Mio. Euro.

2011: Konzentration auf Kernkompetenz Projekte und Anlagenbau.

Segmentbetrachtung

Die AGO AG berichtet in den drei Segmenten Projekte/Anlagenbau, Service/Beratung/Kleinprojekte und Anlagenbetrieb. Mit einem Umsatzbeitrag von 36 Mio. Euro in 2010 ist die Projektierung von Anlagen das wichtigste Geschäftsfeld des Unternehmens. Das Service- und Beratungsgeschäft trägt ca. zu einem Viertel des Konzernumsatzes bei. In 2010 erzielte dieses Segment einen Umsatz von 12 Mio. Euro. Der Anlagenbetrieb lieferte in 2010 einen Umsatzbeitrag von 4,4 Mio. Euro. Wegen der strategischen Neuausrichtung soll dieser Geschäftsbereich noch im laufenden Jahr verkauft werden.

Umsatzverteilung nach Segmenten 2010



Quelle: Unternehmen



Gasmotor mit Generator (Blockheizkraftwerk)



Energieversorgungscenter von AMD in Dresden



AGO congelato Absorptionskältemaschine

Produkte

Die AGO AG ist ein Spezialist für die Projektierung von Energieeffizienzanlagen. Zum Leistungsspektrum zählen u.a.:

Blockheizkraftwerke

Im Bereich der Wärmetechnik zählen Erdgas-Blockheizkraftwerke (BHKW) zu den Kernkompetenzen der AGO AG. Diese erzielen durch die gleichzeitige Erzeugung von Strom und Wärme einen Wirkungsgrad von über 90%, wodurch Energiekosten und Emissionen reduziert werden. AGO fokussiert sich auf die Planung und den Bau von BHKW mit einer elektrischen Leistung von 1 – 4 MW_{el}, die insbesondere für die Industrie und kommunale Energieversorger interessant sind.

Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung

Durch eine Ammoniak-Wasser-Absorptionskältemaschine (AKA) kann die Abwärme des BHKW auch zur Kühlung eingesetzt werden. Die AKA haben eine Kälteleistung von 50 kW bis 1.000 kW pro Modul.

Lüftungsanlagenbau

Im Bereich der Lüftungs- und Klimatechnik plant und realisiert AGO Lüftungsanlagen für die Industrie, Büro- und Verwaltungsgebäude.

Service

Zusätzlich zu der Planung und Projektierung von BHKW und Kälteanlagen bietet die AGO einen umfangreichen Service und Kundendienst an, der an 365 Tagen im Jahr 24 Stunden erreichbar ist. Des Weiteren werden Beratungsdienstleistungen angeboten und Unternehmen beim Emissionshandel unterstützt.

Erfahrenes Management

Das Management der AGO AG setzt sich aus den beiden Vorstandsmitgliedern Hans Ulrich Gruber und Günther Hein zusammen:

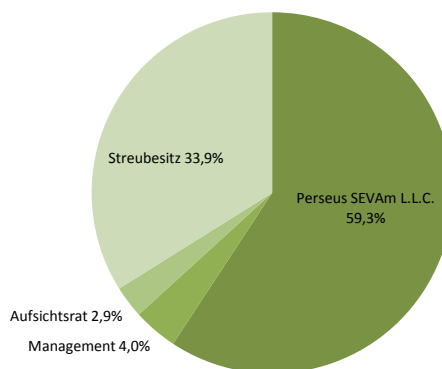
Der studierte Betriebswirt **Hans Ulrich Gruber** ist seit 2006 Vorstandssprecher der AGO AG und verantwortet den kaufmännischen Bereich. Seine Karriere begann Herr Gruber 1991 als Controller der Zander Klimatechnik, für die er zwischen 1995 und 1998 als Vorstandsassistent tätig war. 1999 wechselte er zur heutigen AGO AG. Neben seiner Vorstandstätigkeit ist er u.a. Vorsitzender des Landeswirtschaftsausschusses des Industrieverbandes Heizungs-, Klima- und Sanitärtechnik (Bayern, Sachsen, Thüringen) sowie Vorstandsvorsitzender von co2ncept plus – Verband der Wirtschaft für Emissionshandel und Klimaschutz e. V.

Günther Hein ist seit September 2011 Mitglied des Vorstandes der AGO AG. In seiner Funktion verantwortet er die Bereiche Technik und Vertrieb. Herr Hein verfügt über langjährige Erfahrungen als Geschäftsführer in unterschiedlichen Unternehmen der Klima- und Kältetechnikbranche in Deutschland sowie im südlichen Afrika.

