

# AKTIENFLASH

Datum der Veröffentlichung: 20.10.2006

## Allgeier Holding AG Business Services

[> Click here for Disclaimer](#)

### Den Finger am Puls der Zeit

Rating (12M):

**Kaufen** seit 14.04.2005  
 Letzte Ratingänderung: keine  
 Kursziel: 20,00 € (16,00 €)  
 seit: 20.10.2006  
 Kurs (19.10.2006, 12:04 ETR): 10,20 €  
 Hoch/Tief 250 Tage: € 12,20 / 7,10  
 Nächstes Research: n.b.

#### Zahlen je Aktie in €

	2005	2006e	2007e
EPS	0,47	0,99 (0,92)	1,46
KGV	21,7	10,3	7,0
Cashflow	0,37	0,41	1,16
KCV	27,6	24,9	8,88
Dividende	0,00	0,00	0,00
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert *	4,82	5,46	6,65
Cash	3,55	1,47	2,56

\* ohne Genussrechte

Geschäftsjahr per 31.12.



Quelle: www.cortalconsors.de

**Analyst: Karsten Siebert, CEFA**  
**- Finanzanalyst -**

Telefon: (+49) (0) 621 / 43061-30

E-Mail: karsten.siebert@midas-research.de

#### Basis-Informationen

Anzahl Aktien in Mio.: 4,535  
 Börsenwert in Mio. €: 46,3  
 Streubesitz: ca. 30%  
 Reuters Symbol: AEIG.DE  
 XETRA Symbol: AEI.ETR  
 WKN: 508 630  
 ISIN: DE0005086300  
 Hauptindex: General Std.  
 Tagesumsatz Ø 30 Tage: € 112.517  
 Tagesumsatz Ø 250 Tage: € 71.125  
 Info: www.allgeier-holding.de

Die Allgeier Group konnte im laufenden Geschäftsjahr bereits einige Akquisitionen tätigen und ihre Dienstleistungsgruppe weiter systematisch ausbauen. Unter dem neuen Claim „Expert Services“ wurde die Wandlung von einem Systemhaus hin zu einer Dienstleistungsgruppe mit den Schwerpunkten IT Services und Personal Services erfolgreich vollzogen. Mit den jüngsten Akquisitionen, der Esterbauer & Windisch Personalservice GmbH und der Tiempo Personal Leasing GmbH im August dieses Jahres, wurde besonders der Personalservice-Bereich gestärkt. Damit orientiert man sich zunehmend an dem Trend zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes. Bereits für 2007 wird in dem Segment der Personal Services ein Umsatz von über EUR 100 Mio. erwartet – und damit rund die Hälfte des Gruppenumsatzes. Dieses Betätigungsfeld wurde von der Börse bisher nicht adäquat wahrgenommen. So weist Allgeier gegenüber anderen Personaldienstleistungsunternehmen weiterhin einen deutlichen Bewertungsabschlag auf. Aber auch das Geschäftsfeld IT Services wurde gezielt weiter gestärkt. Bereits im März wurden die U.N.P. - Software GmbH sowie die mgm technology partners GmbH übernommen. Ende August wurde mit der Goetzfried AG die bereits im April angekündigte Akquisition

# AKTIENFLASH

eines weiteren IT-Service-Unternehmens verwirklicht, zu dessen Erwerb bereits eine Kapitalerhöhung durchgeführt wurde. Beeindruckend sind aber auch die organischen Wachstumsraten der Unternehmen, die sich offenkundig unter der Struktur der Allgeier Holding prächtig entwickeln. Auf Basis unseres DCF-Modells und der Bestätigung durch die Peer-Group-Analyse erhöhen wir unser Kursziel erneut von EUR 16,00 auf nunmehr EUR 20,00. Unser Votum Kaufen erhalten wir uneingeschränkt aufrecht.

## Konzernumbau endgültig abgeschlossen

Mit dem Verkauf des Bereichs Basistechnologie Ende 2005 wurden sämtliche Altlasten in der Allgeier Holding beseitigt. Die positive Entwicklung des Konzernverbunds unter der Führungsholding zeigt sich bereits in den Zahlen des abgelaufenen Geschäftsjahres 2005, die beim fortgeführten Geschäft äußerst positiv ausgefallen sind. In 2006 konnte sich die Allgeier Holding nun vollends auf die Weiterentwicklung des Beteiligungsportfolios konzentrieren. Damit sollte die operative Effizienz der Bestandsunternehmen weiter verbessert werden können. Aber auch neue Akquisitionen, wie es der Unternehmensstrategie entspricht, zeichnen den Weg in 2006. Mit der Fokussierung auf den IT- und den Personalservice-Bereich konzentriert man sich auf aussichtsreiche Wachstumsmärkte. Besonderes Interesse wurde der Flexibilisierung am Arbeitsmarkt geschenkt. Die jüngsten Akquisitionen der Esterbauer & Windisch Personalservice GmbH und der Tiempo Personal Leasing GmbH im August dieses Jahres haben den Personalservice-Bereich massiv gestärkt, so dass dieser Bereich mittlerweile eine gleichwertige Rolle wie der IT-Bereich spielt. Nachdem die Allgeier Group in 2006 erstmals die EUR-100-Mio.-Umsatzschwelle überschreiten wird, sind für 2007 ohne weitere Akquisitionen bereits die EUR 200 Mio. fest in Planung. Auf die Bereiche IT und Personal Services sollen dabei jeweils über EUR 100 Mio. Umsatz entfallen. Dies zeigt einmal mehr das rasante und zugleich profitable Wachstum der Gruppe auf. Neben dem Personalservice-Bereich wurde auch der IT-Sektor in diesem Jahr weiter ausgebaut. Bereits im März wurden die U.N.P. - Software GmbH sowie die mgm technology partners GmbH übernommen. Am 28. August 2006 erfolgte mit der Goetzfried AG die bereits im April angekündigte Akquisition eines weiteren IT-Service-Unternehmens. Das Unternehmen stellt IT-Spezialisten und Ingenieure für den zeitlich begrenzten Einsatz zur Verfügung und bildet damit ein Bindeglied zwischen den Geschäftsbereichen IT Services und Personal Services der Allgeier Group. Die Konzernstruktur der Führungsholding stellt sich derzeit wie folgt dar:

