



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research



energie + anlagen

**Q2-Zahlen 2009**

**18. August 2009**

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

## Wartungsarbeiten belasten Ergebnis

### Q2-Zahlen 2009

- ⇒ AGO konnte im zweiten Quartal 2009 die Umsatzerlöse um 17% auf 11,0 (9,4) Mio. Euro steigern und lag damit im Rahmen unserer Erwartungen. Ergebnisseitig belasteten die siebenwöchigen Wartungsarbeiten beim Biomasseheizkraftwerk Alperstedt, so dass das EBIT auf -322 (+671) Tsd. Euro und das Nettoergebnis auf -334 (+371) Tsd. Euro zurückging. Auf der Ergebnisebene konnte das Unternehmen auf Grund der zusätzlichen Wartungs- und Reparaturaufwendungen unsere Prognose nicht erreichen. Der operative Cashflow war dennoch positiv. Die Bilanzsituation stufen wir als solide ein.
- ⇒ Wir sind unverändert von der Strategie und den Perspektiven des Unternehmens überzeugt. Die Probleme im Contracting-Bereich sind hauptsächlich auf externe Faktoren zurückzuführen, die nach unserer Einschätzung nur temporärer Natur sind. Durch das breite Produkt- und Dienstleistungsportfolio, das hohe Engineering-Know-how bei einem großen Technologiespektrum und nicht zuletzt durch das eigenentwickelte Klimaschutzprogramm ECo-Plus sehen wir Wettbewerbsvorteile für AGO.
- ⇒ Wir haben unsere Ergebnisschätzungen für das laufende und das kommende Geschäftsjahr gesenkt. Für das Geschäftsjahr 2009 erwarten wir nun ein EpS von 0,16 (alt: 0,23) Euro. Für 2010 lautet unsere EpS-Prognose nun 0,25 (alt: 0,31) Euro. Damit liegen die KGVs der AGO-Aktie für 2009 und 2010 bei 26,3 bzw. 16,9.
- ⇒ Auf Basis unseres dreistufigen DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 5,13 (alt: 5,50) Euro ermittelt, woraus wir ein neues Kursziel von 5,10 (alt: 5,50) Euro ableiten. Bezogen auf unser Kursziel verfügt der AGO-Titel über ein Aufwärtspotenzial von rund 21%. Wir rechnen damit, dass AGO in den kommenden Monaten von der Umsetzung neuer Contracting-Projekte berichten kann. Den Ausbau des Anlagenbetriebs sehen wir als wesentlichen Treiber für den Aktienkurs. Wir bestätigen unser Kaufen-Votum.

## AGO AG Energie + Anlagen 4)

**Votum:** **Kaufen**

alt: -  
vom -

|                                      |             |
|--------------------------------------|-------------|
| <b>Kursziel</b> (in Euro) (6 Monate) | <b>5,10</b> |
| Kurs (Xetra) (in Euro)               | 4,23        |
| 17.08.2009 17:36 Uhr                 |             |
| Kurspotenzial                        | 20,57%      |

### Unternehmensdaten

|           |                      |
|-----------|----------------------|
| Land      | GE                   |
| Branche   | Erneuerbare Energien |
| Segment   | Entry Standard       |
| ISIN      | DE000A0LR415         |
| Reuters   | AGYG.DE              |
| Bloomberg | AGY                  |
| Internet  | www.ago.ag           |

### Aktiendaten

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| Aktienanzahl (in Mio. Stück)       | 4,000     |
| Freefloat                          | 31,87%    |
| Marktkapitalisierung (in Mio Euro) | 16,9      |
| ∅ Tagesumsatz                      | 921       |
| 52W Hoch 03.09.2008                | 5,00 Euro |
| 52W Tief 22.01.2009                | 2,75 Euro |
| Beta                               | 1,34      |
| Volatilität (60 Tage)              | 64,11     |

### Bewertungsmultiplikatoren

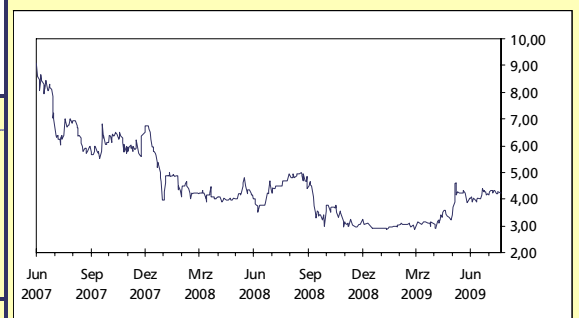
|       | EV/Umsatz | EV/EBIT | KGV  | Div. Rendite |
|-------|-----------|---------|------|--------------|
| 2006  | -         | -       | -    | -            |
| 2007  | 0,6       | neg.    | neg. | 0,0%         |
| 2008  | 0,6       | 13,6    | 26,6 | 0,0%         |
| 2009e | 0,6       | 13,2    | 26,3 | 0,0%         |
| 2010e | 0,5       | 9,7     | 16,9 | 0,0%         |

### Performance (in %)

|                | 1M    | 3M   | 6M   | 12M   |
|----------------|-------|------|------|-------|
| absolut        | -3,2  | 23,3 | 41,9 | -10,0 |
| relativ ggü.:  |       |      |      |       |
| DAX            | -7,7  | 16,1 | 18,2 | 9,1   |
| Entry Standard | -10,5 | 9,6  | 9,9  | 8,8   |

### Index-Gewichtung

|                |        |
|----------------|--------|
| Entry Standard | 6,076% |
|----------------|--------|



Ersteller: S. Diermeier (Analyst)

| RL                | GJ    | Umsatz | EBIT  | EBT  | JÜ    | EpS   |
|-------------------|-------|--------|-------|------|-------|-------|
| IFRS              | 2006  | 33,9   | 1,4   | 1,3  | 0,4   | 0,47  |
| IFRS              | 2007  | 41,3   | -0,3  | -0,6 | -0,9  | -0,33 |
| IFRS              | 2008  | 36,7   | 1,6   | 1,0  | 0,6   | 0,16  |
| IFRS              | 2009e | 42,6   | 1,8   | 1,0  | 0,6   | 0,16  |
| IFRS              | 2010e | 48,0   | 2,5   | 1,6  | 1,0   | 0,25  |
| CAGR 2006 - 2010e |       | 9,0%   | 15,3% | 6,4% | 28,7% |       |

Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

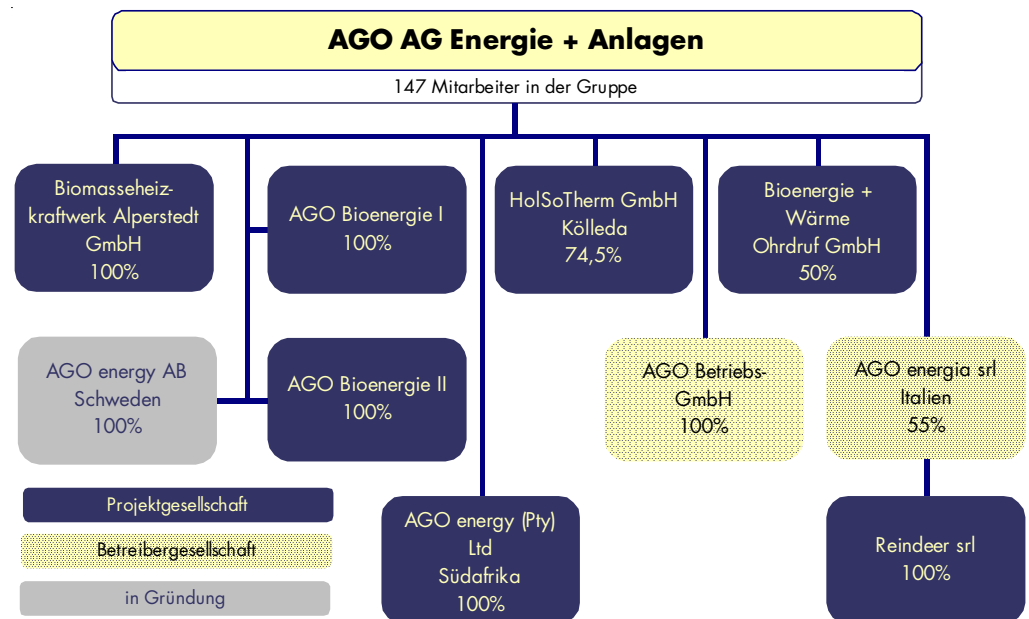
1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Unternehmensprofil

### Kurzprofil

*Full-Service-Anbieter im Bereich Energieversorgungsanlagen*

Bei der in Kulmbach ansässigen AGO AG Energie + Anlagen und ihren Tochtergesellschaften ("AGO"; "AGO-Konzern") handelt es sich um einen Full-Service-Dienstleister für dezentrale Energieversorgungsanlagen. Seit 1980 hat das Unternehmen insgesamt über 2.000 Energieprojekte auf Basis verschiedener Technologien realisiert. Zielgruppe von AGO sind neben industriellen vor allem kommunale Kunden. Regionaler Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit ist derzeit noch Deutschland. Zum 30.06.2009 zählte der AGO-Konzern 147 Mitarbeiter.



Quelle: AGO AG Energie + Anlagen

### Management und Aufsichtsrat

*Erfahrenes Management*

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

### Aktionärsstruktur

*Hauptaktionär ist caverion mit einem Anteil von rd. 59%*

Hauptaktionär der Gesellschaft ist die caverion GmbH (vormals: M+W Zander Gebäude-technik GmbH) mit einem Anteil von 59,25% (vor dem Börsengang: 92,60%). Die in Stuttgart ansässige caverion GmbH ist einer der europaweit führenden Spezialisten für Anlagenbau- und Gebäudetechnik. Das Management hält 5,48% und der Aufsichtsrat 3,40% der AGO-Anteile. Die restlichen Aktien (31,87%) befinden sich im Streubesitz.

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

## Die Geschäftsentwicklung im zweiten Quartal und ersten Halbjahr 2009

### Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung im zweiten Quartal 2009

Umsatzentwicklung im Rahmen unserer Erwartungen

Während die Umsatzentwicklung im zweiten Quartal 2009 im Rahmen unserer Erwartungen lag, blieben die Ergebnisse hinter unseren Prognosen zurück. Der Umsatz stieg um 17% auf 11,04 (9,46; unsere Prognose: 10,89) Mio. Euro. Vor dem Hintergrund von Wartungsarbeiten am Biomasseheizkraftwerk (BMHKW) Alperstedt konnte in einem Zeitraum von sieben Wochen kein Stromertrag erzielt werden. Dies belastete den Umsatz im zweiten Vierteljahr mit 246 Tsd. Euro. In den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres waren die Erlöse um 35% gewachsen.

Bruttomarge deutlich gesunken

Das Bruttoergebnis vom Umsatz brach um 55% auf 0,58 (1,30; unsere Prognose: 0,82) Mio. Euro ein. Die Bruttomarge lag folglich bei 5,3% (unsere Prognose: 7,5%) und damit sowohl unter dem Niveau des Vorjahresquartals (13,8%) als auch unter dem des Vorquartals (15,3%). Neben dem Ausfall der Stromproduktion in Alperstedt war für den Rückgang der höhere Anteil an Engineeringleistungen verantwortlich. Diese sind im Vergleich zu den Bauausführungen margenschwächer. Die sonstigen betrieblichen Erträge kletterten um 236 Tsd. Euro auf 398 (162) Tsd. Euro. Ausschlaggebend hierfür war ein Ertrag in Höhe von 262 Tsd. Euro aus einem Heizkessel, der als Ersatz für das in Wartung befindliche BMHKW Alperstedt diente und damit die Wärmelieferung an den Kunden aufrecht erhielt. Die Kosten des Heizkessels sowie die Reparatur und die Wartung des BMHKW Alperstedt führten zu zusätzlichen Aufwendungen von 443 Tsd. Euro, so dass die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 490 (89) Tsd. Euro zulegten. Daraus resultierte ein EBIT von -322 (unsere Prognose: +271) Tsd. Euro nach einem Gewinn von 671 Tsd. Euro im Vorjahresquartal.

