



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research

## AGO AG Energie + Anlagen



**Marktsegment: Open Market (Entry Standard)  
Branche: Erneuerbare Energien**

**Initial Coverage - IPO**

**8. Juni 2007**

**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.**

**Diese Seite bleibt aus drucktechnischen Gründen frei**



## Inhaltsverzeichnis

	Seite
Zusammenfassung	4
SWOT-Analyse	5
Das öffentliche Angebot	7
Kurzprofil	9
Historie	10
Management	11
Leistungsspektrum und Geschäftsbereiche	12
Markt und Marktumfeld	15
Operative Entwicklung	20
Prognosen	22
Strategische Perspektiven	24
Bewertung	26
Fazit	28
ANHANG	29

**AGO AG** 4)

Fair Value: 8,94 Euro je Aktie

**Ereignis:**

Geplanter Börsengang

**Einschätzung:**

Fair Value: 8,94 Euro

<b>IR</b>	<b>3</b>	<b>-</b>	<b>3</b>
Rating	Wachstum	Investor Relation	Konstanz

**Ersteller:** Zafer Rüzgar (Analyst),  
Tughan Talaysüm (Analyst)

- ⇒ **Die AGO AG strebt für den 28.06.2007 ein Listing im Open Market (Entry Standard) an**
- ⇒ **Das Unternehmen entwickelt, baut und betreibt Energieversorgungsanlagen im Bereich der Erneuerbaren Energien für industrielle und kommunale Kunden**
- ⇒ **Das künftige Wachstum soll vor allem aus der Ausweitung der Geschäftsaktivitäten im noch jungen Geschäftsbereich Anlagenbetrieb kommen. Wir sehen den Schritt in Richtung Betreibergesellschaft als logische Folge der bisherigen Geschäftsaktivitäten an und erwarten hiervon vor allem eine Verbesserung der operativen Margen**
- ⇒ **Die operative Entwicklung der letzten drei Geschäftsjahre war durch eine hohe Volatilität infolge der Abrechnung von Großprojekten geprägt. Durch das Betreibergeschäft ist somit eine stabilere Entwicklung zu erwarten**
- ⇒ **Bei einer post-money Bewertung resultiert gemäß der DCF-Bewertung (WACC: 8,5%; Beta: 1,25) ein fairer Wert je Aktie von 8,94 Euro. Hierbei wurde allerdings ein Nettoemissions-erlös nach Abzug der IPO-Kosten von 9,1 Mio. Euro (Platzierungspreis: 7,60 Euro; unter Berücksichtigung eines Zeichnungsanreizes von 15%) unterstellt**

AGO AG Energie + Anlagen							Branche	
Land	DE		Geschäftsjahr		31.12.		<b>Fairer Wert (in Euro): 8,94</b>	
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	4,0 (post-IPO)	2,7 (pre-IPO)	www.ago.ag					
ISIN: DE 000 AOL R41 5	WKN: AOL R41	Börsenkürzel: AGY		RL: HGB				
Aktionäre (Pre-IPO):	caverion GmbH: 92,6%; Hans Ulrich Gruber, Helmut Peetz, Uwe Kern und Josef Kausler jeweils: 1,85%						Keine Indexmitgliedschaft	
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGv*	EV/Umsatz 08e:	0,6
2004	27,53	0,20	0,08	0,04	-	-	EV/EBIT 08e:	8,7
2005	48,03	1,68	1,59	0,71	-	-	Div-Rendite 06e:	-
2006	41,02	1,20	1,03	0,86	0,32	28,1	CAGR Umsatz 05-09e:	3,3%
2007e	42,60	1,09	1,29	0,84	0,25	35,8	CAGR EBIT 05-09e:	30,1%
2008e	45,70	3,19	3,75	2,44	0,61	14,7	CAGR JÜ 05-09e:	50,8%
2009e	54,59	4,82	5,62	3,65	0,91	9,8		
Zahlen in Mio. Euro, außer EpS (in Euro)								
*Auf Basis unseres fairen Wertes von 8,94 Euro je Aktie								
Quelle: Independent Research								

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

## STÄRKEN

- **Breites Produkt- und Dienstleistungsspektrum**
- **Hohe Anpassungsfähigkeit an sich ändernde Markt- und Technologietrends**
- **Ganzheitliches Geschäftsmodell ("Service aus einer Hand") reduziert Koordinationskosten und ermöglicht eine schnelle Umsetzung der Projekte**
- **Hoch qualifiziertes Management mit langjähriger Branchenerfahrung im Energieanlagenbau**
- **Langjährige Kundenbeziehungen und gesetzliche Rahmenbedingungen (EEG) gewährleisten AGO sichere Zahlungsströme**

## SCHWÄCHEN

- **Vielseitigkeit des Produktangebotes erfordert stets aktuelle Produkt- und Qualitätsstandards, die auf Grund geringer personeller Ressourcen und finanzieller Ausstattung nicht garantiert sein könnten**
- **Keine Langzeiterfahrungen im Betrieb von Biomasseheizkraftwerken**
- **Abhängig von der Marktentwicklung und den Preisen für nachwachsende Rohstoffe, welches die Wirtschaftlichkeit von Energieanlagen beeinflusst**
- **Keine langfristigen Rahmenverträge zur Belieferung von Anlagenkomponenten. Der Bezug erfolgt über Einzelverträge. Somit besteht eine ökonomische Anfälligkeit bei Veränderungen in den Beschaffungsmärkten von AGO**

## CHANCEN

- **Zunehmende Sensibilisierung der Bevölkerung im Bezug auf den Klimawandel und die Reduktion der CO<sub>2</sub>-Emissionen sowie deren Folgen. Steigende Nachfrage macht Bioenergie marktfähig**
- **Verknappung des Angebots/Erhöhung der Preise für konventionelle Energieträger (Öl und Gas)**
- **Auf europäischer wie nationaler Ebene wirkt regulatorisches Umfeld katalytisch und schafft EU-weiten Wachstumsmarkt für erneuerbare Energien**
- **Expansion ins Ausland**

## RISIKEN

- **Erfolg abhängig vom politischen Sentiment auf nationaler wie europäischer Ebene**
- **Hohe rechtliche Risiken (Baugenehmigungsverfahren, immissionsrechtliche Verfahren, Gewährleistungs-/Produkthaftungsrisiken, Schadenersatzansprüche, etc.)**
- **Zukünftig hohe Wettbewerbsintensität erwartet. Bei Eintritt dominanter Energieversorgungsunternehmen in den Markt Verdrängungswettbewerb möglich**

## Öffentliches Angebot

*Bis zu 1.430.000 nennwertlose Stückaktien werden angeboten*

Im Zuge des Börsengangs werden im Rahmen eines öffentlichen Angebots Anlegern in der Bundesrepublik Deutschland sowie im Rahmen einer Privatplatzierung einzelnen institutionellen Anlegern im Ausland insgesamt bis zu 1.430.000 auf den Inhaber lautende Aktien ohne Nennbetrag (Stückaktien) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils 1 Euro unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre zum Kauf angeboten. Bis zu 1.300.000 Aktien stammen aus einer von der ordentlichen Hauptversammlung vom 4. Mai 2007 beschlossenen Kapitalerhöhung. Die restlichen bis zu 130.000 Greenshoe-Aktien kommen aus dem Bestand des Großaktionärs caverion GmbH. Die ausgegebenen Aktien sind für das Geschäftsjahr 2007 voll gewinnberechtigt.

*Erstnotiz am 28.06.2007*

Im Anschluss an die Platzierung der Aktien wird das Grundkapital der Gesellschaft von 2.700.000 Euro auf 4.000.000 Euro erhöht. Die Emission der Aktien wird von der quirin bank AG begleitet. Die Zeichnungsfrist beginnt am 18.06.2007 und endet am 22.06.2007. Die Erstnotiz ist für den 28.06.2007 geplant. Die Notierung der Aktien der AGO AG erfolgt im Entry Standard des Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse. Designated Sponsor des Unternehmens ist die Close Brothers Seydler AG.

### Daten und Fakten zum Börsengang

<b>Kürzel</b>	
ISIN:	DE 000 AOL R41 5
WKN:	AOL R41
Börsenkürzel:	AGY
<b>Emissionsbank:</b>	quirin bank AG
<b>Marktsegment</b>	Entry Standard des Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse
<b>Grundkapital pre-IPO in Euro</b>	2.700.000
<b>Grundkapital post-IPO in Euro</b>	4.000.000
<b>Nennwert je Stückaktie in Euro</b>	1,00
<b>Zeichnungsvolumen</b>	
Angebotene Aktien aus Kapitalerhöhung	1.300.000
Angebotene Aktien der Altaktionäre (Mehrzuteilungsoption)	130.000
Angebotene Aktien insgesamt	1.430.000
<b>Zeichnungsfrist</b>	18. - 22. Juni 2007
<b>Notierungsaufnahme</b>	28.06.2007
<b>Designated Sponsor</b>	Close Brothers Seydler AG

Quelle: AGO AG

Nach dem IPO wird der Großaktionär, die caverion GmbH (vormals M+W Zander Gebäudetechnik GmbH), seinen Anteil von 92,60% bei vollständiger Platzierung inklusive Ausnutzung der Greenshoe-Option auf dann 59,25% (ohne Greenshoe: 62,50%) reduziert haben. Die Vorstände Hans Ulrich Gruber und Helmut Peetz sowie die Prokuristen Uwe Kern und Josef Kausler, die derzeit jeweils 1,85% der Anteile halten, werden nach dem IPO noch jeweils 1,25% der Aktien halten. Nach dem Börsengang wird der Streubesitz bei vollständiger Platzierung 35,75% (ohne Greenshoe: 32,50%) betragen.