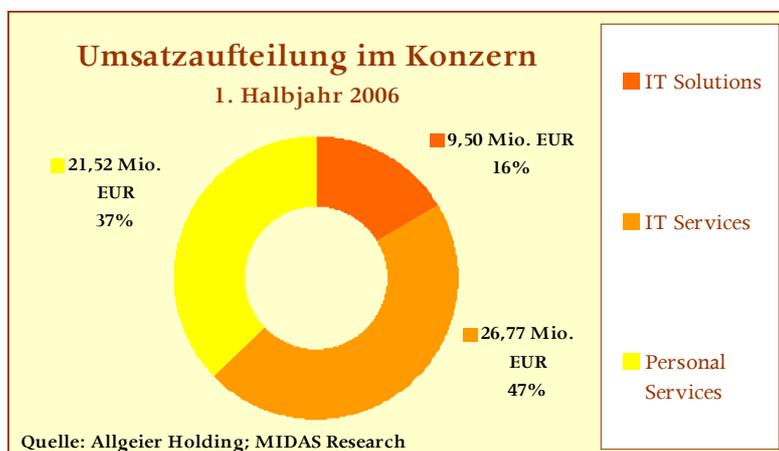


Quelle: Allgeier Holding; MIDAS Research

# AKTIENFLASH

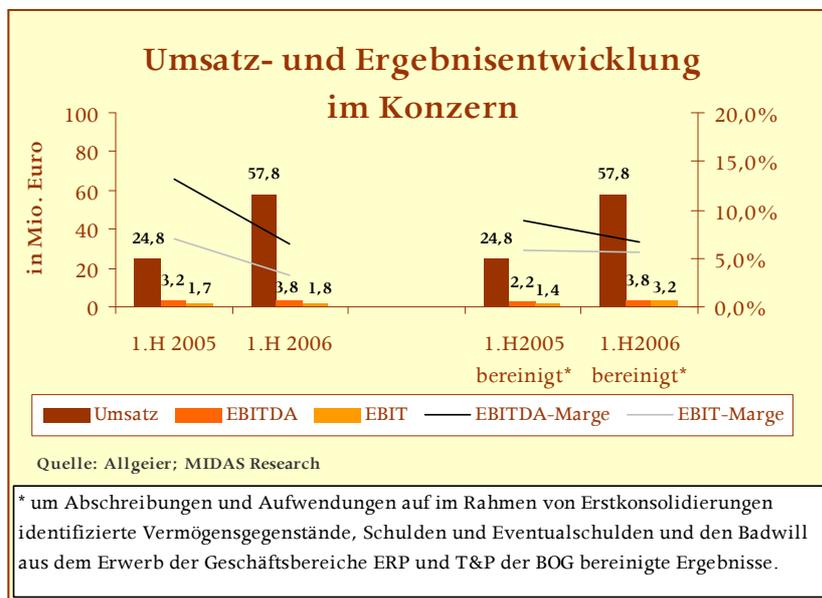
## Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Unsicherheiten und Druck auf den Aktienkurs von Allgeier kamen mit der Meldung auf, dass die vorläufig gemeldeten Konzernergebnisse für das Geschäftsjahr 2005 von den Abschlussprüfern nicht bestätigt wurden. Von dem Höchstkurs von rund EUR 12,00 im März dieses Jahres hat sich die Aktie daraufhin wieder entfernt. Unterschiedliche Auffassungen bezüglich der Bilanzierungsregeln gemäß IFRS führten zu leichten Korrekturen. Davon betroffen war die Erstkonsolidierung der in 2005 akquirierten Unternehmen sowie die Entkonsolidierung des in 2005 veräußerten Geschäftsbereichs Basistechnologien. Im Rahmen der „Purchase Price Allocation“, nach der im Rahmen der Erstkonsolidierung die erworbenen Vermögenswerte und Schulden entsprechend ihrem Fair Value aufzuteilen sind, gab es unterschiedliche Auslegungen. Insbesondere ging es dabei um die Firmenwerte. Bei den Neuakquisitionen mussten von den aktivierten Firmenwerten in Höhe von etwa EUR 14 Mio. rund EUR 3 Mio. umgegliedert werden, was zu einem erhöhten Materialaufwand und zu Abschreibungen von rund EUR 1,3 Mio. führte. Der Konzernüberschuss reduzierte sich entsprechend. Bei der Entkonsolidierung des Geschäftsbereichs Basistechnologie wurden die latenten Steuern nicht wie zuvor als „sonstiger Ertrag“ gebucht, sondern direkt dem Steuerausweis zugeordnet. Der Geschäftsbericht 2004 wurde von der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) geprüft. Unterschiedliche Auffassungen gab es insbesondere bezüglich der Bilanzierung der latenten Steuern. Im Wesentlichen ging es um latente Steuern in der Höhe von rund EUR 4 Mio., die in 2004 ergebnisreduzierend wirkten und in 2005 wieder ergebniserhöhend gebildet werden mussten. Wir sehen bei den Überprüfungen jedoch keine Verfehlungen, sondern nur unterschiedliche Auslegungen der geltenden Regelungen. Auf das weiterhin positiv verlaufende operative Geschäft hat dies ohnehin keinen Einfluss. Für die Zukunft schließen wir weitere Abweichungen hinsichtlich der Bilanzierung aus, da sich das Unternehmen mit den Prüfungsgesellschaften auf ein stringentes Vorgehen verständigt haben dürfte. Die mit den Wirtschaftsprüfern abgestimmten Zahlen für das Geschäftsjahr 2005 sind immer noch beeindruckend und weichen nur geringfügig von den vorläufigen Zahlen ab. Der Umsatz stieg im fortgeführten Geschäft auf EUR 72,0 (Vorjahr: 39,6) Mio. Das EBITDA verbesserte sich um 123 % auf EUR 6,7 (3,0) Mio. und das EBIT kletterte auf EUR 3,2 (-2,6) Mio. In 2005 konnte erstmals wieder ein positives Konzernergebnis nach Steuern und Minderheiten in Höhe von EUR 2,3 (-1,1) Mio. erreicht werden. Mit einem Ergebnis je Aktie von EUR 0,47 konnte die Allgeier Holding unsere konservativen Schätzungen von EUR 0,33 je Aktie deutlich übertreffen. Die Zeiten der roten Zahlen sollten bei Allgeier nun endgültig der Vergangenheit angehören.



# AKTIENFLASH

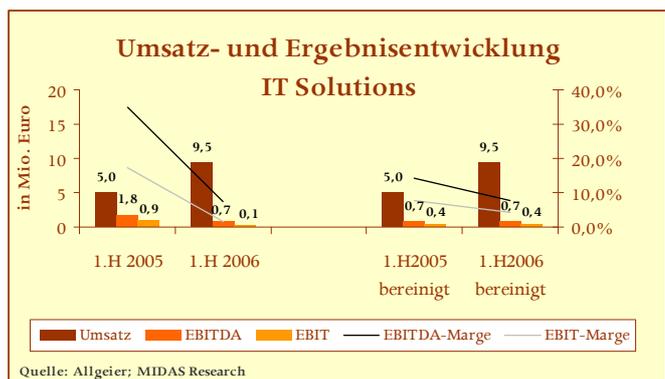
Die Halbjahreszahlen 2006 zeigen bereits ein eindrucksvolles Bild, wohin die Reise geht. Der Umsatz konnte im Konzern um 133 % auf EUR 57,8 (24,8) Mio. gesteigert werden. Das EBITDA lag im Konzern bei EUR 3,8 (3,2) Mio. und das EBIT bei EUR 1,8 (1,7) Mio. Zu beachten ist jedoch, dass das 1. Halbjahr 2005 durch die Erstkonsolidierung von Tochtergesellschaften mit einigen Sondererträgen und Sonderaufwendungen aus der Kaufpreisallokation beeinflusst war. Bereinigt man das Ergebnis um diese Sondereffekte, wird ein realistischeres Bild über die Entwicklung und insbesondere über das operative Geschäft im Allgeier-Konzern gezeichnet. Das EBITDA konnte somit um 74 % auf EUR 3,8 Mio. (von bereinigt EUR 2,2 Mio. in 2005) Mio. klettern. Das EBIT verbesserte sich sogar um 128 % auf EUR 3,2 Mio. (von bereinigt EUR 1,4 Mio. in 2005).



## Die Geschäftsbereiche IT Solutions und IT Services

### - IT Solutions

Im 1. Halbjahr 2006 entfiel auf den Geschäftsbereich IT Solutions ein Umsatz von EUR 9,5 (5,0) Mio. Das EBITDA ging auf EUR 0,70 (1,75) Mio. zurück, was an den positiven Sondereffekten im 1. Halbjahr 2005 lag. Bereinigt lag das EBITDA mit EUR 0,70 (0,70) Mio. auf Vorjahresniveau. Das EBIT erreichte im 1. Halbjahr 2006 EUR 0,15 (0,70) Mio. Auf bereinigter Basis konnte das EBIT mit EUR 0,40 (0,38) Mio. geringfügig gesteigert werden. Die Altgesellschaften konnten ihren Umsatz gegenüber dem 1. Halbjahr 2005 um 5,5 % auf EUR 3,8 Mio. steigern. Auf die im Mai 2005 aus der Insolvenz erworbenen Gesellschaften ERP und T&P (jetzt BOG Solutions) entfiel ein Umsatzbeitrag von EUR 5,7 Mio. Mit EUR 0,2 Mio. trugen sie zum bereinigten EBITDA im 1. Halbjahr 2006 bei. Das Augenmerk von

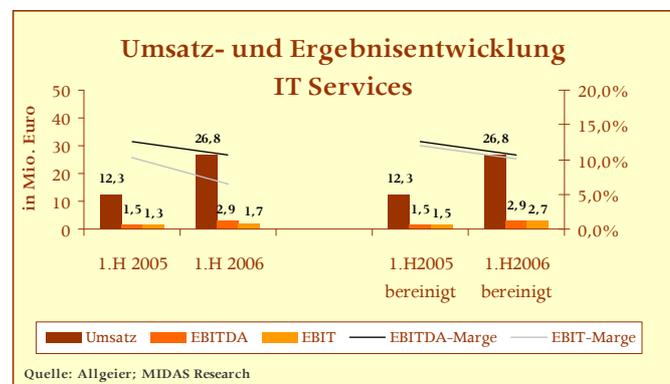


# AKTIENFLASH

Allgeier dürfte in diesem Segment weiter auf der Margenverbesserung liegen. Da die Gesellschaften der BOG nun aus der Insolvenz sind und ihr erstes Halbjahr erfolgreich abgeschlossen haben, sollte sich die positive Entwicklung auch im zweiten Halbjahr fortsetzen. Um bis an die Profitabilität der Altgesellschaften aufzuschließen, ergibt sich noch weiteres Potenzial.