Nettoverlust von -334 Tsd. Euro

Bei einem nahezu unveränderten Finanzergebnis (-170 Tsd. Euro nach -162 Tsd. Euro) gab das EBT auf -492 (+509) Mio. Euro nach. Auf Grund eines Steuerertrags (145 Tsd. Euro) nach einem Steueraufwand (131 Tsd. Euro) im zweiten Quartal 2008 sowie niedrigere Minderheitenanteile (-13 Tsd. Euro nach +7 Tsd. Euro) bezifferte sich das Nettoergebnis auf -334 (+371; unsere Prognose: +183) Tsd. Euro.

| AGO AG Energie + Anlagen  |                      |                       |                                |
|---|----------------------|-----------------------|--------------------------------|
| Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung Q2 2009                         |                      |                       |                                |
| Einheit : Mio. Euro<br>Geschäftsjahresende : 31. Dez<br>Rechnungslegungsstandard : IFRS | Q2 2008              | Q2 2009               | Q2 2009e<br>(unsere Prognosen) |
| <b>Umsatzerlöse</b><br>in % ggü. Vorjahr  | <b>9,46</b>          | <b>11,04</b><br>16,8% | <b>10,89</b><br>15,2%          |
| <b>Bruttoergebnis vom Umsatz</b><br>Bruttoergebnismarge                                 | <b>1,30</b><br>13,8% | <b>0,58</b><br>5,3%   | <b>0,82</b><br>7,5%            |
| <b>EBIT</b><br>EBIT-Marge   | <b>0,67</b><br>7,1%  | <b>-0,32</b><br>-2,9% | <b>0,27</b><br>2,5%            |
| <b>Nettoergebnis</b><br>Umsatzrendite   | <b>0,37</b><br>3,9%  | <b>-0,33</b><br>-3,0% | <b>0,18</b><br>1,6%            |

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

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

---

**Umsatzanstieg, Ergebnisrückgang**


---

**Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr 2009**

Der Umsatz wuchs in den ersten sechs Monaten 2009 um 23% auf 18,28 (14,81, unsere Prognose: 18,14) Mio. Euro. Damit wurden 43% unserer Gesamtjahresprognose (42,58 Mio. Euro) erreicht. Im Geschäftsjahr 2008 hatte AGO 40% der Erlöse im ersten Halbjahr generiert. Das Bruttoergebnis vom Umsatz nahm um 14% auf 1,71 (1,99; unsere: 1,94) Mio. Euro ab, was 35% unserer bisherigen Gesamtjahresprognose (4,93 Mio. Euro) entspricht. Die Bruttomarge sank entsprechend auf 9,3% (13,4%). Das EBIT erreichte 60 (581, unsere Prognose: 653) Tsd. Euro und das Nettoergebnis -193 (+146) Tsd. Euro.

| <b>AGO AG Energie + Anlagen</b>  |                      |                       |                           |
|--|----------------------|-----------------------|---------------------------|
| <b>Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung H1 2009</b> |                      |                       |                           |
| <b>Einheit : Mio. Euro</b>   | <b>H1 2008</b>       | <b>H1 2009</b>        | <b>H1 2009e</b>           |
| <b>Geschäftsjahresende : 31. Dez</b>                                   |                      |                       | <b>(unsere Prognosen)</b> |
| <b>Rechnungslegungsstandard : IFRS</b>                                 |                      |                       |                           |
| <b>Umsatzerlöse</b><br>in % ggü. Vorjahr                               | <b>14,81</b>         | <b>18,28</b><br>23,4% | <b>18,14</b><br>22,4%     |
| <b>Bruttoergebnis vom Umsatz</b><br>Bruttoergebnismarge                | <b>1,99</b><br>13,4% | <b>1,71</b><br>9,3%   | <b>1,94</b><br>10,7%      |
| <b>EBIT</b><br>EBIT-Marge  | <b>0,58</b><br>3,9%  | <b>0,06</b><br>0,3%   | <b>0,65</b><br>3,6%       |
| <b>Nettoergebnis</b><br>Umsatzrendite                                  | <b>0,15</b><br>1,0%  | <b>-0,19</b><br>-1,1% | <b>0,32</b><br>1,7%       |

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

---

**Solide Eigenkapitalquote**


---

**Bilanz und Kapitalflussrechnung**

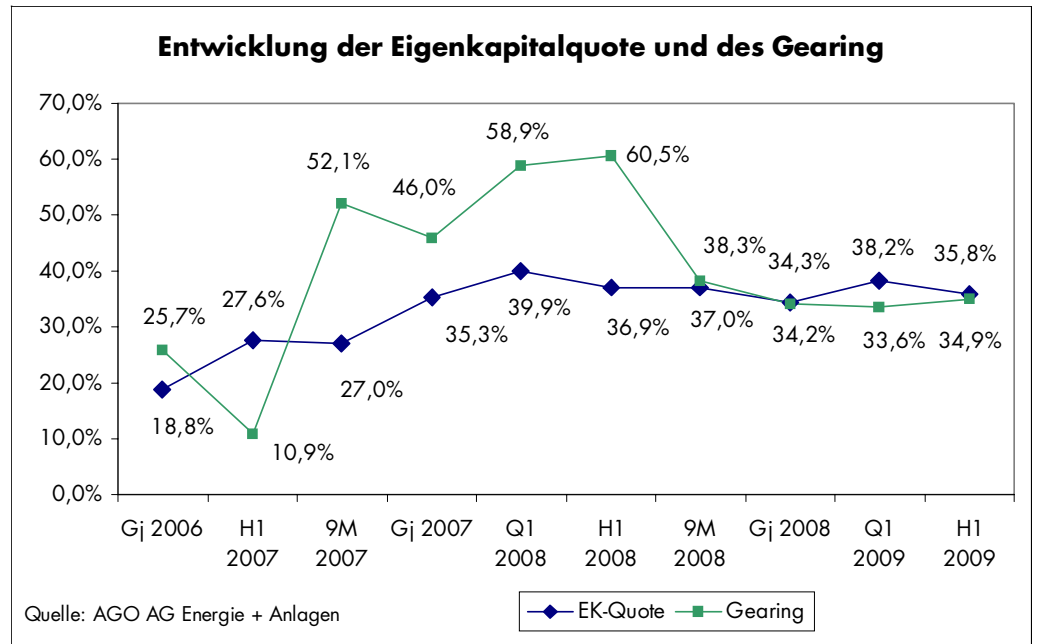
Die Bilanzsituation hat sich im abgelaufenen Quartal nicht wesentlich verändert. Die Bilanzsumme bezifferte sich zum 30.06.2009 auf 35,7 (31.12.2008: 38,0; 31.03.2009: 34,5) Mio. Euro. Das Eigenkapital ist auf Grund des Periodenverlustes von 13,2 Mio. Euro (31.03.2009) auf 12,8 Mio. Euro (30.06.2009) gesunken. Die Eigenkapitalquote liegt bei soliden 35,8% (Ende 2008: 34,3%; Ende März 2009: 38,2%). Die liquiden Mittel liegen mit 7,2 Mio. Euro auf Vorquartalsniveau. Die Nettofinanzverschuldung erhöhte sich leicht auf 4,5 (31.03.2009: 4,4) Mio. Euro. Das Gearing liegt unseres Erachtens auf einem unproblematischen Niveau (30.06.2009: 34,9%; 31.03.2009: 33,6%; 31.12.2008: 34,2%).