Er absolvierte eine Ausbildung zum Kältemechatroniker und studierte an der technischen Fachhochschule in Kapstadt/Südafrika Mechanical Engineering.

Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der AGO AG ist in 4 Mio. Inhaber-Stammaktien eingeteilt. Hauptaktionär ist seit Sommer 2011 mit 59,25% der Stimmrechte die amerikanische Beteiligungsgesellschaft Perseus SEVA. Das Management und der Aufsichtsrat halten 4% bzw. 2,9% der Aktien, die restlichen 33,9% befinden sich im Streubesitz. Die Aktie notiert im Entry Standard der Deutschen Börse.

Aktionärsstruktur

Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Tausend EUR) AGO AG Energie + Anlagen	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	50.287	52.831	69.000	55.000	62.000
Herstellungskosten	45.118	50.525	66.102	51.425	56.110
Bruttoergebnis	5.169	2.306	2.898	3.575	5.890
Forschung und Entwicklung	205	142	85	100	124
Vertriebskosten	2.580	2.826	1.950	1.925	2.170
Verwaltungskosten	1.005	880	700	700	744
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	294	-1.120	0	-94	-106
EBITDA	2.613	-1.440	963	1.504	3.146
Abschreibungen auf Sachanlagen	896	6.276	700	748	400
EBITA	1.717	-7.716	263	756	2.746
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	44	238	100	0	0
EBIT	1.673	-8.046	163	756	2.746
Zinsertrag	268	178	150	150	200
Zinsaufwendungen	943	986	1.000	885	588
Finanzergebnis	-686	-850	-850	-735	-388
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	987	-8.896	-687	21	2.358
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0	0	0
EBT	987	-8.896	-687	21	2.358
EE-Steuern	716	-495	-220	4	590
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	271	-8.401	-867	-183	1.769
Anteile Dritter	34	-36	0	0	0
Jahresüberschuss	237	-8.365	-867	-183	1.769

G&V (in % vom Umsatz) AGO AG Energie + Anlagen	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	100%	100%	100%	100%	100%
Herstellungskosten	90%	96%	96%	94%	91%
Bruttoergebnis	10%	4%	4%	7%	10%
Forschung und Entwicklung	0%	0%	0%	0%	0%
Vertriebskosten	5%	5%	3%	4%	4%
Verwaltungskosten	2%	2%	1%	1%	1%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1%	-2%	0%	0%	0%
EBITDA	5%	-3%	1%	3%	5%
Abschreibungen auf Sachanlagen	2%	12%	1%	1%	1%
EBITA	3%	-15%	0%	1%	4%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	3%	-15%	0%	1%	4%
Zinsertrag	1%	0%	0%	0%	0%
Zinsaufwendungen	2%	2%	1%	2%	1%
Finanzergebnis	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2%	-17%	-1%	0%	4%
Außerordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%
EBT	2%	-17%	-1%	0%	4%
EE-Steuern	1%	-1%	0%	0%	1%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1%	-16%	-1%	0%	3%
Anteile Dritter	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss	0%	-16%	-1%	0%	3%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Tausend EUR) AGO AG Energie + Anlagen	2009	2010	2011e	2012e	2013e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	639	534	446	456	466
Sachanlagen	14.361	8.451	9.351	4.003	3.803
Finanzanlagen	3.052	2.436	2.236	1.336	1.336
Anlagevermögen	18.052	11.421	12.033	5.795	5.605
Vorräte	1.610	4.475	863	786	886
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10.966	8.436	9.452	8.288	9.852
Liquide Mittel	10.268	9.877	8.629	8.623	10.851
Sonstige Vermögensgegenstände	2.486	2.699	2.550	950	950
Umlaufvermögen	25.330	25.487	21.493	18.646	22.539
Bilanzsumme	43.382	36.908	33.526	24.441	28.144
PASSIVA					
Gezeichnetes Kapital	4.000	4.000	4.909	4.909	4.909
Kapitalrücklage	8.146	8.146	8.837	8.837	8.837
Gewinnrücklagen	855	-7.389	-8.256	-8.439	-6.670
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	5	19	19	94	94
Eigenkapital	13.116	4.851	5.584	5.401	7.170
Anteile Dritter	110	75	75	0	0
Rückstellungen	222	229	237	245	253
Zinstragende Verbindlichkeiten	11.132	11.100	11.000	5.000	6.000
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	13.441	13.656	12.855	9.945	10.871
Sonstige Verbindlichkeiten	5.693	7.301	4.087	4.095	4.103
Verbindlichkeiten	30.266	32.057	27.942	19.040	20.974
Bilanzsumme	43.382	36.908	33.526	24.441	28.144