## - IT Services

Der Bereich IT Services konnte im 1. Halbjahr 2006 den Umsatz auf EUR 26,8 (12,3) Mio. steigern. Der größte Teil ging dabei auf Akquisitionen zurück. Aber auch das organische Wachstum fiel mit einer Steigerung von annähernd 10 % auf EUR 13,5 (12,3) Mio. erfreulich aus. Das bereinigte EBITDA konnte um 85 % auf EUR 2,9 (1,5) Mio. gesteigert werden, das EBIT legte im gleichen Rahmen auf EUR 2,7 (1,5) Mio. zu. Die Margen reduzierten sich beim EBITDA auf 10,7 % (12,6 %) und beim EBIT auf 10,1 % (11,9 %). Der Rückgang in den Margen ist auf stichtagsbezogene Aufwendungen bei den in 2006 neu erworbenen Gesellschaften zurückzuführen und sollte sich somit in der zweiten Jahreshälfte wieder verbessern.



Während der Geschäftsbereich IT Solutions weiter organisch wächst, wurde der Bereich IT Services neben dem ohnehin guten organischen Wachstum durch Akquisitionen weiter gestärkt. Mit der *U.N.P. - Software GmbH* wurde ein Unternehmen übernommen, das seit 1991 in der IT-Beratung tätig ist. Die Gesellschaft wird seit 1. März 2006 konsolidiert. Mit rund 70 Mitarbeitern und externen Beratern erwirtschaftete das besonders in der Finanzbranche starke Unternehmen in 2005 einen Umsatz von EUR 7,0 Mio. und einen Jahresüberschuss von EUR 0,36 Mio. Der Gründer und geschäftsführende Gesellschafter bleibt nach Allgeier-Manier auch weiterhin Geschäftsführer des Unternehmens. Mit der *mgm Technology partners GmbH* wurde in März ein weiteres IT-Service-Unternehmen akquiriert. Das 1994 gegründete Unternehmen erwirtschaftete 2005 mit seinen Tochterunternehmen einen Umsatz von EUR 14,5 Mio. und einen Jahresüberschuss von EUR 1,2 Mio. Die mgm-Gruppe beschäftigt rund 150 IT-Experten. Die Geschäftsführung bleibt, wie bei der U.N.P., ebenfalls bei der mgm-Gruppe erhalten. Ende August fand die bereits im April dieses Jahres angekündigte Akquisition der *Goetzfried AG* ihren Abschluss. Das 1987 gegründete und seit 2000 als Aktiengesellschaft geführte Unternehmen passt hervorragend in den strategischen Unternehmensverbund der Allgeier Group. Goetzfried ist auf den zeitlich begrenzten Einsatz von IT-Experten und Ingenieuren in Drittunternehmen spezialisiert. Damit stellt das Unternehmen ein Bindeglied zwischen den IT-Service- und den Personal-Service-Unternehmen im Allgeier-Konzern dar. Mit über 400 Beschäftigten konnte die Goetzfried AG in ihrem abgelaufenen Geschäftsjahr 2005/06 (30.06.) einen Umsatzzanstieg von über 40 % auf knapp EUR 29 Mio. erzielen. Alle Geschäftsbereiche des Unternehmens arbeiten profitabel. Die Unternehmensführung der Goetzfried AG bleibt auch unter dem Mantel der Allgeier Holding unter eigenem Namen weiter erhalten. Der Unternehmensgründer Thomas Götzfried tauscht 10 % der Goetzfried-Aktien in Aktien der Allgeier Holding.

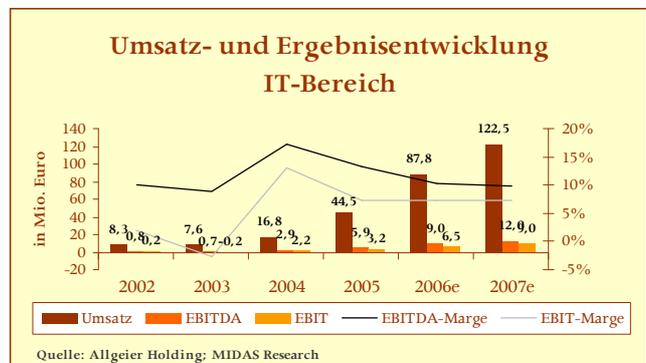
# AKTIENFLASH

Ende September wurde eine weitere kleine Übernahme gemeldet. Die zum Konzern gehörende Softcon übernimmt den rumänischen IT-Dienstleister SoftXL komplett mit seinen 17 IT-Experten und baut dadurch das Dienstleistungsgeschäft in Osteuropa weiter aus.

Leistungsspektrum der IT Services Unternehmen der Allgeier Holding								
	IT Solutions Benelux	BOG	GFU	ICC	Softcon	U.N.P	mgm	Goetzfried
IT-Beratung	√	√	√	√	√	√	√	
Infrastruktur Service	√	√	√	√	√	√		
Application Service	√	√	√	√	√	√		
Outtasking/Outsourcing			√		√		√	
Lösungsentwicklung	√	√			√		√	
Expert Leasing			√	√		√		√

Quelle: Allgeier Holding; MIDAS Research

Mit dem Ausbau des IT-Service-Bereichs konzentriert sich die Allgeier Holding auf ein Marktsegment, das jährlich um etwa 4,5 bis 5,0 % wächst (BITCOM; IFO-Institut). Zudem bietet der stark fragmentierte Markt ein hervorragendes Potenzial für die weitere Akquisitionsstrategie des Allgeier-Konzerns. Mittlerweile sind über 900 IT-Experten für Allgeier im IT-Service-Bereich tätig. Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung spricht für die erfolgreiche Umsetzung der Konzernstrategie. Die Wachstumsraten, mit denen der Konzern seit dem letzten Jahr aufwarten konnte, sind beeindruckend. Wir gehen von einer anhaltend positiven Entwicklung in diesem Bereich aus.



Dass die Allgeier Holding das prognostizierte Marktwachstum erreicht und sogar deutlich übertrifft, zeigt sich in der folgenden Tabelle, bei der das Umsatzwachstum so abgebildet ist, als ob die akquirierten Unternehmen bereits seit 2003 zum Konzern gehören würden.