---

**Positiver operativer Cashflow**


---

Der operative Cashflow war trotz eines Verlustes im zweiten Quartal 2009 positiv (241 Tsd. Euro). Hintergrund ist ein niedrigeres Working Capital. Damit wurde der negative operative Cashflow des Startquartals überkompensiert, so dass für das erste Semester 2009 ein positiver operativer Cashflow von +115 (-1.634) Tsd. Euro erzielt werden konnte. Der Cashflow aus der Investitionstätigkeit belief sich auf -497 (-276) Tsd. Euro. Der Netto-Cashflow verbesserte sich auf -496 (-1.403) Tsd. Euro.



## Unternehmensausblick und unsere Prognosen

### Ausblick des Unternehmens

Der Auftragsbestand belief sich um 30.06.2009 auf 27,0 Mio. Euro. Davon werden laut Unternehmensangaben noch 20 Mio. Euro im laufenden Geschäftsjahr umsatzwirksam. Ende März 2009 hatte sich der Auftragsbestand auf 26,2 Mio. Euro bzw. Ende Dezember 2008 auf 28,3 Mio. Euro belaufen. AGO stellt für das laufende Geschäftsjahr deutliche Anstiege bei Umsatz und EBIT gegenüber dem Vorjahresniveau in Aussicht.

### Unsere Prognosen für die Jahre 2009 und 2010

Wir sehen bei unseren Schätzungen für 2009 ergebnisseitig auf Grund der Wartungsarbeiten am BMHKW Alperstedt und den damit verbundenen Aufwendungen Anpassungsbedarf. Den Umsatz 2009 sehen wir unverändert bei 42,58 Mio. Euro, was einem Wachstum gegenüber 2008 von 16% entspricht. Die Bruttomarge erwarten wir nun bei 10,8% (alt: 11,6%). Beim EBIT rechnen wir mit 1,83 (alt: 2,29) Mio. Euro. Das Nettoergebnis prognostizieren wir nun auf 0,64 (0,94) Mio. Euro.

Für das kommende Geschäftsjahr behalten wir unsere Umsatzschätzung (47,99 Mio. Euro) bei. Unsere Ergebnisschätzungen senken wir wegen eines nun von uns unterstellten höheren Wettbewerbsdrucks. Die Bruttomarge sehen wir bei 11,2% (alt: 11,9%). Das EBIT erwarten wir bei 2,48 (alt: 2,83) Mio. Euro und das Nettoergebnis bei 1,00 (alt: 1,22) Mio. Euro.

*Deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerungen für 2009 in Aussicht gestellt*

*Wir haben unsere Ergebnisprognosen für 2009 und 2010 gesenkt*

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

| <b>Einheit :</b><br><b>Geschäftsjahresende :</b><br><b>Rechnungslegungsstandard :</b> | Mio. Euro<br>31. Dez<br>IFRS | <b>2009e</b><br>alt  | <b>2009e</b><br>neu  | <b>2010e</b><br>alt  | <b>2010e</b><br>neu  |
|---|------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Umsatzerlöse</b>   |                              | <b>42,58</b>         | <b>42,58</b>         | <b>47,99</b>         | <b>47,99</b>         |
| <b>Bruttoergebnis vom Umsatz</b><br>Bruttoergebnismarge                               |                              | <b>4,93</b><br>11,6% | <b>4,59</b><br>10,8% | <b>5,71</b><br>11,9% | <b>5,36</b><br>11,2% |
| <b>EBIT</b><br>EBIT-Marge   |                              | <b>2,29</b><br>5,4%  | <b>1,83</b><br>4,3%  | <b>2,83</b><br>5,9%  | <b>2,48</b><br>5,2%  |
| <b>Nettoergebnis</b><br>Umsatzrendite   |                              | <b>0,94</b><br>2,2%  | <b>0,64</b><br>1,5%  | <b>1,22</b><br>2,5%  | <b>1,00</b><br>2,1%  |
| Aktienanzahl (in Mio. Stück)  |                              | 4,000                | 4,000                | 4,000                | 4,000                |
| <b>Ergebnis je Aktie (in Euro)</b>  |                              | <b>0,23</b>          | <b>0,16</b>          | <b>0,31</b>          | <b>0,25</b>          |

Quelle: Independent Research

**Bewertung**


---

*Bewertungsbasis: Dreistufiges DCF-Modell*


---

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

Für die Ermittlung des WACC haben wir einen risikofreien Zins von 4,00% unterstellt. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 4,0%. Den Tax-Shield haben wir auf 30% festgelegt. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einer Eigenkapitalquote von 35% aus. Darüber hinaus unterstellen wir ein fundamentales Beta von 1,34 (alt: 1,29). Aus diesen Prämissen ergibt sich ein WACC von 8,80% (alt: 8,66%). Unter Berücksichtigung der oben getätigten Annahmen ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals von 20,5 (alt: 22,0) Mio. Euro. Bei einer gegenwärtigen Aktienanzahl von 4,0 Mio. Stück entspricht dies einem fairen Wert je Aktie von 5,13 (alt: 5,50) Euro.