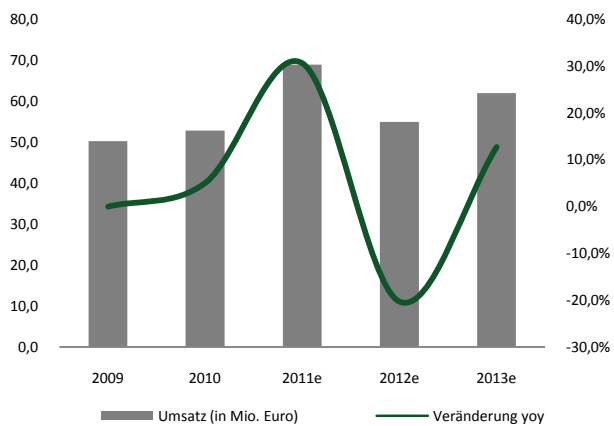
Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) AGO AG Energie + Anlagen	2009	2010	2011e	2012e	2013e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,5%	1,4%	1,3%	1,9%	1,7%
Sachanlagen	33,1%	22,9%	27,9%	16,4%	13,5%
Finanzanlagen	7,0%	6,6%	6,7%	5,5%	4,7%
Anlagevermögen	41,6%	30,9%	35,9%	23,7%	19,9%
Vorräte	3,7%	12,1%	2,6%	3,2%	3,1%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,3%	22,9%	28,2%	33,9%	35,0%
Liquide Mittel	23,7%	26,8%	25,7%	35,3%	38,6%
Sonstige Vermögensgegenstände	5,7%	7,3%	7,6%	3,9%	3,4%
Umlaufvermögen	58,4%	69,1%	64,1%	76,3%	80,1%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Gezeichnetes Kapital	9,2%	10,8%	14,6%	20,1%	17,4%
Kapitalrücklage	18,8%	22,1%	26,4%	36,2%	31,4%
Gewinnrücklagen	2,0%	-20,0%	-24,6%	-34,5%	-23,7%
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0%	0,1%	0,1%	0,4%	0,3%
Eigenkapital	30,2%	13,1%	16,7%	22,1%	25,5%
Anteile Dritter	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	0,5%	0,6%	0,7%	1,0%	0,9%
Zinstragende Verbindlichkeiten	25,7%	30,1%	32,8%	20,5%	21,3%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	13,1%	19,8%	12,2%	16,8%	14,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	69,8%	86,9%	83,3%	77,9%	74,5%
Verbindlichkeiten	69,8%	86,9%	83,3%	77,9%	74,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

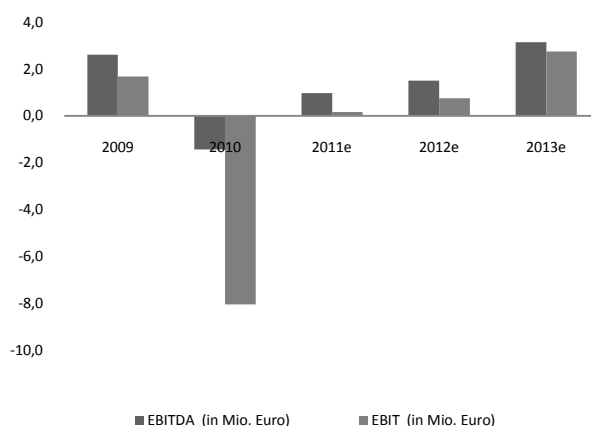
Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kapitalflussrechnung (in Tausend EUR) AGO AG Energie + Anlagen	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	271	-8.401	-867	-183	1.769
Abschreibung Anlagevermögen	896	6.276	700	748	400
Amortisation Goodwill	0	92	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	44	238	100	0	0
Veränderung langfristige Rückstellungen	75	-22	-163	8	8
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	492	268	-2.928	0	0
Cash Flow	1.778	-1.549	-3.158	573	2.177
Veränderung Vorräte	0	0	3.613	77	-100
Veränderung Forderungen aus L+L	616	2.420	-1.016	1.164	-1.564
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	5.207	-541	-801	-2.910	926
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0	0	26	1.600	0
Veränderung Working Capital	5.823	1.879	1.821	-68	-738
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	7.601	330	-1.336	504	1.439
CAPEX	-966	-1.129	-1.612	-510	-210
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	-1.271	-90	-150	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	39	551	350	6.000	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-2.198	-668	-1.412	5.490	-210
Dividendenzahlung	0	0	0	0	0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1.047	-53	-100	-6.000	1.000
Erwerb eigener Aktien	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	1.600	0	0
Sonstiges	-1.767	0	0	0	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-2.814	-53	1.500	-6.000	1.000
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0
Veränderung liquide Mittel	2.589	-391	-1.248	-6	2.229
Endbestand liquide Mittel	10.268	9.877	8.629	8.623	10.851
Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)					