Organisches Wachstum im Geschäftsbereich IT Services					
	2003	2004	2005	2006e	2007e
Umsatz wie konsolidiert	7,4 Mio. €	16,9 Mio. €	44,0 Mio. €	85,0 Mio. €	110,0 Mio. €
Umsatzwachstum intern**		15%	18%	18%	8%
EBIT*	-0,2 Mio. €	2,2 Mio. €	3,2 Mio. €	5,5 Mio. €	8,0 Mio. €
EBIT Rendite intern**	8,2%	9,7%	8,8%	9,0%	9,6%

\* Nach Geschäftsbereichen vor Holdingkosten und Konsolidierung 2006e und 2007e. Laut Guidance der Allgeier Holding, vgl. Ad-hoc 12. Juli 2006

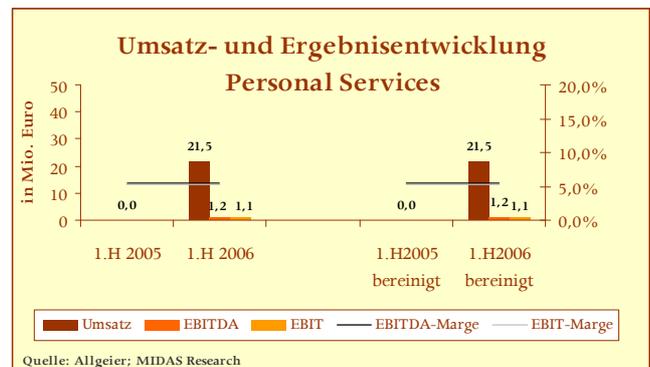
\*\* bestehender Geschäftsbereich als ob seit 2003 eine Gruppe. D.h. vor Konsolidierung ab Erwerbszeitpunkt

Quelle: Allgeier Holding; MIDAS Research

## Geschäftsbereich Personaldienstleistungen

Der für die Allgeier Holding noch recht junge Bereich Personal Services hat sich innerhalb kürzester Zeit zu einem weiteren kräftigen Standbein des Konzerns entwickelt. Mit jährlichen Wachstumsraten von 6,5 bis 7 % (BZA, Bundesagentur für Arbeit, Lünendonk-Studie) bietet der Markt hervorragende Expansionschancen. Zudem ist der Markt, ebenso wie der IT-Service-Markt, durch eine starke Fragmentierung gekennzeichnet, was der Allgeier Group weitere Akquisitionsmöglichkeiten bietet. Den Einstieg in den Personal-Service-Bereich hat der Allgeier-Konzern mit der Übernahme der MR-Wirtschaftsberatung und der Interim-Plan in 2005 vollzogen. Diese wurden in 2005 nur zeitanteilig mit vier Monaten konsolidiert, sodass der komplette Umsatz- und Ergebnisbeitrag der Gesellschaften erst im laufenden Geschäftsjahr anfällt.

Im 1. Halbjahr 2006 konnte von den Unternehmen ein Umsatz von EUR 21,5 Mio. erzielt werden. Das EBITDA erreichte EUR 1,2 Mio. und das EBIT EUR 1,1 Mio. Die EBITDA-Marge fällt mit derzeit 5,5 % und die EBIT-Marge mit 5,2 % im 1. Halbjahr meist schwächer aus. Bedingt durch die Saisonalität des Geschäfts fällt der größte Teil der Umsätze in die zweite Jahreshälfte. So haben die MR- und IP-Gruppe im 1. Halbjahr 2005 42 % der Jahresumsätze erzielt. Der größte Teil von rund 58 % der Umsätze fiel bei konstanten Fixkosten auf die zweite Jahreshälfte. Mit entsprechenden Skaleneffekten, die das Ergebnis in der zweiten Jahreshälfte 2006 positiv beeinflussen sollten, ist zu rechnen.

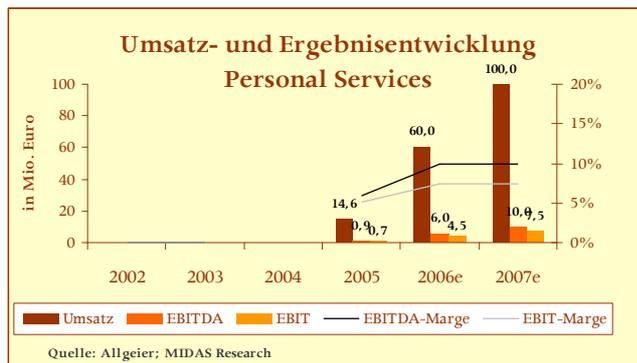


Die jüngsten Akquisitionen im August 2006 haben den Personal-Service-Bereich weiter deutlich gestärkt. Mit der Esterbauer & Windisch Personalservice GmbH hat die Allgeier Gruppe ein Unternehmen übernommen, das mit über 1.000 Mitarbeitern im Bereich Personal Services, Personalvermittlung und Beratungsleistungen im Segment Zeitarbeit tätig ist. In 2005 konnte das Unternehmen einen Umsatz von EUR 22 Mio. erwirtschaften. Mit der Tiempo Personal Leasing GmbH konnte die Allgeier Group im August gleich die zweite Akquisition im Personal-Service-Sektor vermelden. Die Tiempo Personal Leasing GmbH ist mit über 700 Mitarbeitern in den Bereichen Personalserviceleistungen und Zeitarbeit tätig und konnte in 2005 einen Umsatz von EUR 11,4 Mio. erzielen. Durch die lediglich zeitanteilige Konsolidierung der Unternehmen in 2006 ist das Wachstum dieses Bereichs erst mit den 2007er Zahlen voll ersichtlich, wenn die Beiträge

# AKTIENFLASH

der Unternehmen über einen Zwölfmonatszeitraum zum Tragen kommen. Für 2006 ist mit entsprechenden zeitanteiligen Umsatzbeiträgen zu rechnen, während die Ergebnisbeiträge, durch die nun konsequente Anwendung der Erstkonsolidierung nach der Purchase Price Allocation laut IFRS, lediglich marginal sein werden.

Die erfolgreiche Entwicklung dieses Geschäftsbereichs lässt sich an den folgenden Schaubildern eindrucksvoll ablesen. Der Personal-Service-Bereich ist mittlerweile ein gleichwertiges Standbein des Allgeier-Konzerns geworden.



Dass die Allgeier Gruppe im Bereich Personal Services nicht nur durch Akquisitionen wächst, sondern die erworbenen Unternehmen auch organisch deutlich wachsen, zeigt sich wiederum in der folgenden Tabelle.

Organisches Wachstum im Geschäftsbereich Personal Services					
	2003	2004	2005	2006e	2007e
Umsatz wie konsolidiert			14,6 Mio. €	55,0 Mio. €	100,0 Mio. €
Umsatzwachstum intern**		10%	21%	38%	15%
EBIT*			0,7 Mio. €	5,5 Mio. €	8,0 Mio. €
EBIT Rendite intern**	4,9%	6,0%	6,2%	8,8%	8,6%

\* Nach Geschäftsbereichen vor Holdingkosten und Konsolidierung 2006e und 2007e. Laut Guidance der Allgeier Holding, vgl. Ad-hoc 12. Juli 2006

\*\* bestehender Geschäftsbereich als ob seit 2003 eine Gruppe. D.h. vor Konsolidierung ab Erwerbszeitpunkt

Quelle: Allgeier Holding; MIDAS Research

Mit prognostizierten organischen Wachstumsraten von 38 % stehen die Unternehmen der Allgeier Gruppe dem derzeit boomenden Markt der Zeitarbeit in nichts nach. Vielmehr dürften sie sich mit diesen Wachstumsraten in der Spitzengruppe bewegen, da allgemein mit einem Marktwachstum von 6,5 bis 7,0 % gerechnet wird.

Zum organischen Wachstum gesellt sich auch ein positives nachhaltiges EBIT-Wachstum. Dies belegen wieder die internen Wachstumsraten, die im IT-Bereich bei durchschnittlich 20 % p.a. und im Personal-Service-Bereich bei 42 % p.a. gelegen hätten, wenn die akquirierten Unternehmen bereits seit 2003 zum Konzern gehört hätten.