---

*Fairer Wert je Aktie: 5,13 Euro*


---

| DCF-Modell AGO AG Energie + Anlagen             |             |            |            |            |            |            |            |            |            |                           |
|---|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------------------------|
| Mio. Euro                                       | 2009e       | 2010e      | 2011e      | 2012e      | 2013e      | 2014e      | 2015e      | 2016e      | 2017e      | 2018e                     |
| Umsatz  | 42,6        | 48,0       | 50,8       | 54,8       | 58,8       | 62,9       | 67,0       | 71,2       | 75,4       | 76,0                      |
| Wachstum Umsatz                                 | 16,0%       | 12,7%      | 5,8%       | 7,9%       | 7,4%       | 6,9%       | 6,6%       | 6,2%       | 5,9%       | 0,9%                      |
| EBIT-Marge                                      | 4,3%        | 5,2%       | 6,3%       | 6,8%       | 7,3%       | 7,5%       | 7,7%       | 7,8%       | 7,8%       | 7,6%                      |
| <b>EBIT</b>                                     | <b>1,8</b>  | <b>2,5</b> | <b>3,2</b> | <b>3,7</b> | <b>4,3</b> | <b>4,7</b> | <b>5,1</b> | <b>5,5</b> | <b>5,9</b> | <b>5,8</b>                |
| - Ertragssteuern                                | -0,5        | -0,7       | -1,0       | -1,1       | -1,3       | -1,4       | -1,5       | -1,7       | -1,8       | -1,7                      |
| + Abschreibungen                                | 0,9         | 0,9        | 1,0        | 1,1        | 1,2        | 1,3        | 1,3        | 1,4        | 1,5        | 1,5                       |
| +/- Veränderung langfristige Rückstellungen     | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0                       |
| +/- Sonstiges                                   | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0                       |
| <b>Operativer Brutto Cash-Flow</b>              | <b>2,1</b>  | <b>2,7</b> | <b>3,3</b> | <b>3,7</b> | <b>4,2</b> | <b>4,6</b> | <b>4,9</b> | <b>5,3</b> | <b>5,6</b> | <b>5,6</b>                |
| -/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen    | 0,2         | -0,8       | -0,2       | -0,4       | -0,4       | -0,4       | -0,4       | -0,4       | -0,4       | -0,1                      |
| -/+ Investitionen in das Anlagevermögen         | -1,1        | -1,3       | -2,2       | -2,2       | -2,2       | -2,2       | -2,2       | -2,2       | -2,2       | -2,2                      |
| <b>Free Cash-Flow</b>                           | <b>1,2</b>  | <b>0,6</b> | <b>0,9</b> | <b>1,1</b> | <b>1,6</b> | <b>2,0</b> | <b>2,4</b> | <b>2,7</b> | <b>3,0</b> | <b>3,3</b>                |
| <b>Barwerte</b>                                 | <b>1,2</b>  | <b>0,6</b> | <b>0,8</b> | <b>0,8</b> | <b>1,1</b> | <b>1,2</b> | <b>1,3</b> | <b>1,4</b> | <b>1,5</b> | <b>1,5</b>                |
| Summe Barwerte                                  | 11,4        |            |            |            |            |            |            |            |            |                           |
| Terminalwert                                    | 16,6        |            |            |            |            |            |            |            |            |                           |
|   |             |            |            |            |            |            |            |            |            | in % vom Gesamtwert : 59% |
| Wert des operativen Geschäfts                   | 28,0        |            |            |            |            |            |            |            |            |                           |
| + liquide Mittel                                | 4,5         |            |            |            |            |            |            |            |            |                           |
| - Finanzverschuldung                            | -11,7       |            |            |            |            |            |            |            |            |                           |
| - Marktwert der Minderheitenanteile (geschätzt) | -0,3        |            |            |            |            |            |            |            |            |                           |
| <b>Marktwert Eigenkapital</b>                   | <b>20,5</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |                           |
| Anzahl der Aktien in Mio. Stück                 | 4,000       |            |            |            |            |            |            |            |            |                           |
| <b>Kurs in Euro</b>                             | <b>5,13</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |                           |

**Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:**

|                                |               |       |                  |       |
|--------------------------------|---------------|-------|------------------|-------|
| langfristige Bilanzstruktur -> | Eigenkapital: | 35%   | Fremdkapital:    | 65%   |
| risikofreie Rendite:           | Beta:         | 1,34  | Risikoprämie FK: | 4,00% |
|                                | Risikoprämie: | 8,0%  | Tax-Shield:      | 30,0% |
|                                | Zins EK:      | 14,8% | Zins FK:         | 5,60% |

**Wachstumsr. FCF : 0,0%    WACC : 8,80%    Datum : 18.08.09**

Quelle: Independent Research

| Sensitivitätsanalyse (in Euro) |      |                        |             |      |      |
|--------------------------------|------|------------------------|-------------|------|------|
|                                |      | Diskontierungszinssatz |             |      |      |
|                                |      | 8,3%                   | 8,8%        | 9,3% | 9,8% |
| Wachstum                       | 0,0% | 5,81                   | <b>5,13</b> | 4,72 | 4,29 |
|                                | 0,5% | 6,06                   | 5,47        | 4,95 | 4,49 |
|                                | 1,0% | 6,43                   | 5,78        | 5,22 | 4,72 |
|                                | 1,5% | 6,85                   | 6,13        | 5,51 | 4,97 |

Quelle: Independent Research

## Fazit

Die Zahlen des zweiten Quartals 2009 waren durch die Wartungsarbeiten am BMHKW Alperstedt geprägt, die zu Umsatzausfällen und zusätzlichen Aufwendungen geführt haben. Daher erreichte AGO unsere Prognosen auf der Ergebnisebene nicht.

Bei der Strategieumsetzung musste AGO in den vergangenen Monaten Rückschläge verkraften. Dies betrifft insbesondere den Contracting-Bereich. Bei einer Normalisierung der Konjunktur rechnen wir damit, dass AGO seine Planungen erfolgreich umsetzen kann. Die aktuelle Projektpipeline sowohl in Deutschland als auch in Italien ist aus unserer Sicht hierfür ein Indiz.

Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je AGO-Aktie von 5,13 (alt: 5,50) Euro ermittelt. Wir leiten daraus ein Kursziel von 5,10 (alt: 5,50) Euro ab. Damit hat die Aktie bezogen auf unser Kursziel ein Aufwärtspotenzial von rund 21%. Wir votieren daher weiterhin mit Kaufen.