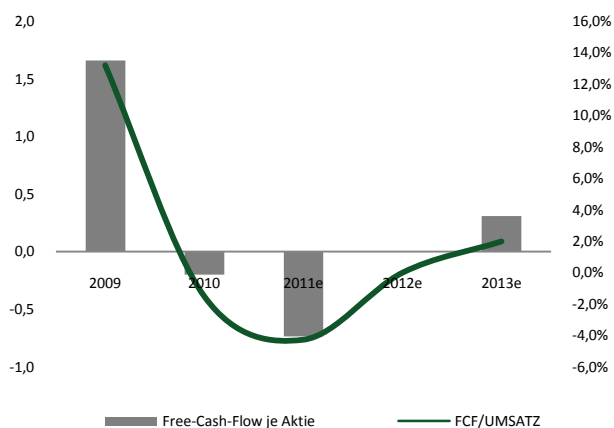
Umsatzentwicklung



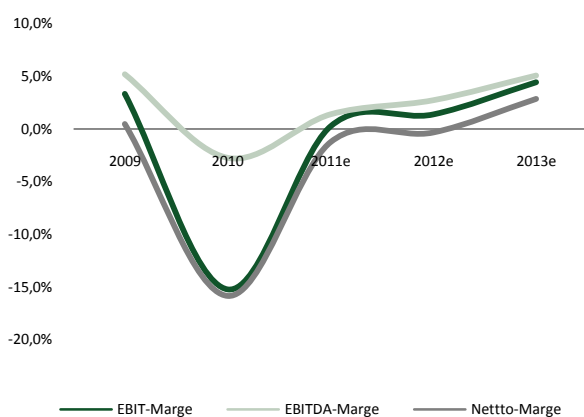
Ergebnisentwicklung



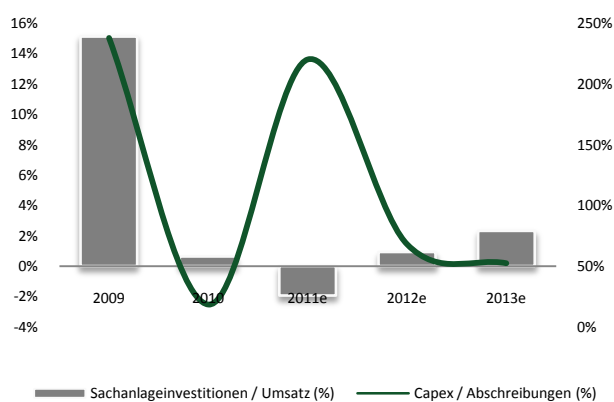
Free-Cash-Flow Entwicklung



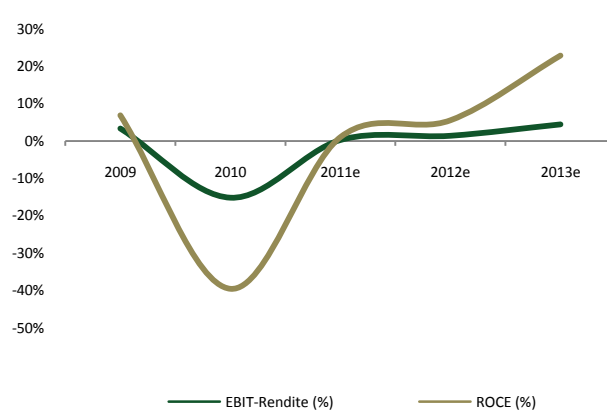
Margenentwicklung



Investitionen



Ebit-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 01.02.2012):

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Die Finanzanalyse wurde dem Emittenten vor ihrer Veröffentlichung zugänglich gemacht und danach geändert.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 01.02.2012):

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

Kurs- und Empfehlungs- Historie / tabellarisch

Empfehlung	Datum	Kursziel	Potenzial
Erstschätzung (Kaufen)	01.02.2012	3,20	24%