Nachhaltiges EBIT-Wachstum						
Interne Wachstumsrate**	2003	2004	2005	2006e	2007e	Durchschnitt
IT		36%	6%	21%	15%	20%
Personal Services		34%	24%	97%	12%	42%
<b>Gesamt</b>		<b>36%</b>	<b>12%</b>	<b>46%</b>	<b>14%</b>	<b>27%</b>
* Nach Geschäftsbereichen vor Holdingkosten und Konsolidierung 2006e und 2007e. Laut Guidance der Allgeier Holding, vgl. Ad-hoc 12. Juli 2006						
** bestehender Geschäftsbereich als ob seit 2003 eine Gruppe. D.h. vor Konsolidierung ab Erwerbszeitpunkt						

Quelle: Allgeier Holding; MIDAS Research

## Bewertung

Der Stellenwert, den der Bereich Personal Services mittlerweile bei der Allgeier Holding annimmt, scheint nach wie vor an der Börse noch verkannt zu werden. Dies zeigt die signifikante Unterbewertung gegenüber anderen Personaldienstleistungsunternehmen. Das von der Größe beste Vergleichsunternehmen aus dem Sektor ist die Amadeus-FiRe-Gruppe. Nach einem guten ersten Halbjahr erwartet das Unternehmen nach der Prognoseanhebung für das Gesamtjahr 2006 einen Umsatz von EUR 63 Mio. und ein EBITA von rund 10 %. Die Amadeus FiRe wird derzeit an der Börse bei einem Kurs von EUR 10,64 (11.10.2006) mit einer Marktkapitalisierung von EUR 55,3 Mio. bewertet. Durch die jüngsten Akquisitionen der Allgeier Holding im Bereich Personal Services dürfte der Umsatz in diesem Geschäftsbereich im nächsten Geschäftsjahr bei EUR 100 Mio. liegen. Von der reinen Umsatzgröße wäre Amadeus im nächsten Jahr bereits deutlich überflügelt. Momentan arbeitet die Amadeus-Gruppe noch etwas profitabler. Die Zielmargen von Allgeier stellen aber auf ein ähnliches Niveau ab. Die Unterbewertung von Allgeier zeigt sich klar. Derzeit wird das Unternehmen bei einem Kurs von EUR 10,00 (11.10.2006) mit einer Marktkapitalisierung von EUR 45,4 Mio. bewertet. D.h. der Unternehmenswert von Allgeier liegt gut 18% unter dem von Amadeus. Allein der Bereich Personal Services würde eine deutliche Kurserhöhung rechtfertigen, bis man das Bewertungsniveau von Amadeus erreicht hätte. Die profitabel arbeitenden Bereiche IT Solutions und IT Services, die noch etwas mehr als die zweite Hälfte des Konzerns ausmachen, wurden dabei noch gar nicht berücksichtigt. Um diese signifikante Unterbewertung darzulegen, haben wir für die Geschäftsbereiche Personal Services und IT Services (IT Services und IT Solutions zusammengefasst) jeweils eine separate Peer-Group gebildet und dann auf Stand-alone-Basis bewertet. Als Zahlenbasis für die Geschäftsbereiche dienen unsere aktuellen Schätzungen, wie sie auch in der Allgeier-Segmentberichterstattung ausgewiesen werden. In den Schätzungen sind die Holdingkosten noch nicht enthalten. Sie werden in einem weiteren Bewertungsschritt als Abschlag berücksichtigt.

### *Geschäftsbereich IT Services*

Für die Geschäftsbereiche IT Solutions und IT Services haben wir Unternehmen zum Vergleich herangezogen, die im IT-Service-Bereich tätig sind und wesentliche Umsätze mit Outsourcing-Dienstleistungen erzielen.

# AKTIENFLASH

Allgeier Peer-Group IT-Dienstleister	Kurs 09.10.2006	Aktien- anzahl Mio.	Marktkapi- talisierung Mio.	Umsatz 2006e Mio.	Umsatz 2007e Mio.	EBITDA 2006e Mio.	EBITDA 2007e Mio.	EBIT 2006e Mio.	EBIT 2007e Mio.
AC SERVICE AG	5,52 €	5,17	28,55 Mio. €	66,98	73,99	9,81	12,28	2,83	3,41
GFT TECHNOLOGIES AG	2,31 €	26,33	60,81 Mio. €	170,47	190,21	7,21	10,36	5,78	8,59
BRAIN FORCE HOLDING AG	2,90 €	15,39	44,62 Mio. €	94,38	113,47	9,07	11,37	4,77	6,60
HAYS PLC (GJ. 30.06.)	149,75 GBp	1460,00	2186,35 Mio. GBP	2056,98	2273,69	220,71	243,68	213,33	236,93
<b>Allgeier Geschäftsbereich IT</b>		<b>4,54</b>		<b>87,80</b>	<b>122,50</b>	<b>9,30</b>	<b>12,00</b>	<b>6,45</b>	<b>9,00</b>

Quelle: Bloomberg, MIDAS Research

Peer Group Ratios	Marktkap./ Umsatz 2006e	Marktkap./ Umsatz 2007e	Marktkap./ EBITDA 2006e	Marktkap./ EBITDA 2007e	Marktkap./ EBIT 2006e	Marktkap./ EBIT 2007e
AC SERVICE AG	0,43	0,39	2,91	2,33	10,09	8,37
GFT TECHNOLOGIES AG	0,36	0,32	8,43	5,87	10,52	7,08
BRAIN FORCE HOLDING AG	0,47	0,39	4,92	3,92	9,35	6,76
HAYS PLC (GJ. 30.06.)	1,06	0,96	9,91	8,97	10,25	9,23
<b>Mittelwert</b>	<b>0,58</b>	<b>0,52</b>	<b>6,54</b>	<b>5,27</b>	<b>10,05</b>	<b>7,86</b>
<b>Median</b>	<b>0,45</b>	<b>0,39</b>	<b>6,68</b>	<b>4,90</b>	<b>10,17</b>	<b>7,73</b>

### Allgeier Holding: Marktwert Geschäftsbereich IT in €

<i>Mittelwert</i>	50,90 Mio.	63,10 Mio.	60,84 Mio.	63,28 Mio.	64,83 Mio.	70,76 Mio.
<i>Median</i>	39,47 Mio.	47,72 Mio.	62,08 Mio.	58,77 Mio.	65,59 Mio.	69,56 Mio.

### Allgeier Holding: Marktwert Geschäftsbereich IT je Aktie

<i>Mittelwert</i>	11,22 €	13,91 €	13,41 €	13,95 €	14,29 €	15,60 €
<i>Median</i>	8,70 €	10,52 €	13,69 €	12,96 €	14,46 €	15,33 €

Quelle: Bloomberg, MIDAS Research

Bereits hier zeigt sich die deutliche Unterbewertung der Allgeier Holding. Um einen fairen Wertansatz zu finden, bieten sich lediglich die 2007er Zahlen an, da die im laufenden Jahr getätigten Akquisitionen erst im kommenden Jahr voll zum Tragen kommen. Allein der Wert des IT-Geschäftsbereichs übersteigt auf Basis dieser Zahlen bereits den Börsenwert der gesamten Gruppe.

### Geschäftsbereich Personal Services

Der Bereich Personal Services konnte in diesem Jahr durch Akquisitionen weiter gestärkt werden. Vor diesem Hintergrund bieten sich zur realistischen Bewertung der Geschäftseinheit wieder die 2007er Zahlen an, da die erworbenen Unternehmen über das gesamte Jahr zum Umsatz und Ergebnis beitragen.

# AKTIENFLASH

Allgeier Peer-Group Personal Services	Kurs 08.10.2006	Aktien- anzahl Mio.	Marktkapi- talisierung Mio.	Umsatz 2006e Mio.	Umsatz 2007e Mio.	EBITDA 2006e Mio.	EBITDA 2007e Mio.	EBIT 2006e Mio.	EBIT 2007e Mio.
MANPOWER INC	61,97 USD	87,37	5414,44	17567,44	18971,69	625,02	709,13	541,85	626,30
ALLBECON AG	4,80 €	8,15	39,12	240,45	321,73	6,82	13,83	n.a.	n.a.
RANDSTAD HOLDING NV	45,92 €	116,00	5326,72	8158,90	9260,33	459,52	560,39	405,16	498,76
DIS DEUTSCHER INDUSTRIE SVC	78,50 €	12,30	965,55	361,87	385,41	49,76	52,99	42,73	45,26
AMADEUS FIRE AG	10,43 €	5,30	55,23	63,68	70,00	7,15	7,91	5,94	7,18
<b>Allgeier Personal Services</b>		<b>4,54</b>		<b>60,00</b>	<b>100,00</b>	<b>6,00</b>	<b>10,00</b>	<b>4,50</b>	<b>7,50</b>