Kaufen; Kursziel: 5,10 Euro

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

| <b>AGO AG Energie + Anlagen</b>        |           |             |             |             |              |              |
|--|-----------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Ausgewählte Kennzahlen</b>          |           |             |             |             |              |              |
| <b>Einheit :</b>                       | Mio. Euro | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009e</b> | <b>2010e</b> |
| <b>Geschäftsjahresende :</b>           | 31. Dez   |             |             |             |              |              |
| <b>Rechnungslegungsstandard :</b>      | IFRS      |             |             |             |              |              |
| <b>GuV-Kennzahlen</b>                  |           |             |             |             |              |              |
| Umsatz (in Mio. Euro)                  |           | 33,94       | 41,34       | 36,70       | 42,58        | 47,99        |
| EBITDA-Marge                           |           | 4,8%        | 1,1%        | 6,5%        | 6,3%         | 7,1%         |
| EBIT-Marge                             |           | 4,1%        | -0,6%       | 4,3%        | 4,3%         | 5,2%         |
| Nettorendite                           |           | 1,1%        | neg.        | 1,7%        | 1,5%         | 2,1%         |
| Abschreibungsquote                     |           | 0,6%        | 1,8%        | 2,2%        | 2,0%         | 1,9%         |
| Operative Kosten / Umsatz              |           | 96,1%       | 103,1%      | 96,8%       | 96,4%        | 95,4%        |
| Zinsdeckungsgrad                       |           | 9,62        | -0,82       | 2,97        | 2,31         | 2,85         |
| <b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b> |           |             |             |             |              |              |
| Eigenkapitalrendite (ROE)              |           | 10,0%       | -7,0%       | 4,9%        | 4,7%         | 6,8%         |
| ROCE                                   |           | 17,0%       | -1,3%       | 7,4%        | 8,6%         | 11,0%        |
| ROI                                    |           | 1,9%        | -2,5%       | 1,7%        | 1,6%         | 2,4%         |
| <b>Bilanzkennzahlen</b>                |           |             |             |             |              |              |
| Eigenkapitalquote                      |           | 18,8%       | 35,3%       | 34,3%       | 35,1%        | 35,8%        |
| Anlagendeckungsgrad                    |           | 68,5%       | 85,3%       | 77,0%       | 79,4%        | 83,6%        |
| Anlagenintensität                      |           | 27,4%       | 41,4%       | 44,5%       | 44,2%        | 42,9%        |
| Forderungen / Umsatz                   |           | 31,1%       | 30,1%       | 32,3%       | 28,3%        | 29,0%        |
| Capex / Abschreibungen                 |           | 101,4%      | 36,4%       | 158,7%      | 127,4%       | 134,0%       |
| Capex / Umsatz                         |           | -0,6%       | -0,6%       | -3,5%       | -2,6%        | -2,6%        |
| Working Capital-Quote                  |           | 35,3%       | 32,0%       | 33,6%       | 29,7%        | 30,5%        |
| <b>Kennziffern je Aktie (in Euro)</b>  |           |             |             |             |              |              |
| Ergebnis je Aktie                      |           | 0,47        | -0,33       | 0,16        | 0,16         | 0,25         |
| Free Cash-Flow je Aktie                |           | -3,77       | -1,52       | 0,14        | 0,07         | -0,07        |
| Dividende je Aktie                     |           | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00         | 0,00         |
| Cash je Aktie                          |           | 2,50        | 2,12        | 1,92        | 1,97         | 1,89         |
| Buchwert je Aktie                      |           | 4,76        | 4,72        | 3,26        | 3,43         | 3,69         |
| <b>Bewertungskennzahlen</b>            |           |             |             |             |              |              |
| EV / Umsatz                            |           | -           | 0,6         | 0,6         | 0,6          | 0,5          |
| EV / EBITDA                            |           | -           | 48,6        | 9,0         | 8,9          | 7,1          |
| EV / EBIT                              |           | -           | neg.        | 13,6        | 13,2         | 9,7          |
| KBV                                    |           | -           | neg.        | 26,6        | 26,3         | 16,9         |
| KBV                                    |           | -           | 1,4         | 1,3         | 1,2          | 1,1          |
| KCV                                    |           | -           | neg.        | 8,3         | 12,1         | 16,9         |
| KUV                                    |           | -           | 0,4         | 0,5         | 0,4          | 0,4          |
| Dividendenrendite                      |           | -           | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%         | 0,0%         |

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

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

| <b>Einheit :</b> Mio. Euro                                 | <b>2006</b>  | <b>2007</b>  | <b>2008</b>  | <b>2009e</b> | <b>2010e</b> |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez                       |              |              |              |              |              |
| <b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS                     |              |              |              |              |              |
| <b>Umsatzerlöse</b>  | <b>33,94</b> | <b>41,34</b> | <b>36,70</b> | <b>42,58</b> | <b>47,99</b> |
| Veränderung ggü. Vorjahr                                   | -            | 21,8%        | -11,2%       | 16,0%        | 12,7%        |
| Herstellungskosten   | 30,41        | 39,49        | 32,54        | 37,99        | 42,63        |
| in % vom Umsatz  | 89,6%        | 95,5%        | 88,7%        | 89,2%        | 88,8%        |
| <b>Bruttoergebnis vom Umsatz</b>                           | <b>3,53</b>  | <b>1,85</b>  | <b>4,15</b>  | <b>4,59</b>  | <b>5,36</b>  |
| Bruttoergebnismarge (in %)                                 | 10,4%        | 4,5%         | 11,3%        | 10,8%        | 11,2%        |
| Forschungs- und Entwicklungskosten                         | 0,05         | 0,07         | 0,17         | 0,14         | 0,15         |
| in % vom Umsatz  | 0,1%         | 0,2%         | 0,5%         | 0,3%         | 0,3%         |
| Vertriebskosten  | 1,59         | 2,09         | 2,12         | 2,19         | 2,27         |
| in % vom Umsatz  | 4,7%         | 5,1%         | 5,8%         | 5,2%         | 4,7%         |
| Allgemeine Verwaltungskosten                               | 0,56         | 1,00         | 0,69         | 0,71         | 0,76         |
| in % vom Umsatz  | 1,7%         | 2,4%         | 1,9%         | 1,7%         | 1,6%         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                         | 0,26         | 0,20         | 0,15         | 0,60         | 0,27         |
| in % vom Umsatz  | 0,8%         | 0,5%         | 0,4%         | 1,4%         | 0,6%         |
| Sonstige betriebliche Erträge                              | 0,29         | 1,23         | 0,55         | 0,89         | 0,57         |
| in % vom Umsatz  | 0,8%         | 3,0%         | 1,5%         | 2,1%         | 1,2%         |
| <b>Operatives Ergebnis / EBIT</b>                          | <b>1,37</b>  | <b>-0,27</b> | <b>1,57</b>  | <b>1,83</b>  | <b>2,48</b>  |
| in % vom Umsatz  | 4,0%         | -0,6%        | 4,3%         | 4,3%         | 5,2%         |
| Ergebnis aus at Equity-bewerteten Anteilen                 | 0,04         | 0,01         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| in % vom Umsatz  | 0,1%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Finanzergebnis   | -0,15        | -0,32        | -0,53        | -0,79        | -0,87        |
| in % vom Umsatz  | -0,4%        | -0,8%        | -1,4%        | -1,9%        | -1,8%        |
| <b>EBT</b>   | <b>1,26</b>  | <b>-0,58</b> | <b>1,04</b>  | <b>1,04</b>  | <b>1,61</b>  |
| EBT-Marge (in %)   | 3,7%         | -1,4%        | 2,8%         | 2,4%         | 3,4%         |
| Steuern  | 0,45         | 0,10         | 0,46         | 0,36         | 0,56         |
| Steuerquote (in %)   | 35,3%        | -            | 43,9%        | 35,0%        | 35,0%        |
| <b>Ergebnis nach Steuern aus fortgeführten Aktivitäten</b> | <b>0,81</b>  | <b>-0,68</b> | <b>0,59</b>  | <b>0,68</b>  | <b>1,05</b>  |
| Umsatzrendite (in %)                                       | 2,4%         | -1,6%        | 1,6%         | 1,6%         | 2,2%         |
| Ergebnis aus nicht-fortgeführten Aktivitäten               | -0,45        | -0,18        | 0,03         | 0,00         | 0,00         |
| <b>Konzernjahresergebnis</b>                               | <b>0,36</b>  | <b>-0,86</b> | <b>0,62</b>  | <b>0,68</b>  | <b>1,05</b>  |
| Umsatzrendite (in %)                                       | 1,1%         | -2,1%        | 1,7%         | 1,6%         | 2,2%         |
| Minderheitenanteile  | 0,00         | 0,01         | -0,02        | 0,03         | 0,05         |
| <b>Nettoergebnis nach Anteilen Dritter</b>                 | <b>0,36</b>  | <b>-0,87</b> | <b>0,64</b>  | <b>0,64</b>  | <b>1,00</b>  |
| Umsatzrendite (in %)                                       | 1,1%         | -2,1%        | 1,7%         | 1,5%         | 2,1%         |
| Aktienanzahl (Mio. Stück)                                  | 0,770        | 2,624        | 4,000        | 4,000        | 4,000        |
| <b>Ergebnis je Aktie (in Euro)</b>                         | <b>0,47</b>  | <b>-0,33</b> | <b>0,16</b>  | <b>0,16</b>  | <b>0,25</b>  |
| <b>Dividende je Aktie (in Euro)</b>                        | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  |

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

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

**AGO AG Energie + Anlagen****Bilanz**

| <b>Einheit :</b> Mio. Euro<br><b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez<br><b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS | <b>2006</b>  | <b>2007</b>  | <b>2008</b>  | <b>2009e</b> | <b>2010e</b> |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktiva</b>  |              |              |              |              |              |
| Anlagevermögen   |              |              |              |              |              |
| Immaterielle Vermögensgegenstände  | 0,00         | 0,15         | 0,28         | 0,29         | 0,31         |
| Sachanlagen  | 2,97         | 13,96        | 14,44        | 14,77        | 15,15        |
| Beteiligungen an at equity bilanzierten Unternehmen  | 0,37         | 0,00         | 0,01         | 0,01         | 0,01         |
| Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte   | 2,00         | 0,29         | 2,04         | 2,04         | 2,04         |
| Aktive latente Steuern   | 0,00         | 0,11         | 0,17         | 0,17         | 0,17         |
| <b>Summe Anlagevermögen</b>  | <b>5,35</b>  | <b>14,52</b> | <b>16,93</b> | <b>17,27</b> | <b>17,66</b> |
| Umlaufvermögen   |              |              |              |              |              |
| Vorräte und geleistete Anzahlungen   | 1,42         | 0,75         | 0,48         | 0,60         | 0,72         |
| Forderungen aus Auftragsfertigung  | 2,55         | 2,26         | 4,81         | 3,96         | 4,56         |
| Forderungen aus Lieferung und Leistungen   | 8,01         | 10,20        | 7,05         | 8,09         | 9,36         |
| Ertragsteuerforderung  | 0,00         | 0,23         | 0,38         | 0,47         | 0,55         |
| Übrige Forderungen u. sonstige kfr. finanz. Vermögenswerte   | 0,24         | 1,55         | 0,72         | 0,77         | 0,82         |
| Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente   | 1,92         | 5,56         | 7,68         | 7,88         | 7,55         |
| <b>Summe Umlaufvermögen</b>  | <b>14,14</b> | <b>20,55</b> | <b>21,11</b> | <b>21,77</b> | <b>23,56</b> |
| <b>Summe Aktiva</b>  | <b>19,49</b> | <b>35,06</b> | <b>38,04</b> | <b>39,04</b> | <b>41,22</b> |
| <b>Passiva</b>   |              |              |              |              |              |
| Eigenkapital   |              |              |              |              |              |
| Gezeichnetes Kapital   | 0,77         | 4,00         | 4,00         | 4,00         | 4,00         |
| Kapitalrücklage  | 0,50         | 8,15         | 8,15         | 8,15         | 8,15         |
| Gewinnrücklagen  | 2,39         | 0,02         | 0,66         | 1,30         | 2,30         |
| Minderheitenanteile  | 0,00         | 0,21         | 0,24         | 0,27         | 0,32         |
| <b>Summe Eigenkapital</b>  | <b>3,66</b>  | <b>12,38</b> | <b>13,04</b> | <b>13,72</b> | <b>14,77</b> |
| Langfristige Schulden  |              |              |              |              |              |
| Rückstellungen für Pensionsverpflichtungen   | 0,20         | 0,21         | 0,22         | 0,22         | 0,23         |
| Sonstige langfristige Rückstellungen   | 0,45         | 0,48         | 0,47         | 0,47         | 0,47         |
| Langfristige Finanzverbindlichkeiten   | 2,65         | 10,25        | 10,07        | 9,97         | 9,87         |
| Sonstige langfristige Verbindlichkeiten  | 0,00         | 0,02         | 0,01         | 0,01         | 0,01         |
| Passive latente Steuern  | 0,44         | 0,24         | 0,71         | 0,71         | 0,71         |
| <b>Summe langfristiger Schulden</b>  | <b>3,75</b>  | <b>11,19</b> | <b>11,47</b> | <b>11,38</b> | <b>11,29</b> |
| Kurzfristige Schulden  |              |              |              |              |              |
| Sonstige kurzfristige Rückstellungen   | 0,75         | 0,17         | 0,12         | 0,12         | 0,15         |
| Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten   | 0,21         | 1,00         | 2,07         | 2,09         | 2,12         |
| Verbindlichkeiten aus LuL und erhaltene Anzahlungen  | 7,71         | 7,19         | 6,60         | 7,03         | 8,16         |
| Verbindlichkeiten aus Auftragsfertigung  | 1,35         | 0,02         | 1,40         | 1,49         | 1,58         |
| Ertragsteuerschulden   | 0,96         | 0,04         | 0,03         | 0,03         | 0,03         |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten  | 1,10         | 3,07         | 3,30         | 3,18         | 3,12         |
| <b>Summe kurzfristiger Schulden</b>  | <b>12,08</b> | <b>11,49</b> | <b>13,52</b> | <b>13,94</b> | <b>15,17</b> |
| <b>Summe Passiva</b>   | <b>19,49</b> | <b>35,06</b> | <b>38,04</b> | <b>39,04</b> | <b>41,22</b> |

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

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

| <b>AGO AG Energie + Anlagen</b>                             |              |              |              |              |              |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Kapitalflussrechnung</b>                                 |              |              |              |              |              |
| <b>Einheit :</b> Mio. Euro                                  | <b>2006</b>  | <b>2007</b>  | <b>2008</b>  | <b>2009e</b> | <b>2010e</b> |
| <b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez                        |              |              |              |              |              |
| <b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS                      |              |              |              |              |              |
| Periodenergebnis vor Steuern und Zinsen                     | 0,70         | -0,53        | 1,62         | 1,83         | 2,48         |
| gezahlte Ertragsteuern                                      | -0,10        | -1,08        | -0,21        | -0,16        | -0,25        |
| gezahlte Zinsen   | -0,28        | -0,74        | -0,90        | -0,25        | -0,26        |
| erhaltene Zinsen  | 0,13         | 0,42         | 0,37         | -1,04        | -1,13        |
| Abschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens          | 0,21         | 0,73         | 0,82         | 0,86         | 0,93         |
| Ergebnis aus at equity bilanzierten Unternehmen             | -0,04        | -0,01        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Zunahme/Abnahme der Rückstellungen                          | -1,22        | -0,61        | -0,05        | 0,01         | 0,04         |
| Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge            | 0,00         | 0,88         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Gewinn/Verlust aus Anlageabgängen                           | -0,02        | 0,00         | -0,02        | 0,00         | 0,00         |
| Zu-/Abnahme der Vorräte, Forderungen aus LuL u. and. Aktiva | -1,86        | -2,31        | 0,05         | -0,36        | -2,04        |
| Zu-/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LuL u. and. Passiva   | 0,05         | -0,85        | 0,38         | 0,52         | 1,23         |
| <b>Cash-Flow aus der betrieblichen Tätigkeit</b>            | <b>-2,41</b> | <b>-4,10</b> | <b>2,05</b>  | <b>1,40</b>  | <b>1,00</b>  |
| Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Sach-AV      | 0,06         | 0,04         | 0,04         | 0,00         | 0,00         |
| Auszahlungen für Investitionen in das Sachanlagevermögen    | -0,22        | -0,27        | -1,30        | -1,10        | -1,24        |
| Auszahlungen für Investitionen in das immaterielle AV       | 0,00         | -0,01        | -0,15        | -0,02        | -0,02        |
| Auszahlungen für Investitionen in das Finanzanlagevermögen  | -0,33        | -0,16        | -0,09        | 0,00         | 0,00         |
| Einzahlungen aus dem Erwerb von konsolidierten Unternehmen  | 0,00         | 0,52         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <b>Cash-Flow aus der Investitionstätigkeit</b>              | <b>-0,49</b> | <b>0,12</b>  | <b>-1,50</b> | <b>-1,12</b> | <b>-1,26</b> |
| Einzahlungen aus der Kapitalerhöhung                        | 0,01         | 9,30         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Auszahlung im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen            | 0,00         | -1,08        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Ein-/Auszahlungen aus der Aufnahme/Tilgung von Schulden     | 2,21         | -0,61        | 1,52         | -0,08        | -0,07        |
| <b>Cash-Flow aus der Finanzierungstätigkeit</b>             | <b>2,22</b>  | <b>7,61</b>  | <b>1,56</b>  | <b>-0,08</b> | <b>-0,07</b> |
| <b>Veränderung des Finanzmittelfonds</b>                    | <b>-0,68</b> | <b>3,63</b>  | <b>2,12</b>  | <b>0,20</b>  | <b>-0,33</b> |
| Flüssige Mittel am Anfang des Wirtschaftsjahres             | 2,60         | 1,92         | 5,56         | 7,67         | 7,88         |
| Flüssige Mittel am Ende des Wirtschaftsjahres               | 1,92         | 5,56         | 7,67         | 7,88         | 7,54         |

Quelle: Independent Research; AGO AG Energie + Anlagen

## Disclaimer

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

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

### Haftungserklärung

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

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

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

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

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

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

### Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

#### Wesentliche Informationsquellen

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

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

## Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

### Aktienanalysen:

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

### Technische Analysen:

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

### Sensitivität der Bewertungsparameter:

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

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

### Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

#### Aktienanalysen:

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

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

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

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

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 18.08.2009**

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

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

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

**Stand: 18.08.2009**

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

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



Independent Research

Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt am Main

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