Lock up-Periode von 12 Monaten

Sämtliche Altaktionäre haben sich gegenüber der quirin bank AG verpflichtet, bis zum Ablauf von zwölf Monaten nach Erstnotiz weder mittelbar noch unmittelbar ohne vorherige schriftliche Zustimmung der quirin bank AG Aktien zu veräußern.

### Aktionärsstruktur der AGO AG

vor dem Börsengang			nach dem Börsengang ohne Greenshoe-Option			nach dem Börsengang mit Greenshoe-Option		
Aktionär	Aktien	in %	Aktionär	Aktien	in %	Aktionär	Aktien	in %
caverion GmbH	2.500.000	92,6%	caverion GmbH	2.500.000	62,5%	caverion GmbH	2.370.000	59,3%
Hans Ulrich Gruber	50.000	1,9%	Hans Ulrich Gruber	50.000	1,3%	Hans Ulrich Gruber	50.000	1,3%
Helmut Peetz	50.000	1,9%	Helmut Peetz	50.000	1,3%	Helmut Peetz	50.000	1,3%
Uwe Kern	50.000	1,9%	Uwe Kern	50.000	1,3%	Uwe Kern	50.000	1,3%
Josef Kausler	50.000	1,9%	Josef Kausler	50.000	1,3%	Josef Kausler	50.000	1,3%
Streubesitz			Streubesitz	1.300.000	32,5%	Streubesitz	1.430.000	35,8%
Summe	2.700.000	100%		4.000.000	100%		4.000.000	100%

Quelle: AGO AG

## Kurzprofil

*Full-Service-Anbieter im Bereich Energieversorgungsanlagen*

Die AGO AG Energie + Anlagen (im Folgenden "AGO") entwickelt, baut und betreibt Energieversorgungsanlagen im Bereich der Erneuerbaren Energien. Zielgruppe des Unternehmens sind dabei industrielle und kommunale Kunden. AGO tritt hierbei in den meisten Fällen als Contracting-Partner auf. Das Unternehmens Know-how erstreckt sich vom kundenindividuellen Anlagenbau auf Basis von Blockheizkraftwerken bis hin zu komplexen Biomasseheizkraftwerken mit Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung. Angesichts der zunehmenden Verknappung der Primärenergie gewinnen Anlagen auf Basis der Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung, durch deren Einsatz Strom und Wärme gleichzeitig produziert werden, immer mehr an Bedeutung. Ein wesentliches Wettbewerbsmerkmal der herstellerunabhängigen AGO ist hierbei die Fähigkeit, als Full-Service-Anbieter agieren zu können. AGO ist in der Lage, von der Projektentwicklung bis zum Betrieb sowie der Instandhaltung und Wartung der Energieversorgungsanlage sämtliche Leistungen aus einer Hand anzubieten. Hierdurch kann der AGO-Kunde eine nennenswerte Zeit- und Kostenersparnis erzielen.

Das Leistungsspektrum der AGO gliedert sich in die drei Geschäftsbereiche Projektentwicklung und Umsetzung, Anlagenbetrieb sowie Service & Beratung. Der noch junge Geschäftsbereich Anlagenbetrieb, in dem das Unternehmen neben der Projektentwicklung auch den Betrieb der Anlagen übernimmt, stellt das größte Wachstumspotenzial dar. Sitz der Gesellschaft, die per 31.03.2007 122 Mitarbeiter beschäftigt, ist Kulmbach.



*Listing im Open Market angestrebt*

Die AGO AG strebt für den 28.06.2007 ein Listing im Open Market und gleichzeitige Einbeziehung in den Teilbereich Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse an. Mit dem Mittelzufluss aus dem Börsengang plant das Unternehmen in erster Linie die Stärkung der Eigenkapitalbasis sowie die Finanzierung und Entwicklung der Geschäftsaktivitäten. Primäres Ziel der Expansionsstrategie ist die Ausweitung der Geschäftsaktivitäten im noch jungen Geschäftsbereich Anlagenbetrieb. Künftig will AGO stärker als Betreibergesellschaft fungieren. Hierzu ist auch die Gründung von neuen Tochtergesellschaften geplant.

## Historie

- 1980 Die AGO AG ist aus der Abspaltung von der ASK - Zander Luft- und Wärmetechnik GmbH hervorgegangen. Schwerpunktmäßig im Lüftungsanlagenbau sowie im wärmetechnischen Anlagenbau tätig
- 1995 Als erster Anlagenbauer in Oberfranken erhält AGO die Zertifizierung ISO 9001. Erweiterung der Geschäftstätigkeiten um die Entwicklung und Erstellung von Anlagen im Bereich Kältetechnik
- 1999 Änderung der Firmierung in die M + W Zander Energie+Anlagen GmbH
- 2003 Erweiterung der Geschäftstätigkeiten um die Energieeffizienzberatung und Beratung und Dienstleistung im Emissionshandel
- 2006 Formwechselnde Umwandlung der Gesellschaft in die AGO AG Energie + Anlagen. Übernahme einer 49%-Beteiligung an der HolSoTherm GmbH. Erweiterung der Geschäftstätigkeit um den Betrieb von Energieversorgungsanlagen
- Fokussierung auf Kerngeschäftsaktivitäten und in folge dessen Einstellung des Bereichs Lüftungsanlagenbau
- 2007 Aufstockung der HolSoTherm-Beteiligung auf 74,48%. Gründung der Bio- und Wärmeenergie Ohrdruf GmbH. Fokussierung der Geschäftstätigkeiten auf den Bau und den Vertrieb/Betrieb von Biomasse(heiz)kraftwerken
- Erwerb einer Beteiligung an der Energiewald Thüringen GmbH zur Sicherung der Rohstoffversorgung für Mitte 2007 geplant
- Juni: Notierung im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse

## Management

Der Vorstand der AGO AG setzt sich derzeit aus zwei Mitgliedern zusammen, Herrn Ulrich Gruber und Herrn Helmut Peetz. Herr Gruber verantwortet den kaufmännischen Bereich der AGO AG. Herr Peetz obliegt die Verantwortung für den technischen Bereich.

Herr **Hans Ulrich Gruber** (39) ist seit der Umwandlung der Gesellschaft in eine AG (12/2006) Vorstandsmitglied der AGO AG und verantwortet den kaufmännischen Bereich. Nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Fachhochschule Nürnberg arbeitete Herr Hans Ulrich Gruber kontinuierlich in der Anlagenbaubranche. Seine Karriere begann er bei der Zander Klimatechnik GmbH als Controller. Zunächst als Assistent des Vorstandes der Zander Klimatechnik AG (1995-1998), dann als kaufmännischer Leiter der M+W Zander Energie+Anlagen GmbH (1999-2003) war Herr Hans Ulrich Gruber zuletzt Geschäftsführer der M+W Zander Energie+Anlagen GmbH. Seit März 2006 ist er darüber hinaus Geschäftsführer der Biomasseheizkraftwerke Alperstedt GmbH.

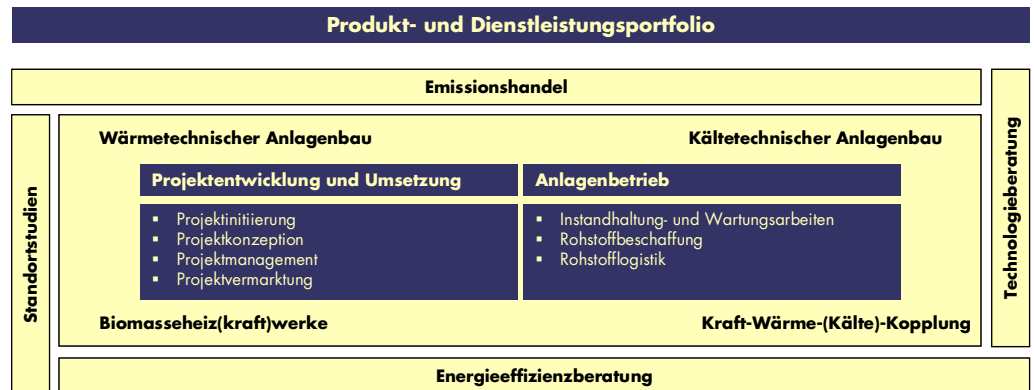
Herr **Helmut Peetz** (54) ist seit der Umwandlung der Gesellschaft in eine AG (12/2006) Vorstandsmitglied der AGO AG und verantwortet den technischen Bereich. Nach dem Studium des allgemeinen Maschinenbaus, mit der Spezialisierung auf Energie- und Verfahrenstechnik, an der Technischen Universität Berlin, begann er als Planungsingenieur und Assistent der Firmenleitung seine berufliche Laufbahn bei der ASK August Schneider GmbH & Co. KG. Von 1979-1983 war Herr Helmut Peetz als stellvertretender Abteilungsleiter im Geschäftsbereich "Wärmetechnik" der ASK-Zander-Luft- und Wärmetechnik tätig. 1983-1999 war Herr Helmut Peetz zunächst Abteilungsleiter mit Handlungsvollmacht und danach Prokurist für die Zander Wärmetechnik Kulmbach GmbH. Bevor Herr Helmut Peetz zum Vorstand der AGO AG berufen wurde war er 1999-2002 zuerst als Prokurist und seit 2003 als Geschäftsführer der M+W Zander Energie+Anlagenbau GmbH tätig. Darüber hinaus ist Herr Helmut Peetz Beirat in der "Energieagentur Oberfranken".

Der Aufsichtsrat der Gesellschaft besteht aus branchenerfahrenen sechs Mitgliedern. Aufsichtsratsvorsitzender ist Herr Steffen Pfund (Mitglied seit 12/2006), der zugleich Geschäftsführer der caverion GmbH ist. Sein Stellvertreter ist Herr Dr. Klaus Hermsdorf (Mitglied seit 12/2006), ebenfalls Geschäftsführer der caverion GmbH. Des Weiteren gehören dem Aufsichtsrat Herr Robert Funcke, Herr Prof. Dr. Eckhard Dinjus, Herr Franz Brosch und Herr Harald Petersen an.