Quelle: Bloomberg, MIDAS Research

Peer Group Ratios	Marktkap./ Umsatz 2006e	Marktkap./ Umsatz 2007e	Marktkap./ EBITDA 2006e	Marktkap./ EBITDA 2007e	Marktkap./ EBIT 2006e	Marktkap./ EBIT 2007e
MANPOWER INC	0,31	0,29	8,66	7,64	9,99	8,65
ALLBECON AG	0,16	0,12	5,74	2,83	n.a.	n.a.
RANDSTAD HOLDING NV	0,65	0,58	11,59	9,51	13,15	10,68
DIS DEUTSCHER INDUSTRIE SVC	2,67	2,51	19,40	18,22	22,60	21,33
AMADEUS FIRE AG	0,87	0,79	7,73	6,98	9,30	7,69
<b>Mittelwert</b>	<b>0,93</b>	<b>0,86</b>	<b>10,62</b>	<b>9,03</b>	<b>13,76</b>	<b>12,09</b>
<b>Median</b>	<b>0,65</b>	<b>0,58</b>	<b>8,66</b>	<b>7,64</b>	<b>11,57</b>	<b>9,66</b>

Allgeier Holding: Marktwert Geschäftsbereich Personal Services in €						
Mittelwert	55,91 Mio.	85,53 Mio.	63,75 Mio.	90,35 Mio.	61,91 Mio.	90,66 Mio.
Median	39,17 Mio.	57,52 Mio.	51,98 Mio.	76,35 Mio.	52,06 Mio.	72,47 Mio.
Allgeier Holding: Marktwert Geschäftsbereich Personal Services je Aktie						
Mittelwert	12,33 €	18,86 €	14,05 €	19,92 €	13,65 €	19,99 €
Median	8,64 €	12,68 €	11,46 €	16,83 €	11,48 €	15,98 €

Quelle: Bloomberg, MIDAS Research

Die Unterbewertung des Allgeier-Konzerns zeigt sich ebenfalls in der Bewertung des Personal-Services-Bereichs. Auch hier übersteigt der Geschäftsbereich in der Peer-Group-Bewertung bereits die Marktkapitalisierung des gesamten Konzerns.

# AKTIENFLASH

Allgeier Zielbewertung Marktwert (Mittelwert)	Marktkap./ Umsatz 2006e	Marktkap./ Umsatz 2007e	Marktkap./ EBITDA 2006e	Marktkap./ EBITDA 2007e	Marktkap./ EBIT 2006e	Marktkap./ EBIT 2007e
<i>Geschäftsbereich IT Services</i>	50,90 Mio.	63,10 Mio.	60,84 Mio.	63,28 Mio.	64,83 Mio.	70,76 Mio.
<i>Geschäftsbereich Personal Services</i>	55,91 Mio.	85,53 Mio.	63,75 Mio.	90,35 Mio.	61,91 Mio.	90,66 Mio.
<b>SUMME</b>	106,81 Mio.	148,63 Mio.	124,59 Mio.	153,62 Mio.	126,74 Mio.	161,42 Mio.
<i>je Aktie</i>	23,55 €	32,77 €	27,47 €	33,87 €	27,94 €	35,59 €
<b>mit Abschlag 30% Summe</b>	74,77 Mio.	104,04 Mio.	87,21 Mio.	107,54 Mio.	88,72 Mio.	112,99 Mio.
<b>mit Abschlag 30% je Aktie</b>	16,48 €	22,94 €	19,23 €	23,71 €	19,56 €	24,91 €

Allgeier Zielbewertung Marktwert (Median)	Marktkap./ Umsatz 2006e	Marktkap./ Umsatz 2007e	Marktkap./ EBITDA 2006e	Marktkap./ EBITDA 2007e	Marktkap./ EBIT 2006e	Marktkap./ EBIT 2007e
<i>Geschäftsbereich IT Services</i>	39,47 Mio.	47,72 Mio.	62,08 Mio.	58,77 Mio.	65,59 Mio.	69,56 Mio.
<i>Geschäftsbereich Personal Services</i>	39,17 Mio.	57,52 Mio.	51,98 Mio.	76,35 Mio.	52,06 Mio.	72,47 Mio.
<b>SUMME</b>	78,64 Mio.	105,25 Mio.	114,06 Mio.	135,13 Mio.	117,66 Mio.	142,02 Mio.
<i>je Aktie</i>	17,34 €	23,20 €	25,15 €	29,79 €	25,94 €	31,31 €
<b>mit Abschlag 30% Summe</b>	55,05 Mio.	73,67 Mio.	79,84 Mio.	94,59 Mio.	82,36 Mio.	99,42 Mio.
<b>mit Abschlag 30% je Aktie</b>	12,14 €	16,24 €	17,60 €	20,85 €	18,16 €	21,92 €

Um die beiden Geschäftsbereiche IT und Personal Services von der Stand-alone-Bewertung in eine Konzernbetrachtung unter Berücksichtigung der Holdingkosten zu überführen, haben wir analog zu unserer Studie vom November 2005 jeweils einen 30%igen Abschlag auf die jeweiligen Teilbereiche vorgenommen. Die operativen Ergebnisse der Teilbereiche sollen durch diese Vorgehensweise mit den Verwaltungskosten der Holding belastet werden. Dies haben wir bewusst mit einem zusätzlichen Puffer angenommen, um auf eine konservative Bewertung zu kommen. Aber selbst nach diesem Abschlag weisen besonders die Ertragszahlen auf Basis der 2007er Schätzungen meist einen deutlichen Wert über der EUR-20-Schwelle je Aktie aus.

## DCF-Modell

Nach unserem aktuellen DCF-Modell hat die Allgeier Holding durch die Akquisitionen – aber auch durch das überzeugende operative Wachstum – einen weiteren deutlichen Wertzuwachs erfahren. Die Allgeier Holding wurde von uns, wie auch in den früheren Studien zum Unternehmen, mittels eines dreistufigen DCF-Modells nach der Entity-Methode bewertet. Die drei Stufen stellen sich hierbei wie folgt dar:

In der 1. Phase mit den Geschäftsjahren 2006 und 2007 greifen wir auf unsere jüngsten Detailschätzungen zurück. In der 2. Phase, die sich über die Geschäftsjahre 2008 bis 2015 erstreckt, operieren wir mit aus unserer Sicht realistischen Wachstumsraten und erreichbaren Margen. Die Schätzungen für den Free-Cash-Flow erreichen jedoch nicht mehr den Genauigkeitsgrad des ersten Schritts. In der 3. Phase haben wir ein Wachstum von 1 % für die unendliche Periode angenommen. Ansonsten gelten die in der Tabelle angegebenen Parameter. Zu beachten ist noch, dass in unserem DCF-Modell keine weiteren Akquisitionen berücksichtigt wurden, obwohl dies auch weiterhin zur Wachstumsstrategie der Allgeier Holding gehört. Das angenommene organische Wachstum reicht aber völlig aus, um die klare Unterbewertung der Allgeier-Aktie nach unserem DCF-Modell aufzuzeigen.

Entity-DCF-Modell: Allgeier Holding AG

in Mio. Euro	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	147,80	222,50	233,18	244,37	255,61	266,86	278,34	290,03	301,05	310,68
<i>Umsatzwachstum</i>	105,3%	50,5%	4,8%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	3,8%	3,2%
<b>EBIT</b>	9,38	14,50	18,19	19,06	19,94	20,82	21,71	22,62	23,48	24,23
<i>EBIT-Marge</i>	6,3%	6,5%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
- Ertragssteuern	-2,94	-4,79	-4,55	-4,77	-4,98	-5,20	-5,43	-5,66	-5,87	-6,06
+ Abschreibungen	3,92	5,50	5,83	6,11	6,39	6,67	6,96	7,25	7,53	7,77
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Operativer Brutto Cash Flow</b>	10,36	15,21	19,47	20,41	21,34	22,28	23,24	24,22	25,14	25,94
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-4,60	-3,95	-0,64	-0,67	-0,67	-0,67	-0,69	-0,70	-0,66	-0,58
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-4,00	-6,00	-6,00	-6,50	-7,00	-7,00	-7,50	-7,50	-8,00	-8,00
<b>Free Cash Flow</b>	1,76	5,26	12,83	13,23	13,67	14,61	15,05	16,02	16,48	17,36
<b>Barwerte</b>	1,72	4,66	10,31	9,64	9,02	8,74	8,17	7,88	7,34	7,02
Summe Barwerte	74,50									
<b>Terminalwert</b>	76,03	in % vom Gesamtwert : 51%								
Wert des operativen Geschäfts in Mio. EUR	150,52			Anzahl der Aktien in Mio. Stück			4,535750			
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. EUR	6,32									
- Fremdkapital in Mio. EUR	-56,43									
<b>Marktwert Eigenkapital in Mio. EUR</b>	100,42			<b>Kurs in EUR</b>			22,14 €			

Modell-Parameter

langfristige Bilanzstruktur:		risikofreie Rendite :	4,00%	Risikoprämie Eigenkapital:	8,00%
Eigenkapital	60%	Wachstumsrate FCF :	1,00%	Zins Eigenkapital	15,20%
Fremdkapital	40%	Beta :	1,40	Risikoprämie Fremdkapital:	1,00%
Erstellungsdatum: 09.10.2006		Tax-Shield:	40,00%	Zins Fremdkapital	3,00%
		WACC:	10,32%		

Quelle: Allgeier Holding; MIDAS Research

Auf Basis der jüngsten Umsatz- und Ergebnisprognosezahlen hat die Allgeier-Gruppe deutlich an Wert gewonnen. Dies schlägt sich klar in dem über das DCF-Modell ermittelten Unternehmenswert nieder. Hieraus leitet sich ein Kursziel jenseits der EUR 20,00 je Aktie ab, nachdem unser bisheriges Kursziel bei EUR 16,00 lag. Aber auch unser bisheriges Kursziel wurde vom Markt noch lange nicht erreicht. Nichtsdestotrotz hat sich das Potenzial, das in der Aktie schlummert, weiter erhöht. Dies zu erkennen, wenn es alle sehen, ist jedoch zu spät. Daher wollen wir exemplarisch noch auf einige Aktivitäten hinweisen, die im Personalservicesektor stattgefunden haben und die noch Spiel jenseits von Marktbewertungen aufzeigen.

## Die Attraktivität des Personalservice-Bereichs steigt weiter

Mit dem Aufbau des Personalservice-Bereichs hat das Führungsteam der Allgeier Holding einmal mehr gezeigt, dass man frühzeitig die Zeichen der Zeit erkannt hat. Mittlerweile hat sich die Personalvermittlung zu einer deutlichen Wachstumsbranche entwickelt, in deren Aufschwungphase auch zunehmend Private-Equity-Unternehmen mitmischen wollen. Bereits in der ersten Jahreshälfte haben drei große Übernahmen auf dem deutschen Zeitarbeitsmarkt stattgefunden, die die Konsolidierung weiter vorantreiben. Bereits Anfang des Jahres hatte die Schweizer Adecco-Gruppe für EUR 666 Mio. die Nummer fünf auf dem deutschen Markt, die *Deutsche Industrieservice (DIS)*, übernommen. Dazu wurde rund der 1,75-fache Umsatz bzw.

## AKTIENFLASH

das 15-fache EBIT von 2006 für die DIS bezahlt. Wenig später gab die niederländische Randstad die Übernahme der Bremer *Bindan*-Gruppe bekannt, die auf Ingenieur-Dienstleistungen spezialisiert ist. Bei der *Tuja Holding* kam mit der Barclay Private Equity ein Finanzinvestor zum Zuge, der voraussichtlich aufgrund der guten Wachstumsperspektiven einige Jahre vom Unternehmen profitieren wird, um es dann mit Gewinn wieder zu verkaufen. Die 1992 gegründete Tuja Holding wurde aufgrund einer Führungskrise vor zweieinhalb Jahren von der Beteiligungsfirma Odenwald sowie den Vorständen Jackwerth und Bäumer übernommen. In 2005 konnte das Unternehmen nach einer Umstrukturierung bereits ein Umsatzwachstum um 35 % auf EUR 260 Mio. verbuchen. Für 2006 wird mit den europaweit knapp 11.000 Mitarbeitern ein Umsatz von EUR 300 Mio. erwartet. Nach der Restrukturierung hat sich die Beteiligungsfirma Odenwald und das ehemalige Management nun wieder von der Tuja getrennt. Außer der Barclay Private Capital, die letztendlich den Zuschlag für die deutsche Nummer sechs bekam, sollen auch die Investcorp., Apax, und Electra an der Tuja Holding interessiert gewesen sein. Der Finanzinvestor Investcorp. aus Bahrain kam mittlerweile bei der Nürnberger Zeitarbeitsfirma *Time Partner* zum Zug. Der Investor Auctus hatte im August 2004 die Delta Time-Control mit einem Jahresumsatz von EUR 19 Mio. übernommen und acht weitere Zeitarbeitsfirmen hinzugekauft. Diese wurden unter der Dachmarke Time Partner vereint. Nach einem Umsatz von rund EUR 100 Mio. in 2005 soll das Unternehmen in 2006 bereits einen Umsatz von knapp EUR 200 Mio. bei einer zweistelligen EBIT-Marge erreichen. Die Wachstumsraten von Time Partner sollen 2003 bis 2005 bei 30 % gelegen haben. Mit rund 5.000 Zeitarbeitsplätzen ist die Time Partner die Nummer acht auf dem deutschen Markt. Auch in diesem Fall hat sich mit der Investcorp. ein Finanzinvestor den Einstieg in den deutschen Zeitarbeitsmarkt Einiges kosten lassen. Der Akquisitionspreis soll bei rund EUR 250 Mio. gelegen haben, was dem 1,25-fachen 2006er Umsatz entspricht. Investcorp. will die Integration des Unternehmens vorantreiben, die in einigen Städten noch an mehreren Standorten arbeitet. Zudem sind weitere Akquisitionen geplant.

### Fazit

Die Allgeier Holding hat mit ihrer Strategie, sich auf den Markt mit IT-Services und Personal Services zu konzentrieren, einmal mehr gezeigt, dass sie den Finger am Puls der Zeit hat. Diesen Konzernumbau hat man aber an der Börse aus unserer Sicht noch nicht wahrgenommen. Anders lässt sich die deutliche Unterbewertung der Aktie nicht erklären. Besonders der Bereich Personal Services wird am freien Markt bereits höher gehandelt als teilweise an der Börse. Allgeier ist eine Wachstumsstory, an der man langfristig partizipieren sollte. Wir sind überzeugt, dass sich der Börsenwert von Allgeier mittelfristig dem Unternehmenswert anpassen wird. Wir erhöhen unser Kursziel für die Allgeier Holding auf EUR 20,00 je Aktie, obwohl unser altes Kursziel von EUR 16,00 noch lange nicht erreicht ist. Die jüngsten Akquisitionen und das gesunde organische Wachstum haben jedoch zu einer deutlichen Unternehmenswerterhöhung geführt, die wir in unserem Kursziel widerspiegeln wollen. Unser Votum Kaufen halten wir uneingeschränkt aufrecht.