## Leistungsspektrum und Geschäftsbereiche

*Breit gefächertes Leistungsspektrum*

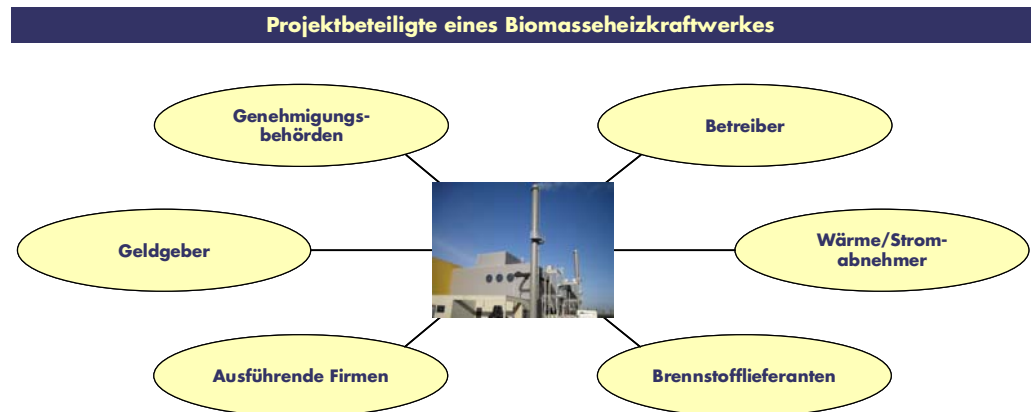
Das Dienstleistungs- und Produktportfolio von AGO ist breit gefächert. AGO bietet seinen industriellen und kommunalen Kunden integrierte Komplettlösungen im Bereich dezentraler Energieversorgungsanlagen an. Als Full-Service-Dienstleister ist AGO sowohl im Anlagenbau als auch in der Lieferung von Wärme, Kälte, Dampf, Druckluft und Strom tätig.



Quelle: AGO

*AGO als Schnittstelle zwischen allen Beteiligten*

Mit seinem Dienstleistungs- und Produktmix als Full-Service-Anbieter fungiert AGO als Schnittstelle zwischen den Interessen aller Beteiligten. Das garantiert die zügige Umsetzung ihrer Projektvorhaben und minimiert Kosten hinsichtlich Planung, Kontrolle und Koordinierung während des gesamten Projektablaufs.



Quelle: AGO

\* Bild stellt das Biomasseheizkraftwerk Alperstedt dar

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

*Anlagen auf Basis der Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung*

**Die Geschäftsbereiche der AGO**

AGO beliefert seine Kunden mit Energieversorgungsanlagen in verschiedenen Größen- und Leistungsklassen aus den Bereichen des wärme- und kältetechnischen Anlagenbaus. Das Know-how der Gesellschaft beschränkt sich nicht nur auf den Bau konventioneller Heizkraftwerke. Modular aufgebaute Anlagen zur Erzeugung von elektrischem Strom und Wärme unter Nutzung des Prinzips der Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung gehören ebenfalls zu AGOs Produktexpertise. AGO unterteilt ihre operative Geschäftstätigkeit in drei Geschäftsbereiche.



Quelle: AGO AG

*Konzeption und Bau von Energieversorgungsanlagen*

Im Geschäftsbereich **Projektentwicklung & Umsetzung** werden AGOs Dienstleistungen - Konzeption und Bau von Energieversorgungsanlagen - teilweise auf dem Wege des "Contracting" angeboten. Im Rahmen des "Contracting" entwickelt, plant, baut, finanziert und betreibt AGO in eigener unternehmerischer Verantwortung Energieversorgungsanlagen und verkauft die Energie an seine Kunden. AGO übernimmt außerdem die Wartung und Instandhaltung der Anlagen. Die von AGO entwickelten Anlagen werden in verschiedenen Größen- und Leistungsklassen angeboten. Der Fokus soll in Zukunft auf Biomasseheizkraftwerke gelegt werden. Biomasseheizkraftwerke nutzen das Prinzip der Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung und versorgen den Kunden mit Strom und Wärme. Die bei der Erzeugung von Strom anfallende Wärme wird zur Bereitstellung von z. B. Heizwasser, Dampf oder Trockenwärme verwendet. Insgesamt wird damit bei geringerem Bedarf an Energieträgern (z.B. Gas) gleichzeitig Strom und Wärme produziert. Energieversorgungsanlagen ohne Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung geben die erzeugte Restwärme dagegen ungenutzt an die Umwelt ab. Bislang hat die Gesellschaft in mehr als 150 installierten Blockheizkraftwerksmodulen Anlagen mit Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung realisiert.

*Reduzierung des CO2-Ausstoßes durch die Verwendung von Biomasse*

Die Funktion von Biomasseheizkraftwerken entspricht im Wesentlichen der konventioneller Heizkraftwerke, mit dem Unterschied, dass biogene Rohstoffe (z. B. Holzbiomasse) eingesetzt werden. Durch die Verwendung von Biomasse als Brennstoff wird der CO2-Ausstoß deutlich reduziert. Nachwachsende Rohstoffe setzen bei der Verbrennung von Biomasse nur so viel CO2 frei, wie der Atmosphäre zuvor durch das Wachstum der Pflanzen entzogen wurde.

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

Die verwendeten Haupttechnologien in diesem Bereich sind Biomasseheizkraftwerke mit Dampf-Prozess und biomassebefeuerte ORC-Anlagen (Organic Ranking Cycle). Die ersten ORC-Anlagen wurden in Deutschland 2002 errichtet. Ende 2004 waren ca. 8 Anlagen in Betrieb. Anfang 2005 bis Ende 2006 haben etwa 15 weitere ORC-Anlagen ihren Betrieb aufgenommen. Im Bereich von Kälteanlagen bietet AGO im Wesentlichen Kompressions- und Absorptionsanlagen an. AGO hat bereits eine Vielzahl von Kälteanlagen errichtet und verfügt über langjährige Erfahrung in der Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung auf Basis der Absorptionskälte-Technologie.

---

*AGO als Betreibergesellschaft*

---

Im Geschäftsbereich **Anlagenbetrieb** vereint die AGO sämtliche Geschäftstätigkeiten, die mittelbar oder unmittelbar im Zusammenhang mit dem Betrieb einer Energieversorgungsanlage stehen. AGOs 74,48%-ige Beteiligung HolsoTherm GmbH fungiert dann als Betreibergesellschaft der errichteten Anlage. Neben der Übernahme von Instandhaltungs- und Wartungsarbeiten übernimmt AGO in erster Linie das Rohstoff- und Brennstoffmanagement.

Seit 2002 betreibt die HolsoTherm GmbH ein Biomasseheizwerk in Kölldeda mit einer Wärmeleistung von bis zu 5 MW, das ausschließlich die Versorgung des Motorenwerkes der DaimlerChrysler AG übernimmt. Zudem wurde Ende 2006 das Biomasseheizkraftwerk in Alperstedt mit einer Leistung von 19 MW thermisch und 1,7 MW elektrisch in Betrieb genommen. Das Kraftwerk, das ebenfalls von der HolsoTherm GmbH betrieben wird, versorgt eine der größten Gewächshausanlagen in Deutschland. Gemessen an der jährlich zur Verfügung gestellten Energieleistung, zählt das Biomasseheizkraftwerk Alperstedt zu den größten ORC-Biomasseheizkraftwerken in Europa. Jährlich werden hier rund 38.000t Hackschnitzel verfeuert.

---

*Umfangreicher Kundendienst für fremderrichtete Anlagen*

---

Im Geschäftsbereich **Service & Beratung** bietet die AGO die Instandhaltung und Wartung von Energieversorgungsanlagen, derzeit in erheblichem Umfang für fremderrichtete Anlagen, an. Der Kundendienst der AGO, welcher in diesem Bereich angesiedelt ist, besteht derzeit aus 25 Mitarbeitern und ist an 365 Tagen im Jahr 24 Stunden täglich verfügbar. Als weitere Dienstleistung berät AGO seine Kunden in sämtlichen Energiefragen, wie z. B. beim Thema Energieeffizienz. Zusätzlich dazu erstellt AGO Energiestudien. Hierbei werden u.a. die beim Kunden verwendeten Technologien analysiert und Machbarkeitsstudien alternativer Konzepte erstellt. Des Weiteren unterstützt AGO seine Kunden bei Fragen zum Emissionsausstoß und Emissionszertifikatehandel.

Wir sehen den Bereich Service & Beratung, der nach unserer Einschätzung einen bedeutenden Bestandteil des Geschäftsmodells der AGO darstellt, als wichtiges Akquisitionsinstrument an.

## Markt und Marktumfeld

Energieversorgungsanlagen mit Brennstoffen aus regenerativen Quellen, insbesondere von Biomasse, stellen den strategischen Fokus der AGO in Zukunft dar. Unter Biomasse werden organische Abfälle, Holz, Gülle, Getreide oder andere Stoffe pflanzlichen oder tierischen Ursprungs und deren Neben- und Folgeprodukte verstanden, welche zur Energieerzeugung herangezogen werden können.

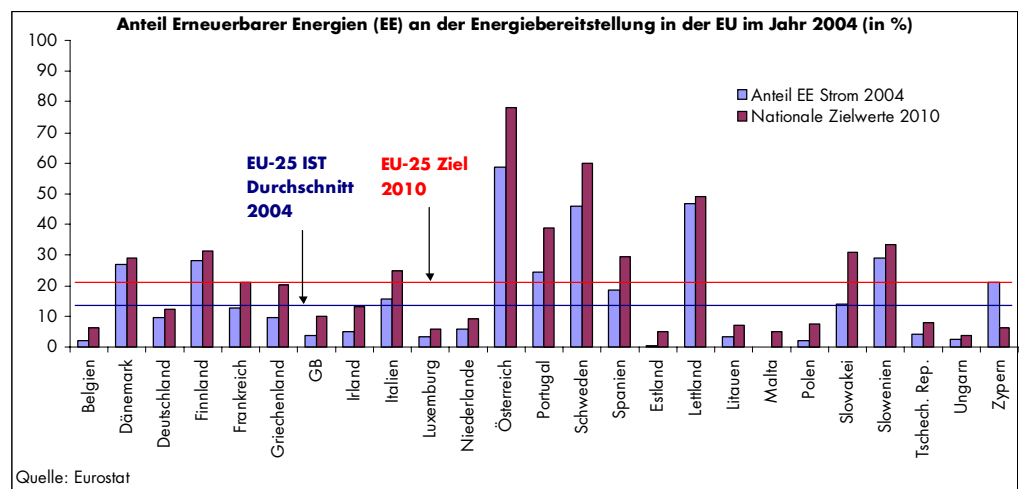
*Biomassekraftwerke werden gezielt subventioniert*

Die Richtlinie 2001/77/EEG und das die Richtlinie umsetzende "Erneuerbare-Energien-Gesetz" (EEG) auf nationaler Ebene bilden die rechtlichen Rahmenbedingungen für den Markt der Energiegewinnung auf der Basis Erneuerbarer Energien. Die Energiegewinnung auf Basis von Biomasse ist ein Teilmarkt. In Deutschland werden Biomassekraftwerke von der Politik gezielt durch Zuschüsse und Förderungen subventioniert. Weitere Steuervergünstigungen und Fördermaßnahmen sorgen für einen Boom im Markt für regenerative Energien. Die Bundesregierung verfolgt das Ziel, den Anteil der Erneuerbaren Energien am Primärenergieverbrauch auf 4,2% im Jahr 2010 zu erhöhen. Gleichzeitig soll der Anteil der Erneuerbaren Energien an der Strombereitstellung bis zum Jahr 2010 auf mindestens 12,5% steigen.

*Bedeutung der inländischen Erneuerbaren Energien hat stark zugenommen*

Die Bemühungen der Bundespolitik im Hinblick auf das weltweite Problem der Klimaänderung und die Bestrebungen CO<sub>2</sub>-Emissionen dauerhaft zu senken, schaffen einen neuen stetig wachsenden Markt. Die hohen Preise für Erdöl und Erdgas, die Förderung durch das EEG und weitere Marktanzreizprogramme haben dazu beigetragen, dass die Nutzung von Biomasse für die Wärmeversorgung immens zugenommen hat. Deutschland ist zur Deckung seines Energiebedarfs in starkem Maße auf den Import von Primärenergieträgern angewiesen. Lediglich bei Stein- und Braunkohle gibt es größere inländische Vorkommen an Energiestoffen. Deren Ausbeutung ist jedoch seit Jahren rückläufig. Die Bedeutung der inländischen Erneuerbaren Energien hat im Zuge dessen in den letzten Jahren stark zugenommen. Ein Trend, der sich aus unserer Sicht auch in Zukunft fortsetzen wird.

## Erneuerbare Energien (EE) im europäischen Vergleich

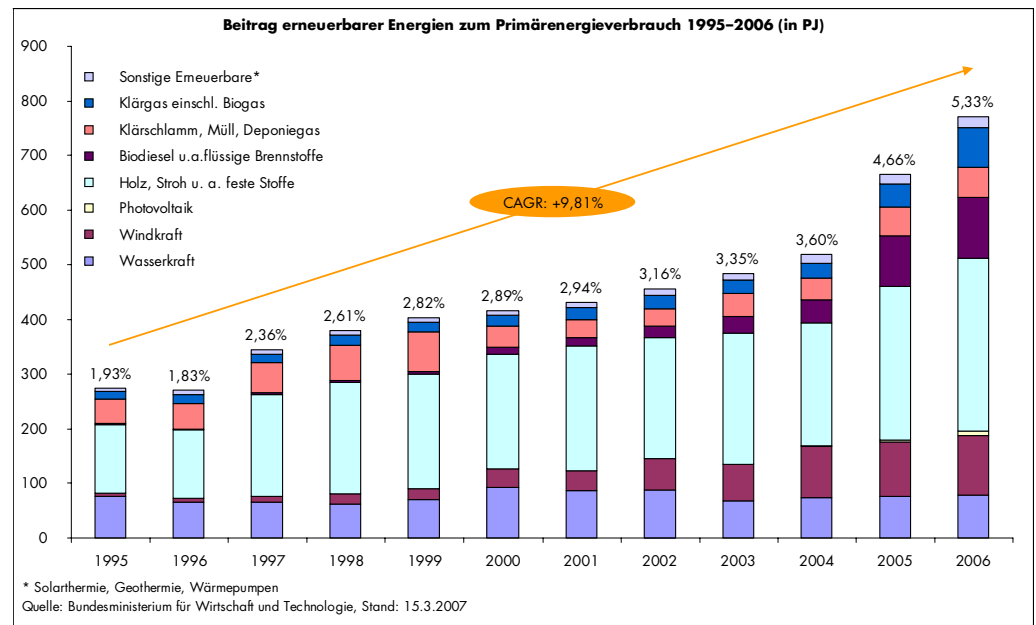


<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Deutschland mit Nachholbedarf

Im EU-weiten Vergleich wird deutlich, dass in Deutschland gemessen am Anteil Erneuerbarer Energien am Elektrizitäts-Mix noch Nachholbedarf besteht (siehe Grafik oben). Den höchsten Anteil Erneuerbarer Energien hatten Österreich (58,8%), Schweden (46,0%) und Lettland (46,6%). In Deutschland trugen Erneuerbare Energien lediglich 9,7% zur gesamten Energiebereitstellung bei. Damit lag Deutschland unter dem EU-25 Durchschnitt von 13,7%. Länder, die das EU-25 Ziel 2010 bereits im Jahr 2004 erfüllten, verwendeten zum großen Teil Energie generiert aus Wasserkraft.

**Langfristige Entwicklung Erneuerbarer Energien in Deutschland 1995-2006**



Langfristig positiver Trend zu erkennen

In der langfristigen Entwicklung ist ein eindeutiger positiver Trend zu erkennen, der sich seit 2004 deutlich verstärkt hat. Auf Basis von 1995 konnten Erneuerbare Energien ihren Anteil am Primärenergieverbrauch jährlich durchschnittlich um 9,81% steigern und erreichten einen Anteil in 2006 von 5,33%.

**Struktur Erneuerbarer Energien 2006 und Entwicklung 1995-2006**

	Anteil 2006 in %	CAGR 1995-2006 in %
Wasserkraft	10,10	0,08
Windkraft	14,26	29,93
Photovoltaik	0,93	66,57
Holz, Stroh u. a. feste Stoffe	41,30	8,92
Biodiesel u. a. flüssige Brennstoffe	14,46	47,90
Klärschlamm, Müll, Deponiegas	7,09	1,79
Klärgas einschl. Biogas	9,30	16,04
Sonstige Erneuerbare*	2,57	10,17

\* Solarthermie, Geothermie, Wärmepumpen  
Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, Stand: 15.3.2007

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

Biomasse-Anteil in 2006: 41,30%

Zu den größten Treibern des Wachstums gehörten die Energiegewinnung aus Solarkraft, Biokraftstoffen und Windkraft. In 2006 machte solide Biomasse jedoch mit einem Anteil von 41,30% den größten Block aus. Weit hinter der Energiegewinnung aus Biomasse (Holz, Stroh u. a. feste Stoffe) vereinten Biokraftstoffe einen Anteil von 14,46% und bei Windkraft von 14,26% auf sich.

**Erneuerbare Energien in Deutschland - Vergleich 2005/2006**

**Vergleich Erneuerbarer Energien (EE) in Deutschland 2005/2006**

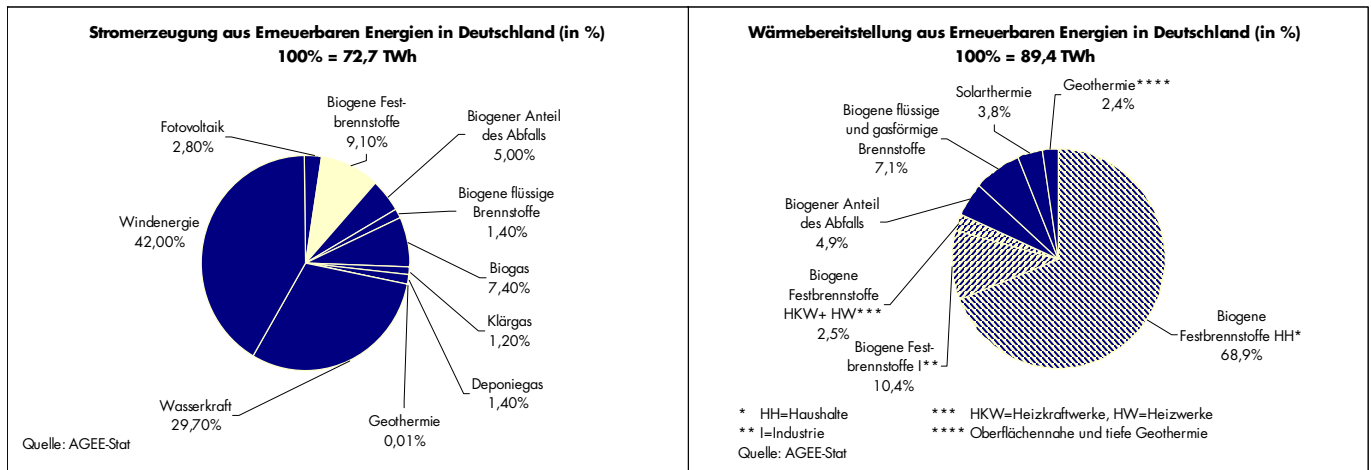
Anteile in %, Umsätze in Mrd. Euro	2005	2006	Veränd. Ggü. Vj.
Anteil EE am ges. Primärenergieverbrauch	4,70	5,30	+12,8
Anteil EE am ges. Endenergieverbrauch	6,60	7,40	+12,2
Anteil EE am ges. Bruttostromverbrauch	10,40	11,80	+13,4
Anteil EE am ges. Endenergieverbrauch für Wärme	5,30	5,90	+11,3
Gesamtumsatz aus EE	ca. 18,1	ca. 21,6	rd. +19,3
davon Umsatz aus Errichtung von Anlagen	ca. 10,3	ca. 11,3	rd. +9,7
davon Umsatz aus dem Betrieb von Anlagen	ca. 7,8	ca. 10,3	rd. +32,1

Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, Stand: 15.3.2007

Erneuerbaren Energien mit zweistelligem Wachstum

Aus der obigen Tabelle wird ersichtlich, dass die Erneuerbaren Energien im Vergleich zum Vorjahr fast in jedem Bereich zweistellig zulegen und damit ihr stetiges Wachstum weiter fortsetzen. Die Gesamtumsätze stiegen 2006 auf ca. 21,6 Mrd. Euro. Davon machten die Umsätze aus der Errichtung von Anlagen ca. 52,3% bzw. 11,3 Mrd. Euro aus. Der Umsatz aus dem Betrieb von Anlagen verzeichnete mit einem Zuwachs in Höhe von +32,1% eine außerordentlich hohe Steigerung auf ca. 10,3 Mrd. Euro (Vj.: 7,8 Mrd. Euro).

**Struktur der Stromerzeugung und Wärmebereitstellung 2006**



Biogene Festbrennstoffe dominieren in der Gewinnung von Heizwärme

Die Struktur der Stromerzeugung gibt Aufschluss darüber, welche Bereiche besonders ins Gewicht fielen. Mit 42,0% und 29,7% entfielen die größten Anteile auf die Windenergie und die Wasserkraft. Im Bereich der Stromerzeugung steuerte Biomasse (biogene Festbrennstoffe) lediglich 9,1% bei. Im Gegensatz zur Stromerzeugung ist im Bereich der Wärme-

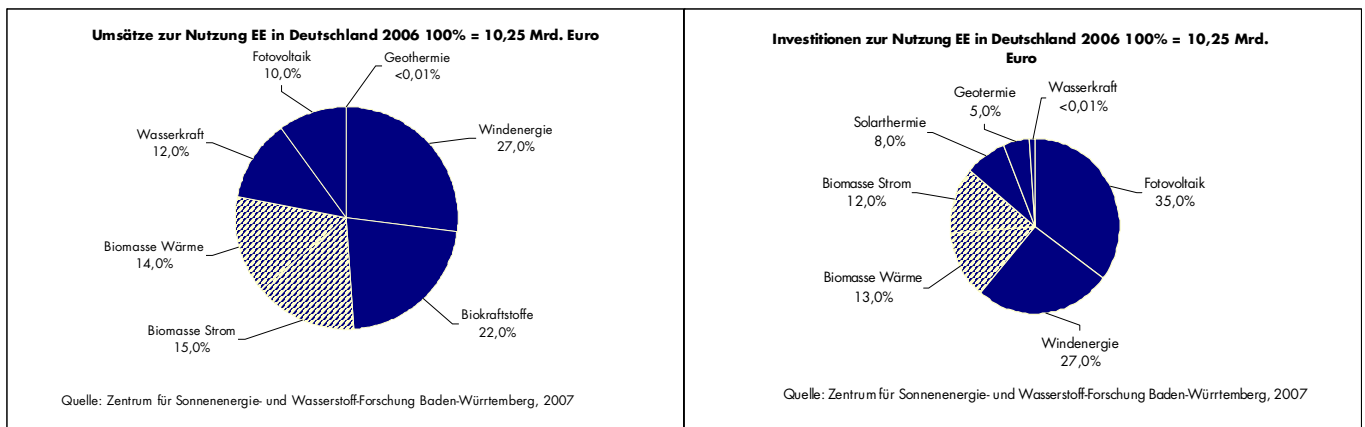
<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

bereitstellung die Gewinnung von Heizwärme durch die Verwendung biogener Festbrennstoffe absolut dominant. Biomasse erreicht kumuliert einen Anteil von 81,9% in 2006. Insbesondere im privaten Bereich (68,9%) werden zur Wärmergewinnung biogene Festbrennstoffe verwendet, was die gesellschaftliche Akzeptanz dieser Technologie bestätigt.

Das Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit geht für die Zukunft davon aus, dass der Anteil Erneuerbarer Energien an der Stromerzeugung stetig wachsen wird. Einer Studie aus dem Jahr 2007 zufolge wird langfristig neben Wind auch Biomasse bedeutende Beiträge zur Stromerzeugung liefern. In ihren Prognosen weisen die Autoren der Windenergie das größte Beitragspotenzial und -wachstum zu.

### Umsätze und Investitionen in Erneuerbare Energien in Deutschland in 2006

Der Markt für Erneuerbare Energien in Deutschland in 2006 gemessen an den Umsätzen und Investitionen wird auf einen zweistelligen Milliardenbereich geschätzt.



#### Biomasse-Markt in 2006 rd. 3 Mrd. Euro

Gemessen an den Umsätzen in Verbindung mit dem Anlagenbetrieb hatten 2006 die Windenergie (27,0%) und Biokraftstoffe (22,0%) die größten Marktanteile. Betrachtet man die Bereiche der Biomasse-Stromerzeugung und -Wärmeerstellung gemeinsam, so kommt der Bereich Biomasse auf einen Anteil von 29,0%, welches einem Volumen von ca. 2,97 Mrd. Euro entsprechen würde.

Im Bezug auf das Investitionsvolumen in Neuanlagen zur Nutzung Erneuerbarer Energien attrahierte der Bereich Fotovoltaik besonders große Volumina und vereinte ca. 35% bzw. 3,96 Mrd. Euro auf seinen Bereich. Dem folgte mit 26% bzw. 2,94 Mrd. Euro Investitionsvolumen die Windenergie. Biomasse gehörte im Hinblick auf die Investitionsvolumina zu den Top-3-Bereichen. Mit 25% bzw. 2,56 Mrd. Euro Investitionsvolumen im Bereich Biomasse (Wärme: 13,0%/1,47 Mrd. Euro, Strom 12,0%/1,36 Mrd. Euro) zog der Energieträger  $\frac{1}{4}$  des gesamten Investitionsvolumens auf sich.

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

---

*EEG, (2000) Grundlage für Energieerzeugung auf Biomassebasis*

---



---

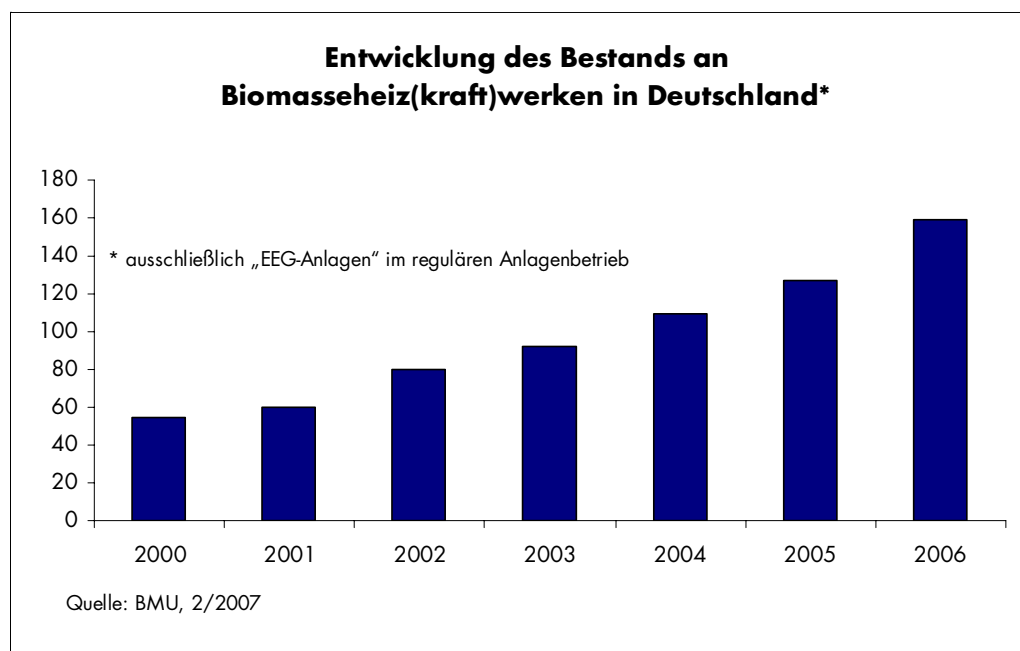
*160 Biomasseheiz(kraft)werke in 2006 in Deutschland*

---

### Historische Anlagenentwicklung in Deutschland

Mit dem Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG, 2000), und der Biomasseverordnung (BiomasseV, 2001) wurden in Deutschland die Grundlagen für einen verstärkten Ausbau der Stromerzeugung bzw. der gekoppelten Strom- und Wärmebereitstellung auf Biomassebasis geschaffen. Im Ergebnis regte das die dynamische Entwicklung installierter Anlagen an.

Informationen des BBEs (Bundesverband BioEnergie e.V.) zufolge gab es in 2006 ca. 160 Biomasseheiz(kraft)werke und 3.500 Biogasanlagen. Auch hier ist die Zahl der Anlagen stetig gestiegen (siehe Grafik unten). Das Institut für Energetik und Umwelt rechnet für das Jahr 2007 mit einem Zuwachs von 20-25 weiteren Anlagen (überwiegend solche kleiner Leistung mit ORC- bzw. Vergasungsanlagen) mit einer installierten Leistung von insgesamt 55-65 MW elektrische Leistung, so dass Ende 2007 etwa 185 Anlagen mit einer installierten Gesamtleistung von etwa 985 MW elektrische Leistung erwartet werden.



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

## Operative Entwicklung

### Hohe Volatilität in den letzten drei Geschäftsjahren

Die operative Entwicklung von AGO der letzten drei Geschäftsjahre war durch eine hohe Volatilität infolge einer Abrechnung eines Großprojekts geprägt. Auf Grund der HGB-Bilanzierung kann das Unternehmen Erträge aus Großaufträgen, anders als bei der angestrebten IFRS-Bilanzierung, nur bei vollständiger Projektrealisierung verbuchen. So konnte das Unternehmen in 2005 aus der Fertigstellung des Großprojekts EVC Dresden ein Abrechnungsvolumen von insgesamt 22 Mio. Euro verbuchen und den Umsatz somit auf 48,025 (27,527) Mio. Euro deutlich steigern. Dieser einmalige Effekt war auch für den Umsatzrückgang in 2006 auf 41,016 Mio. Euro verantwortlich. Hinzu kam die Auswirkung einer strategischen Neuausrichtung. AGO hat sich seit Ende 2006 auf Grund der hohen Wettbewerbsintensität im Bereich Lüftungsanlagenbau aus diesem Geschäft kontinuierlich zurückgezogen. Die Schließung des Lüftungsanlagenbaus belastete das Ergebnis in 2006 mit rd. 0,800 Mio. Euro. Hierin sind Rückstellungen für Abfindungen in Höhe von rd. 0,500 Mio. Euro enthalten. Dem Unternehmen zufolge wurden damit sämtliche Lasten im Zusammenhang mit dem Rückzug aus dem Lüftungsanlagenbau in 2006 verarbeitet.

<b>AGO</b>			
<b>Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung</b>			
<b>Einheit : Mio. Euro</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Geschäftsjahresende : 31. Dez</b>			
<b>Rechnungslegungsstandard : HGB</b>			
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>27,527</b>	<b>48,025</b>	<b>41,016</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	-	74,5%	-14,6%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>1,648</b>	<b>4,011</b>	<b>3,081</b>
Bruttoergebnismarge	5,99%	8,35%	7,51%
<b>EBIT</b>	<b>0,202</b>	<b>1,679</b>	<b>1,197</b>
EBIT-Marge	0,73%	3,50%	2,92%
<b>EBT</b>	<b>0,081</b>	<b>1,589</b>	<b>1,032</b>
EBT-Marge	0,29%	3,31%	2,52%
Steuern	0,04	0,88	0,17
Steuerquote	51,9%	55,5%	16,8%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,039</b>	<b>0,707</b>	<b>0,859</b>
Umsatzrendite	0,14%	1,47%	2,09%

Quelle: AGO

### Margenrückgang in 2006

Das Bruttoergebnis verringerte sich in 2006 auf 3,081 (4,011) Mio. Euro, die Bruttoergebnismarge ging auf 7,51% (8,35%) zurück. Verantwortlich hierfür war der positive Einmaleffekt in 2005. Die Bruttoergebnismarge hängt stark von der Höhe des Einkaufsvolumens ab. In Geschäftsjahren mit Großaufträgen ist das Unternehmen durch das gestiegene Einkaufsvolumen in der Lage, günstigere Einkaufskonditionen zu erzielen.

Parallel zur Bruttoergebnisentwicklung verringerte sich das EBIT in 2006 auf 1,197 (1,679) Mio. Euro, die EBIT-Marge ging auf 2,92% (3,50%) zurück.

Das Nettoergebnis in 2006 konnte dagegen auf Grund eines günstigeren Steueraufwands, bedingt durch einen abweichenden bilanziellen Wertansatz, auf 0,859 (0,707) Mio. Euro verbessert werden.

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

---

*Eigenkapitalquote 2006:  
14,6%*

---

Aus bilanzieller Sicht ist eine kontinuierliche Verbesserung der Eigenkapitalquote in den letzten Jahren zu beobachten. So konnte das Unternehmen bei gleichzeitig steigendem Eigenkapital die Eigenkapitalquote von 6,1% in 2004 auf 14,6% in 2006 verbessern. In 2006 betrug das Eigenkapital der Gesellschaft 2,740 (1,872) Mio. Euro.

Bei einer Bilanzsumme von 18,762 (14,298) Mio. Euro lag die Anlagenintensität (Anlagevermögen/Bilanzsumme) in 2006 bei 12,75% (15,03%). Die Nettoverschuldung betrug in 2006 1,058 Mio. Euro. In 2005 hatte das Unternehmen noch eine Nettoliquidität von 1,952 Mio. Euro. Zum 31.12.2006 liegt das Forderungsziel der Gesellschaft bei 53 Tagen, das Zahlungsziel bei etwa 16 Tagen.

Nennenswert ist zudem die Platzierung einer nachrangigen Inhaberschuldverschreibung in Höhe von 2,5 Mio. Euro (Laufzeit: 7 Jahre; 7,87% Verzinsung p.a.) in 2006. Die Inhaberschuldverschreibung wurde im Wesentlichen im Zusammenhang mit der Finanzierung des Biomasseheizkraftwerks in Alperstedt sowie des Erwerbs der Unternehmensanteile an der HolSoTherm GmbH verwendet.

---

*Rückläufiger Cash flow in  
2006*

---

Der Cash flow der Gesellschaft war zum Ende 2006 gegenüber dem Vorjahr rückläufig und bezifferte sich auf 2,609 (5,256) Mio. Euro. Verantwortlich hierfür waren eine deutlich geringere Auflösung von nicht in Anspruch genommenen Rückstellungen in 2006. Infolge einer Zunahme der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen war der Cash flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit mit -0,482 (+2,226) Mio. Euro negativ.

## Prognosen

*Anlagenbetrieb wird künftige operative Entwicklung beeinflussen*

Die künftige operative Entwicklung wird im Wesentlichen von dem neuen Geschäftsbereich Anlagenbetrieb, der in 2006 noch nicht konsolidiert wurde, geprägt sein. Mit dem neuen Geschäftsbereich erweitert das Unternehmen seine bisherige Wertschöpfung und dürfte künftig eine signifikante Margenverbesserung erzielen. Zudem wird das Unternehmen über die Laufzeit der Anlage konstante Zahlungsströme generieren. Allerdings muss das Unternehmen zur Erstellung der Anlagen in Vorleistung gehen, so dass für ein stetiges Wachstum eine ausreichende Eigenkapitalbasis notwendig sein wird.

<b>AGO</b>			
<b>Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung</b>			
<b>Einheit : Mio. Euro</b> <b>Geschäftsjahresende : 31. Dez</b> <b>Rechnungslegungsstandard : HGB</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>42,600</b>	<b>45,700</b>	<b>54,590</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	3,9%	7,3%	19,5%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>3,200</b>	<b>5,350</b>	<b>7,100</b>
Bruttoergebnismarge	7,51%	11,71%	13,01%
<b>EBIT</b>	<b>1,088</b>	<b>3,191</b>	<b>4,818</b>
EBIT-Marge	2,55%	6,98%	8,82%
<b>EBT</b>	<b>1,288</b>	<b>3,751</b>	<b>5,618</b>
EBT-Marge	3,02%	8,21%	10,29%
Steuern	0,45	1,31	1,97
Steuerquote	35,0%	35,0%	35,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,837</b>	<b>2,438</b>	<b>3,651</b>
Umsatzrendite	1,96%	5,33%	6,69%
Aktienanzahl	3,350*	4,000	4,000
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,25</b>	<b>0,61</b>	<b>0,91</b>
* gewichtete Aktienanzahl			

Quelle: Independent Research; AGO

*Deutlicher Umsatzanstieg ab 2009 zu erwarten*

Unter Berücksichtigung des neuen Geschäftsbereichs prognostizieren wir den Umsatz für das laufende Geschäftsjahr auf 42,600 (41,016) Mio. Euro. Wir unterstellen hierbei, dass der Umsatzrückgang infolge der Geschäftsaufgabe des Lüftungsanlagenbaus durch die ersten Projekte im Bereich Anlagenbetrieb mehr als kompensiert wird. Über ihre Tochtergesellschaften Alperstedt GmbH und HolSoTherm GmbH fungiert das Unternehmen bereits als Betreibergesellschaft. Einen deutlichen Umsatzanstieg erwarten wir ab dem Geschäftsjahr 2009. Es ist davon auszugehen, dass das Unternehmen die Erlöse aus dem Börsengang überwiegend in den Ausbau des Geschäftsbereichs Anlagenbetrieb investieren wird. Dem Unternehmen zufolge wird mittelfristig mit einem jährlichen Investitionsvolumen von rd. 20 Mio. Euro gerechnet. Bei einem benötigten Eigenmittelanteil von 20-25% wird AGO jährlich rd. 5 Mio. Euro in die Erstellung neuer Anlagen investieren. In Anbetracht der Vorlaufzeit von 12-15 Monaten bis zur Realisierung der ersten Betreiberumsätze aus den geplanten Projekten, ist das Geschäftsjahr 2008 als Übergangsjahr zu betrachten. AGO zufolge gibt es derzeit intensive Verhandlungen für zwei Projekte, die unmittelbar im Anschluss an den Börsengang gestartet werden sollen. Ohne den erwarteten Mittelzufluss aus dem Börsengang wäre AGO für die Realisierung der Projekte auf Fremdkapital angewiesen.

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

---

*EBIT-Margen mittel- bis langfristig zwischen 7-9%*

---

Mittel- bis langfristig erwarten wir infolge des Ausbaus des Geschäftsbereichs Anlagenbau ein EBIT-Margenniveau von 7-9%. In 2007 unterstellen wir bei einem EBIT von 1,088 Mio. Euro eine EBIT-Marge von 2,6%. Hierin ist ein Sonderaufwand im Zusammenhang mit dem Börsengang von 0,800 Mio. Euro unterstellt. Ohne diesen Aufwand würden wir eine EBIT-Marge von 4,4% prognostizieren.

---

*Auf mittlere Sicht keine Dividendenausschüttung erwartet*

---

Auf Basis der gewichteten Aktienanzahl von 3,35 Mio. Stück erwarten wir für 2007e ein EpS von 0,25 Euro. Auf mittlere Sicht erwarten wir von der Gesellschaft keine Dividendenausschüttung. Die Gesellschaft plant den Jahresüberschuss zunächst zur Finanzierung des Geschäftsausbaus zu thesaurieren.

## Strategische Perspektiven

AGO will mit dem Mittelzufluss aus dem Börsengang in erster Linie die Eigenkapitalbasis stärken, um die weitere Finanzierung und Entwicklung der Geschäftsaktivitäten sicherstellen zu können.

---

### *Ausweitung der Geschäftsaktivitäten im Geschäftsbereich Anlagenbetrieb*

---

Primäres Ziel der Expansionsstrategie ist die Ausweitung der Geschäftsaktivitäten im noch jungen Geschäftsbereich Anlagenbetrieb. Die Geschäftstätigkeit in diesem Bereich stellt eine Verlängerung der bisherigen Wertschöpfungskette des Unternehmens dar. Zusätzlich zur Konzipierung und Erstellung der Anlagen kommt nunmehr auch die Funktion als Betreibergesellschaft hinzu. Prinzipiell sehen wir die fachlichen und wettbewerbsrelevanten Voraussetzungen für eine erfolgreiche Expansion in diesen Bereich gesichert. Durch die langjährige Tätigkeit in der Projektentwicklung und Umsetzung konnte sich das Unternehmen entsprechende Erfahrungen im Bereich Energieversorgungsanlagen aneignen. Wir sehen daher den Schritt in Richtung Betreibergesellschaft als logische Folge der bisherigen Geschäftsaktivität an. Allerdings ist diese strategische Neuausrichtung nach unserer Einschätzung auch eine Folge des zunehmenden Wettbewerbs im Anlagenbau. Angesichts des intensiveren Wettbewerbs bei der Planung und Erstellung der Anlagen ist in der jüngsten Vergangenheit ein zunehmender Preiswettbewerb zu beobachten. Wir erwarten daher von den zunehmenden Aktivitäten im Anlagenbetrieb eine signifikante Margenverbesserung. Nach unserer Einschätzung sind die Ergebnismargen im Anlagenbetrieb mit rd. 7%-8% etwa doppelt so hoch wie im Planungsgeschäft. Aus operativer Sicht kommt noch hinzu, dass durch die langfristigen Wärme- und Stromabnahmeverträge dem Unternehmen über einen Zeitraum von 15-20 Jahren weitgehend sichere Zahlungsströme aus den Projekten zufließen werden.

---

### *Risiken in dem Betreibermodell*

---

Risiken in dem Betreibermodell sehen wir vor allem in der langfristigen Rohstoffsicherung. Sollte es zu einer Verknappung der von AGO eingesetzten ökologischen Rohstoffe kommen, würde das erhebliche Auswirkungen auf die Wirtschaftlichkeit der Anlagen haben. Des Weiteren erfordert die Erstellung solcher Anlagen für den eigenständigen Betrieb finanzielle Vorleistungen. In der Regel ist eine Eigenkapitalunterlegung von 20%-25% erforderlich. Ein kontinuierliches Wachstum im Bereich Anlagenbetrieb erfordert daher eine permanent ausreichende Eigenkapitalbasis.

---

### *Rahmenbedingungen für Erneuerbare Energien weiterhin positiv*

---

Angesichts steigender Energiepreise und staatlicher Förderprogramme für die Energiegewinnung auf Biomassebasis ist davon auszugehen, dass die Rahmenbedingungen unverändert positiv bleiben werden. Die anhaltende Debatte um die Reduzierung des Kohlendioxidausstoßes und die Zielvorgabe der Bundesregierung bis 2020 den Kohlendioxidausstoß gegenüber 1991 um 40% zu senken, werden die Aufmerksamkeit auf die Energiegewinnung auf Basis Erneuerbarer Energien ebenfalls spürbar erhöhen. Im Zuge dessen schließen wir nicht aus, dass neue Wettbewerber, vor allem größere Energieversorger, auf den Markt für Energiegewinnung auf Basis Erneuerbarer Energien drängen werden. Derzeit ist der Markt auf Grund der Unwirtschaftlichkeit dieser Art von Energiegewinnung, die stark von Förderprogrammen abhängig ist, für Großkonzerne jedoch wenig attraktiv.

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

---

**Wettbewerber im Bereich Anlagenbetrieb**


---

Bislang stand AGO ausschließlich mit Unternehmen im Wettbewerb, die in der Planung und Erstellung von Energieversorgungsanlagen tätig sind. Durch den Eintritt in den Bereich Anlagenbetrieb konkurriert AGO zunehmend mit lokalen Stadtwerken und Energieversorgern. Als Wettbewerber sind u.a. Unternehmen wie die börsennotierte Enro AG, MVV Energie oder Techem AG zu nennen. Enro bspw. fokussiert sich fast ausschließlich auf ökologische Energieversorgungsanlagen. Als weitere Wettbewerber tauchen Tochtergesellschaften von Großunternehmen wie der GETEC-Gruppe, der Veolia Environnement Gruppe sowie der niederländischen Imtech N.V. auf.

---

**Wettbewerbsvorteile von AGO**


---

Grundsätzlich verfügt AGO nach unserer Einschätzung über entscheidende Wettbewerbsvorteile. Wir sehen vor allem die Eigenständigkeit gegenüber den Tochtergesellschaften großer Konzerne als wichtigen Wettbewerbsvorteil. AGO ist dadurch in der Lage, flexibler und schneller auf Marktveränderungen zu reagieren. Zudem ist das Unternehmen dadurch frei von zentralen Konzernentscheidungen.

Als weiteren wichtigen Wettbewerbsvorteil sehen wir die One-Stop-Shop Strategie des Unternehmens. AGO ist in der Lage, sämtliche Leistungen im Zusammenhang mit dem Betrieb einer Energieversorgungsanlage aus einer Hand anbieten zu können. Dieses Merkmal stellt aus unserer Sicht vor allem gegenüber kleineren Konkurrenten einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil dar. Durch das Full-Service Angebot kann AGO zudem mehrere Projektphasen gleichzeitig bearbeiten und somit eine wesentliche Zeitersparnis von 6-12 Monaten gegenüber üblichen Projektentwicklern erzielen. Folglich sind damit erhebliche Kosteneinsparungen beim Kunden verbunden. Zudem kommt die jeweilige Betreibergesellschaft, künftig auch die AGO-Tochtergesellschaften, durch die frühzeitige Projektrealisierung früher in den Genuss von Erträgen.

---

**AGO zunehmend als Contracting-Partner**


---

Auf Grund hoher Eigenkapitalanforderungen stellen Investitionen in Energieversorgungsanlagen eine hohe Barriere für einzelne Unternehmen dar. Hinzu kommen operative Risiken wie bspw. die Rohstoffversorgung, die für branchenfremde Unternehmen kaum kalkulierbar sind. Infolge dessen bietet AGO seine Dienstleistungen zunehmend im Wege des Contracting an. Der Vorteil für den Kunden besteht darin, dass die Energiegewinnung, die in der Regel nicht zur Kernkompetenz des Kunden gehört, und die damit verbundenen Risiken und Leistungen auf AGO übertragen werden.

---

**Auslandsexpansion als langfristiger Wachstumsfaktor**


---

Mittel- bis langfristig sehen wir die Internationalisierung als einen bedeutenden Wachstumsfaktor. AGO hat sich zum Ziel erklärt, seine Geschäftsaktivitäten auch ins Ausland auszuweiten. Der erste Schritt wurde hierzu in Griechenland unternommen. Das Unternehmen baut derzeit für die Strom- und Wärmeversorgung der 100.000 Einwohner Stadt Serres vier Blockheizkraftwerksmodule mit einer Gesamtleistung von 16 MW elektrischer Energie und ca. 20 MW Wärme. Der Auftraggeber des Projekts ist die Thermie Serres, einer der größten privaten Energieversorger Griechenlands, an der Techem mit 50% beteiligt ist.

## Bewertung

Wir haben bei unserer Bewertung der AGO AG lediglich das Discounted Cash Flow (DCF)-Modell verwendet. Im Zuge dessen haben wir eine dreistufige Bewertung vorgenommen. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der Gewinn- und Verlustrechnung bis 2008e. Für die Phase II gehen wir von sinkenden Umsatzsteigerungen bei konstanter EBIT-Marge aus. In der dritten Phase gehen wir von keinem weiteren Wachstum des Free Cash flow (FCF) aus.

*Verzicht auf Peer-Group-Analyse*

Angesichts der eingeschränkten Vergleichbarkeit mit börsennotierten Unternehmen mit ähnlichen Geschäftsmodellen, sowie der aus unserer Sicht nicht gerechtfertigten sehr hohen Branchenbewertung, haben wir auf die Einbeziehung der Peer-Group-Analyse verzichtet.

*DCF-Modell: post-money fairer Wert je Aktie liegt bei 8,94 Euro*

Für die Ermittlung des WACC haben wir einen risikofreien Zins von 4,0% unterstellt. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 1,0%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,25. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 40% und des Fremdkapitals von 60% aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich ein WACC von 8,53%. Unter Berücksichtigung dieser Annahmen ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von 35,8 Mio. Euro. Bei einer post-money Aktienanzahl von 4,0 Mio. Stück entspricht dies einem fairen Wert je Aktie von 8,94 Euro.

in Mio. Euro	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	42,6	45,7	54,6	60,0	66,1	72,7	76,3	80,1	84,1	88,3
Wachstum Umsatz		7,3%	19,5%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	2,6%	7,0%	8,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<b>EBIT</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>
- Ertragssteuern	-0,4	-1,1	-1,7	-1,7	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	-2,4	-2,5
+ Abschreibungen	1,0	1,5	2,0	1,8	2,0	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6
+/- Veränderung langfristiger 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 Cashflow</b>	<b>1,7</b>	<b>3,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-1,4	-1,6	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-2,6	-2,5	-2,5	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
<b>Free Cashflow</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>
<b>Barwerte</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
Summe Barwerte	8,7									
Terminalwert	19,1									
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	27,8									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	11,0									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-3,0									
<b>Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro</b>	<b>35,8</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	4,000									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>8,94</b>									
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	40%	Fremdkapital:	60%	
risikofreie Rendite:	4,00%	Beta:	1,25	Risikoprämie FK:	3,50%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield:	35,0%
		Zins EK:	14,0%	Zins FK:	4,88%
<b>Wachstumsrate FCF:</b>	<b>0,0%</b>	<b>WACC:</b>	<b>8,5%</b>	<b>Datum:</b>	<b>08.06.07</b>

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

<b>Sensitivitätsanalyse</b> (in Euro)					
		<b>Diskontierungszinssatz</b>			
		8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
<b>Wachstum</b>	0,0%	9,66	<b>8,94</b>	8,38	7,88
	0,5%	9,96	9,27	8,66	8,12
	1,0%	10,40	9,63	8,97	8,38
	1,0%	10,90	10,05	9,32	8,68

Quelle: Independent Research

*Nettoemissionserlös von rd. 9,1 Mio. Euro unterstellt*

Bei der Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals haben wir einen Nettoemissionserlös nach Abzug der IPO-Kosten von 9,1 Mio. Euro unterstellt. Hierbei haben wir auf den fairen Wert aus der DCF-Bewertung einen aus unserer Sicht angemessenen IPO-Abschlag von 15% vorgenommen. Dies impliziert einen Platzierungspreis von 7,60 Euro je Aktie. Auf dieser Basis ergeben sich für 2008e ein EV/EBIT von 7,0 und ein KGV von 12,5.

*Moderate Unterbewertung gegenüber Peer-Group*

Der mögliche Peer-Group-Vergleich, den wir aus den genannten Gründen nicht in die Bewertung einfließen lassen, zeigt eine moderate Unterbewertung an. Bei Einbeziehung des Peer-Group-Vergleichs und Gleichgewichtung mit dem DCF-Modell würde ein fairer Wert je Aktie von 11,47 Euro resultieren. Dies entspricht einem KGV 2008e von 19,0 und einem EV/EBIT 2008e von 11,9.

<b>Peer-Group-Vergleich</b>							
<b>Unternehmen</b>	<b>Marktkapitalisierung</b> in Mio. Euro	<b>KGV</b>		<b>EV / EBIT</b>		<b>EV / Umsatz</b>	
		<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>
<b>MVV Energie</b>	1.748,30	27,0	18,6	17,9	12,4	1,4	1,3
<b>Schmack Biogas</b>	316,23	43,3	24,1	21,4	12,2	2,0	1,5
<b>Techem</b>	1.307,84	22,1	18,4	15,7	14,4	2,5	1,9
<b>Durchschnitt</b>		30,8	20,4	18,3	13,0	2,0	1,5
<b>AGO</b> (auf Basis Platzierungskurs)		30,4	12,5	20,6	7,0	0,5	0,5

Quelle: Independent Research; Bloomberg; Kurse vom 06.06.2007

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

## Fazit

- ⇒ Die AGO entwickelt, baut und betreibt Energieversorgungsanlagen im Bereich der Erneuerbaren Energien für industrielle und kommunale Kunden
- ⇒ Das Unternehmens Know-how erstreckt sich vom kundenindividuellen Anlagenbau auf Basis von Blockheizkraftwerken bis hin zu komplexen Biomasseheizkraftwerken mit Kraft-Wärme-Kälte-Kopplung. Mit seinem Dienstleistungs- und Produktmix als Full-Service-Anbieter fungiert AGO als Schnittstelle zwischen den Interessen aller Beteiligten
- ⇒ Die AGO AG strebt für den 28.06.2007 ein Listing im Open Market und gleichzeitige Einbeziehung in den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse an
- ⇒ Mit dem Mittelzufluss aus dem Börsengang will das Unternehmen die weitere Entwicklung der Geschäftsaktivitäten sicherstellen
- ⇒ Primäres Ziel der Expansionsstrategie ist die Ausweitung der Geschäftsaktivitäten im noch jungen Geschäftsbereich Anlagenbetrieb. Künftig will AGO stärker als Betreibergesellschaft fungieren
- ⇒ Wir sehen den Schritt in Richtung Betreibergesellschaft als logische Folge der bisherigen Geschäftsaktivität an und erwarten hiervon vor allem eine Verbesserung der operativen Margen
- ⇒ Die operative Entwicklung der letzten drei Geschäftsjahre war durch eine hohe Volatilität infolge der Abrechnung von Großprojekten geprägt. Durch das Betreibergeschäft ist eine stabilere Entwicklung zu erwarten
- ⇒ AGO zufolge gibt es derzeit intensive Verhandlungen für zwei Projekte zur Erstellung von Biomasseheizkraftwerken, die unmittelbar im Anschluss an den Börsengang gestartet werden sollen. Ohne den erwarteten Mittelzufluss aus dem Börsengang wäre das Unternehmen für die Realisierung der Projekte auf neues Fremdkapital angewiesen
- ⇒ Angesichts der eingeschränkten Vergleichbarkeit mit börsennotierten Unternehmen mit ähnlichen Geschäftsmodellen, sowie der aus unserer Sicht nicht gerechtfertigten sehr hohen Branchenbewertung, haben wir auf die Einbeziehung der Peer-Group-Analyse verzichtet und uns auf die DCF-Bewertung eingeschränkt
- ⇒ Aus einer post-money Bewertung resultiert gemäß der DCF-Bewertung (WACC: 8,5%; Beta: 1,25) ein fairer Wert je Aktie von 8,94 Euro. Hierbei wurde allerdings unter Berücksichtigung eines IPO-Abschlages von 15% ein Nettoemissionserlös nach Abzug der IPO-Kosten von 9,1 Mio. Euro (Platzierungspreis: 7,60 Euro) unterstellt
- ⇒ Auf dieser Basis ergeben sich für 2008e ein EV/EBIT von 7,0 und ein KGV von 12,5

<b>AGO</b>						
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>						
<b>Einheit :</b> Mio. Euro <b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez <b>Rechnungslegungsstandard :</b> HGB	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>27,527</b>	<b>48,025</b>	<b>41,016</b>	<b>42,600</b>	<b>45,700</b>	<b>54,590</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	-	74,5%	-14,6%	3,9%	7,3%	19,5%
Herstellungskosten	25,879	44,014	37,935	39,400	40,350	47,490
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>1,648</b>	<b>4,011</b>	<b>3,081</b>	<b>3,200</b>	<b>5,350</b>	<b>7,100</b>
Bruttoergebnismarge	5,99%	8,35%	7,51%	7,51%	11,71%	13,01%
Forschungs- und Entwicklungskosten	0,000	0,041	0,047	0,050	0,053	0,065
in % vom Umsatz	0,00%	0,09%	0,11%	0,12%	0,11%	0,12%
Vertriebskosten	1,356	1,354	1,586	1,634	1,666	1,725
in % vom Umsatz	4,93%	2,82%	3,87%	3,83%	3,65%	3,16%
Allgemeine Verwaltungskosten	0,530	0,424	0,562	0,579	0,590	0,623
in % vom Umsatz	1,93%	0,88%	1,37%	1,36%	1,29%	1,14%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,440	0,513	-0,311	0,150	0,150	0,130
in % vom Umsatz	-1,60%	1,07%	-0,76%	0,35%	0,33%	0,24%
<b>EBIT</b>	<b>0,202</b>	<b>1,679</b>	<b>1,197</b>	<b>1,088</b>	<b>3,191</b>	<b>4,818</b>
EBIT-Marge	0,73%	3,50%	2,92%	2,55%	6,98%	8,82%
Finanzergebnis	-0,121	-0,090	-0,165	0,200	0,560	0,800
in % vom Umsatz	-0,44%	-0,19%	-0,40%	0,47%	1,23%	1,47%
<b>EBT</b>	<b>0,081</b>	<b>1,589</b>	<b>1,032</b>	<b>1,288</b>	<b>3,751</b>	<b>5,618</b>
EBT-Marge	0,29%	3,31%	2,52%	3,02%	8,21%	10,29%
Steuern	0,04	0,88	0,17	0,45	1,31	1,97
Steuerquote	51,9%	55,5%	16,8%	35,0%	35,0%	35,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,039</b>	<b>0,707</b>	<b>0,859</b>	<b>0,837</b>	<b>2,438</b>	<b>3,651</b>
Umsatzrendite	0,14%	1,47%	2,09%	1,96%	5,33%	6,69%
Aktienanzahl	-	-	2,700	3,350*	4,000	4,000
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0,32</b>	<b>0,25</b>	<b>0,61</b>	<b>0,91</b>
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
* gewichtete Aktienanzahl						

Quelle: Independent Research; AGO

## 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.

<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: 08.06.2007**

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; 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: 08.06.2007**

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

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

**Diese Seite bleibt aus drucktechnischen Gründen frei**

**Diese Seite bleibt aus drucktechnischen Gründen frei**

**Diese Seite bleibt aus drucktechnischen Gründen frei**



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)