Anhang

Allgeier Holding GuV		2005		2006e		2007e		nach Anpassung			
		Tsd. €		Tsd. €		Tsd. €		1. HJ 05		1. HJ 06	
		Tsd. €		Tsd. €		Tsd. €		Tsd. €		Tsd. €	
1.	Umsatzerlöse	72.011,3	81,8%	147.800,0	105,2%	222.500,0	50,5%	24.785,7	32,3%	57.782,0	133,1%
2.	Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	-676,7	255,8%	200,0	-129,6%	500,0	150,0%	-189,4	-124,9%	112,0	-159,1%
3.	andere aktivierte Eigenleistungen	609,3	-14,6%	0,0	-100,0%	800,0	#DIV/0!	293,0	-27,1%	0,0	-100,0%
4.	sonstige betriebliche Erträge	2.276,5	112,1%	1.100,0	-51,7%	2.000,0	81,8%	1.685,0	187,6%	397,0	-76,4%
5.	Materialaufwand	31.835,9	72,0%	49.000,0	53,9%	66.000,0	34,7%	13.462,0	53,6%	19.624,0	45,8%
	Materialaufwandsquote	44,2%		33,2%		29,7%		54,3%		34,0%	
6.	Personalaufwand	27.766,5	114,8%	73.500,0	164,7%	110.800,0	50,7%	6.407,0	-2,8%	29.304,0	357,4%
	Personalaufwandsquote	38,6%		49,7%		49,8%		25,8%		50,7%	
7.	sonstige betriebliche Aufwendungen	7.938,3	17,5%	13.300,0	67,5%	29.000,0	118,0%	3.458,0	11,2%	5.586,0	61,5%
8.	Betriebliches Ergebnis vor außerordentlichen Kosten und Abschreibungen (EBITDA)	6.679,6	121,3%	13.300,0	99,1%	20.000,0	50,4%	3.247,3	61,5%	3.777,0	16,3%
	EBITDA-Marge	9,3%		9,0%		9,0%		13,1%		6,5%	
9.	Abschreibungen aus betrieblicher Tätigkeit	3.490,4	38,0%	3.900,0	11,7%	5.460,0	40,0%	1.517,0	84,4%	1.935,0	27,6%
		4,8%		2,6%		2,5%					
10.	Abschreibungen auf Firmenwerte	8,0	-99,8%	20,0	150,0%	40,0	100,0%				
11.	Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit	3.181,2	-201,9%	9.380,0	194,9%	14.500,0	54,6%	1.730,3	95,2%	1.842,0	6,5%
	EBIT-Marge	4,4%		6,3%		6,5%		7,0%		3,2%	
12.	Finanzergebnis	-884,1	214,7%	-2.000,0	126,2%	-2.500,0	25,0%	-370,0	440,9%	-991,0	167,8%
13.	Ergebnis vor Steuern	2.297,1	-167,5%	7.380,0	221,3%	12.000,0	62,6%	1.360,3	66,3%	851,0	-37,4%
	EBT-Marge	3,2%		5,0%		5,4%		5,5%		1,5%	
14.	Ertragsteuerergebnis	12,7	-101,5%	-2.944,6	n.a.	-4.788,0	62,6%	169,0	-200,4%	-334,0	-297,6%
	Steuerquote	-0,6%		39,9%		39,9%		-12,4%		39,2%	
15.	Ergebnis vor Minderheitenanteilen	2.309,8	-154,4%	4.435,4	92,0%	7.212,0	62,6%	1.529,3	135,3%	517,0	-66,2%
16.	Minderheitenanteile	363,0	-269,9%	150,0	-58,7%	600,0	300,0%	124,1	-73,9%	75,0	-39,6%
17.	Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	-55,1		0,0		0,0					
18.	Periodenergebnis	1.891,7	-146,9%	4.285,4	126,5%	6.612,0	54,3%	1.405,2	708,5%	442,0	-68,5%
Anzahl der Aktien in Mio.		3,992		4,3		4,5		3,9		4,0	
Ergebnis je Aktie (in €)		0,47		0,99		1,46		0,36		0,11	
EBITDA bereinigt *								2.200,0		3.800,0	
EBITDA-Marge								8,9%		6,6%	
EBIT bereinigt *								1.400,0		3.200,0	
EBIT-Marge								5,6%		5,5%	

Quelle: Allgeier Holding; MIDAS Research

\* Um Abschreibungen und Aufwendungen auf im Rahmen von Erstkonsolidierungen identifizierte Vermögensgegenstände, Schulden und Eventualschulden und den Badwill aus dem Erwerb der Geschäftsbetriebe ERP und T&P der BOG bereinigte Ergebnisse.

# AKTIENFLASH

## Quellen:

Allgeier Holding AG  
Bloomberg  
MIDAS Research GmbH  
[www.cortalconsors.de](http://www.cortalconsors.de)  
[www.maxblue.de](http://www.maxblue.de)  
[www.reuters.de](http://www.reuters.de)

## MIDAS Research Abo

Möchten Sie unsere Analysen auch direkt per E-Mail erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Website [www.midasresearch.de](http://www.midasresearch.de) unter „RESEARCH ABO“.

## Haftungsausschluss / Disclaimer

This report is not suited for any individuals resident in any jurisdiction in which access to such reports is regulated by applicable laws. No investment decision must be based on any aspect of, or statement in, this report. If you are uncertain if this might apply in your case you should not access and consider this report.

Die vorliegende Publikation wurde von der MIDAS Research GmbH erstellt. Sie stellt lediglich eine unverbindliche Einschätzung der Entwicklung an den Kapitalmärkten sowie von börsennotierten Gesellschaften dar und gibt Auskunft über die Zusammensetzung bzw. Veränderung des von der MIDAS Research GmbH zusammengestellten Musterportfolios. Zweck der Publikation ist die Bereitstellung von Informationen zur persönlichen Meinungsbildung. Sie ist keine Anlageberatung oder Aufforderung zum Abschluss bestimmter Börsengeschäfte und kann auch keine Anlageberatung ersetzen. Jeder Leser bleibt aufgefordert, zwecks Erörterung eines möglichen Kaufs oder Verkaufs eines oder mehrerer der nachstehend beschriebenen Wertpapiere vor einer solchen Maßnahme seinen Anlageberater zu konsultieren. Die dieser Publikation zugrunde liegenden Daten und Fakten sind keiner eigenständigen Prüfung im Sinne eines rechtsverbindlichen Due-Diligence-Verfahrens durch die MIDAS Research GmbH unterzogen worden, und die MIDAS Research GmbH übernimmt trotz sorgfältiger Analyse keinerlei Haftung für den Inhalt dieser Publikation. Sofern in der Publikation zukunftsgerichtete Aussagen – insbesondere zur Kursentwicklung von Wertpapieren oder Geschäftsentwicklung von Unternehmen – getroffen werden, handelt es sich um Prognosen. Die Eintrittswahrscheinlichkeit der prognostizierten Umstände unterliegt erheblichen Risiken und kann in keiner Weise zugesichert werden. Die in der Publikation geäußerten Einschätzungen sowie Angaben zum Musterportfolio der MIDAS Research GmbH haben nur Gültigkeit für den Zeitpunkt des auf der Publikation vermerkten Redaktionsschlusses und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern oder geändert haben.

Weder die MIDAS Research GmbH noch sonstige mit der MIDAS Research GmbH verbundene Personen, die an der Erstellung und Verbreitung dieser Publikation mitgewirkt haben, verfügen über Beteiligungen im Sinne von §5 Abs. 3 Nr.1 FinAnV oder haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen gemäß §5 Abs. 3 Nr.2e FinAnV in Bezug auf die Allgeier Holding AG.

### Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte:

1. Diese Publikation ist entgeltlich im Auftrag des Emittenten entstanden.
2. Die Allgeier Holding AG hat vor Veröffentlichung Einsicht in diese Publikation genommen, was zu geringfügigen textlichen Änderungen geführt hat.
3. Der Herausgeber weist darauf hin, dass sowohl er selbst als auch die in seinem Auftrag mit der Erstellung dieser Publikation befassten Personen Long-Positionen der in dieser Publikation besprochenen Wertpapiere unterhalten können. Jedoch dürfen solche Positionen gemäß den bei der MIDAS Research GmbH geschaffenen internen Organisationsstrukturen ausschließlich zum Zweck der Vermögensanlage, nicht aber zu Trading-Zwecken bestehen. Als Vermögensanlage gelten Positionen, die mit einem Anlagehorizont von wenigstens 12 Wochen eingegangen werden. Wertpapierdispositionen aufgrund von materiellen Änderungen in den geschäftlichen Perspektiven der in dieser Publikation besprochenen Wertpapiere bleiben hiervon unberührt.

Jede Reproduktion, Veränderung oder Verwendung dieser Publikation ohne vorherige schriftliche Zustimmung der MIDAS Research GmbH ist unzulässig.

E-MAIL: [info@midas-research.de](mailto:info@midas-research.de) INTERNET: [www.midasresearch.de](http://www.midasresearch.de) KONTAKT: Simone Drepper (verantw.) +49 (0) 621 / 430 613 0

– Die MIDAS Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin –