



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research

## Allgeier Group



# ALLGEIER

**Marktsegment: General Standard  
Branche: IT- und Personal Services**

**Update**

**17. April 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.**

# ALLGEIER HOLDING AG <sup>4)</sup>

Kaufen  
vorher: -

## Ereignis:

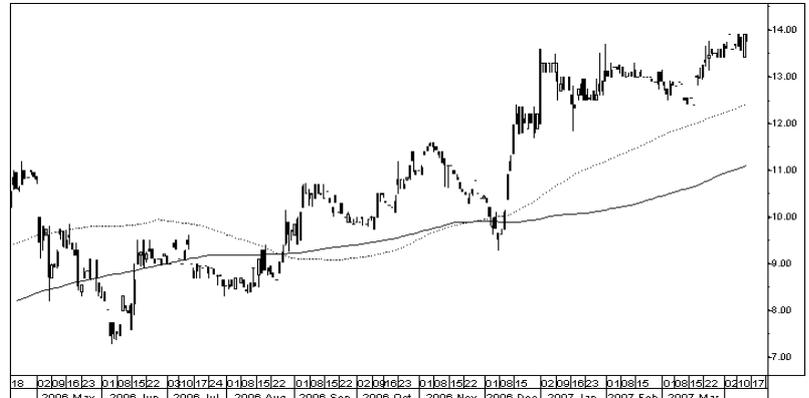
Zahlen GJ 2006

## Einschätzung:

Kaufen

<b>IR</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)



Allgeier Holding AG

- ⇒ **Allgeier Holding steigerte den Konzernumsatz in 2006 akquisitionsgetrieben auf 166,7 (72,01; unsere Prognose: 146,05) Mio. Euro. Das Konzern-EBITDA bezifferte sich in 2006 auf 12,90 (6,68; unsere Prognose: 15,73) Mio. Euro. Bei einer "Als-ob-Konsolidierung" hätte der Konzernumsatz 231,4 Mio. Euro und das EBITDA 17,5 Mio. Euro betragen**
- ⇒ **Der Konzern rechnet in 2007 nunmehr mit einem Umsatz von 250 (alt: 210) Mio. Euro und einem EBITDA von 18 (alt: 14) Mio. Euro. Wir heben unsere Umsatzprognose für 2007 auf 257,68 (alt: 227,52) Mio. Euro an, das EBITDA erwarten wir bei 20,78 (alt: 24,49) Mio. Euro**
- ⇒ **Allgeier beabsichtigt die Übernahme der TWO Personal Leasing Gruppe. Wir begrüßen die geplante Übernahme und sehen dadurch die Marktposition im Bereich Personal Services weiter gestärkt**
- ⇒ **Wir votieren bei einem neuen Kursziel von 16,40 (alt: 15,50) Euro weiterhin mit Kaufen**

Allgeier Holding		IT- und Personal Services		Performance (in %)				
Land	GE	Geschäftsjahr	31. Dez	Rel. 1 Monat	-1,8			
Aktienanzahl (Mio.)	4,536	www.allgeier-holding.de		Rel. 3 Monate	-0,9			
Ø Tagesumsatz	4.017	Letzte Dividende	-	Rel. 6 Monate	10,8			
ISIN	DE0005086300	Zahltag Dividende	-	Rel. 12 Monate	8,6			
Kurs (Xetra)	13,75 Euro	Marktkapt.Mio.Euro	62,4	Beta	1,20			
16.04.2007 17:36 Uhr		Währung	EUR	Volatilität (60 Tage)	21,9			
52W Hoch	13,90	Datum	26.03.2007	CDAX	0,004%			
52W Tief	7,27	Datum	06.06.2006					
Aktionäre:	Georg Dürschmidt: 26,0%; Detlef Dinsel: 8,9%; Institutioneller Investor: 10,0%; Freefloat: 55,1%							
Beteiligungen:	siehe Seite 3							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGv	EV/Umsatz 07e:	0,29
2005	72,0	3,2	2,3	2,3	0,47	6,9	EV/EBIT 07e:	7,6
2006(e)	166,7	7,2	4,7	2,8	0,47	21,0	Div-Rendite 06e:	-
2007e	257,7	10,0	7,4	4,8	0,80	17,2	CAGR Umsatz 05-09e:	44,7%
2008e	286,8	19,1	16,3	10,6	1,93	7,1	CAGR EBIT 05-09e:	73,6%
2009e	315,4	28,9	25,8	17,7	3,25	4,2	CAGR JÜ 05-09e:	67,5%
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGv's auf Jahresdurchschnittskursen								RL: IFRS

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

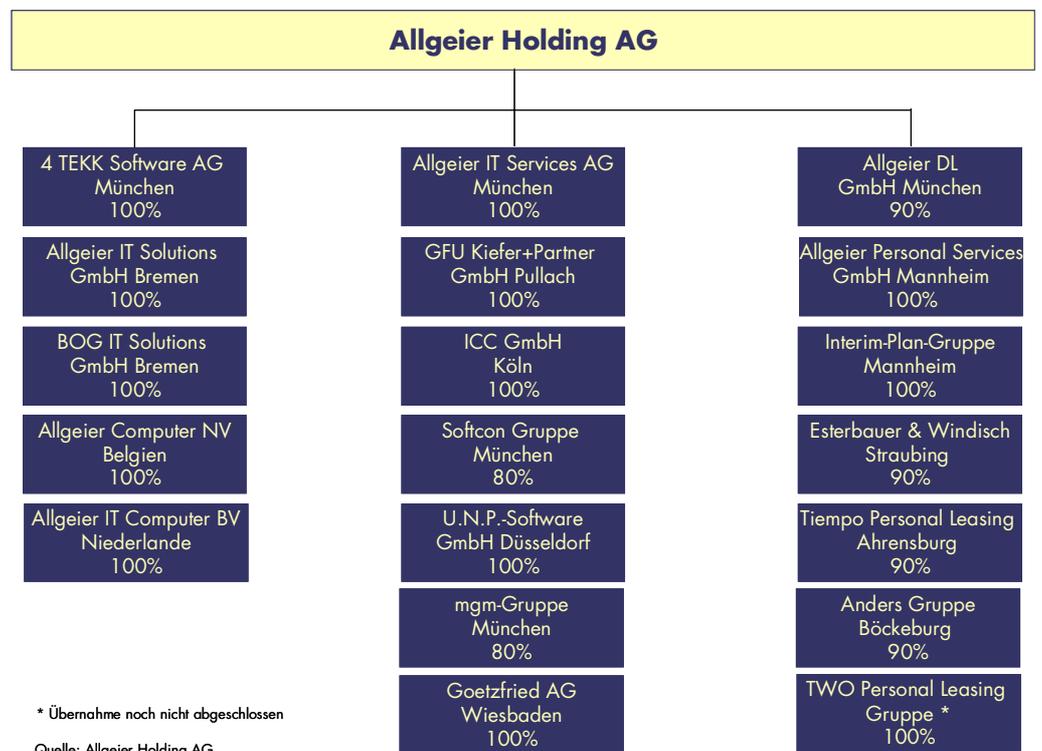
## Unternehmensprofil

*Holdingsgesellschaft mit den Geschäftsfeldern IT-Services und Personal-Services*

Die Allgeier Holding AG ist eine Holdinggesellschaft, die sich über ihre operativ tätigen Tochterunternehmen auf die Bereiche IT-Services und Personal-Services spezialisiert hat. Die Holdinggesellschaft, die 2001 im Zuge einer wesentlichen Änderung der Aktionärsstruktur aus der Allgeier Computer AG hervorging, verfolgt eine rege Akquisitionspolitik. Zudem weist die Gruppe ein hohes organisches Wachstum auf. Gegenwärtig verfügt die Allgeier Holding AG über ein Beteiligungsportfolio von 21 eigenständigen Unternehmen. Hierbei handelt es sich um 15 eigenständige, operative Gesellschaften. Im Geschäftsbereich IT-Services befinden sich 6 Gesellschaften.

Die Wurzeln der IT-Services und somit der Allgeier Holding AG liegen im Bereich der Enterprise-Resource-Planning. Die Allgeier Holding AG ist hier über ihre Tochtergesellschaft Allgeier IT Solutions GmbH weiterhin aktiv. Im Zuge der strategischen Neuausrichtung hat sich das Unternehmen in den letzten Jahren in der IT weg von einem Systemhaus hin zu einem Dienstleistungsunternehmen entwickelt. Infolge dieser Entwicklung stehen komplexe IT-Beratungsleistungen immer mehr im Vordergrund der operativen Geschäftstätigkeit. Über ihre IT-Tochtergesellschaften bietet die Allgeier Holding AG zudem u.a. Infrastruktur- und Application Services sowie Outtasking/Outsourcing an.

Teil der strategischen Neuordnung war der Aufbau des Geschäftsbereichs Personal-Services. Durch die Übernahme der Mehrheitsbeteiligung an der MR Wirtschaftsberatung GmbH Holding und der Interim-Plan Holding GmbH bietet die Allgeier Holding AG regional als auch überregional zahlreiche Personaldienstleistungen an. Jüngste Akquisitionen in diesem Bereich waren die Übernahmen der ANDERS Gruppe im Dezember 2006 und der TWO Gruppe.



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

## Operative Entwicklung 2006

Allgeier Holding hat in einer Ad-hoc-Meldung am 19.03. die vorläufigen Geschäftszahlen für 2006 bekannt gegeben. Diese lagen ergebnisseitig unter unseren Erwartungen, unsere Umsatzerwartung konnte dagegen übertroffen werden.

### Akquisitionsgetriebener Umsatzanstieg in 2006

Den Konzernumsatz steigerte das Unternehmen akquisitionsgetrieben auf 166,7 (72,01; unsere Prognose: 146,05) Mio. Euro. Das jährliche Umsatzvolumen der in 2006 akquirierten Unternehmen (U.N.P. - Software GmbH, mgm technology partners GmbH, Esterbauer & Windisch Personalservice GmbH, Tiempo Personal Leasing GmbH, Goetzfried AG und ANDERS Gruppe) schätzen wir auf rd. 95 Mio. Euro. Ein Großteil der Übernahmen wurde allerdings erst ab August 2006 berücksichtigt, so dass die zeitanteiligen Umsatzbeiträge geringer ausgefallen sind. Bei einer "Als-ob-Konsolidierung" (Berücksichtigung der Gesamtjahresumsätze) hätte der Konzernumsatz dem Unternehmen zufolge 231,4 Mio. Euro betragen. Das interne Umsatzwachstum dürfte insgesamt im deutlich zweistelligen Prozentbereich gelegen und damit das Marktwachstum des relevanten Marktes übertroffen haben.

<b>Allgeier Holding AG</b>					
<b>Wichtige Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung</b>					
<b>Einheit :</b> Mio. Euro	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez			(unsere Prognosen)	"Als ob"-Konsolidierung	
<b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS					
<b>Umsatzerlöse</b> in % ggü. Vorjahr	<b>72,01</b>	<b>166,70</b> 131,5%	<b>146,05</b>	<b>105,60</b>	<b>231,45</b> 119,2%
<b>EBITDA</b> EBITDA-Marge	<b>6,68</b> 9,3%	<b>12,90</b> 7,7%	<b>15,73</b> 10,8%	<b>7,58</b> 7,2%	<b>17,50</b> 7,6%
<b>EBIT</b> EBIT-Marge	<b>3,18</b> 4,4%	<b>7,20</b> 4,3%	<b>9,89</b> 6,8%	-	-
<b>EBT</b> EBT-Marge	<b>2,30</b> 3,2%	<b>4,70</b> 2,8%	<b>8,43</b> 5,8%	-	-

Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG

### Unterproportionale Ergebnisentwicklung

Neben einer erfreulichen Entwicklung im IT-Bereich (zweistelliges Wachstum) war es vor allem der Bereich Personal Services, der für den deutlichen Umsatzanstieg gesorgt hat. Anders als in der Vergangenheit verlief die Marktentwicklung auch in dem saisonal schwachen Q4 über den Erwartungen. Neben den Witterungsbedingungen war vor allem das positive Konjunkturfeld verantwortlich für die anhaltend hohe Nachfrage im Schlussquartal. Allgeier Holding konnte eigenen Angaben zufolge von dieser Entwicklung überproportional profitieren.

Das Konzern-EBITDA bezifferte sich in 2006 auf 12,90 (6,68; unsere Prognose: 15,73) Mio. Euro. Die EBITDA-Marge ging hierbei auf 7,7% (9,3%; unsere Prognose: 10,8%) zurück. Verantwortlich für die unterproportionale Ergebnisentwicklung sind Allgeier zufolge die hohen Investitionen im Bereich Personal Services. Angesichts des sehr guten Marktumfelds hat das Unternehmen insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2006 wesentlich mehr Niederlassungen eröffnet als ursprünglich geplant, um stärker am Marktwachstum partizipieren zu können. Beispielsweise wurden bei einer Tochtergesellschaft sieben statt wie geplant drei Niederlassungen eröffnet. Hinzu kommen einmalige Belastungen durch IFRS-bedingte Anpassungen (insbesondere Rückstellungen). Das EBIT lag in 2006 bei voraussichtlich 7,20 (3,18; unsere Prognose: 9,89) Mio. Euro, das EBT bei 4,70 (2,30; unsere Prognose: 8,43) Mio. Euro. Die Abschreibungen infolge des noch nicht abgeschlossenen Impairment Tests beziffert Allgeier auf bis zu 4,2 Mio. Euro.

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

## Ausblick und Prognosen

*Margenverbesserung als wesentlicher Einflussfaktor für die künftige Aktienkursentwicklung*

Die vorläufigen Geschäftszahlen 2006 sind stark geprägt von akquisitorischen Effekten und lassen daher keinen Vergleich mit den Vorjahreszahlen zu. Besonders hervorzuheben ist die infolge der getätigten Übernahmen nun erreichte gute Marktstellung im Bereich Personal Services. Wir gehen davon aus, dass dieser Bereich mittelfristig weiterhin für überproportionales Wachstum sorgen wird. Negativ werten wir insbesondere die rückläufige Margenentwicklung. Unter Berücksichtigung der Vorlaufzeit bis zum Erreichen des Break-Even in den neuen Niederlassungen ist sicherlich ab H2 2007 mit einer signifikanten Margenverbesserung zu rechnen. Unabhängig davon erachten wir eine Margenverbesserung als wesentlichen Einflussfaktor für die künftige Aktienkursentwicklung. Potenzial für eine Margenverbesserung sehen wir vor allem in den zu erzielenden Synergien aus den Übernahmen. Die mittelfristige EBIT-Margenzielsetzung sollte aus unserer Sicht bei 8-10% liegen.

<b>Allgeier Holding AG</b>					
<b>Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung</b>					
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro		31. Dez		IFRS
	2007e alt	2007e neu	2008e alt	2008e neu	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>227,52</b>	<b>257,68</b>	<b>256,77</b>	<b>286,77</b>	<b>315,45</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	-	13,3%	-	11,7%	10,0%
<b>EBITDA</b>	<b>24,49</b>	<b>20,78</b>	<b>28,66</b>	<b>31,15</b>	<b>41,52</b>
in % vom Umsatz	10,8%	8,1%	11,2%	10,9%	13,2%
<b>EBIT</b>	<b>16,53</b>	<b>9,97</b>	<b>20,97</b>	<b>19,12</b>	<b>28,91</b>
in % vom Umsatz	7,3%	3,9%	8,2%	6,7%	9,2%
Ertragssteuern	-4,99	-2,59	-6,44	-5,69	-9,02
in % vom EBT	-30,2%	-26,0%	-30,7%	-29,8%	-31,2%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>9,27</b>	<b>4,81</b>	<b>11,96</b>	<b>10,56</b>	<b>17,74</b>
in % vom Umsatz	4,1%	1,9%	4,7%	3,7%	5,6%
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	4,536	4,536	4,536	4,536	4,536
<b>Ergebnis je Aktie in Euro</b>	<b>1,78</b>	<b>0,80</b>	<b>2,30</b>	<b>1,93</b>	<b>3,25</b>

Quelle: Independent Research

*Anhebung der Unternehmensguidance*

Infolge des anhaltend starken Trends im bisherigen Jahresverlauf erhöht das Unternehmen seinen Ausblick für 2007. Allgeier Holding erwartet nunmehr einen Umsatz von 250 (alt: 210) Mio. Euro, das EBITDA erwartet das Unternehmen nun bei 18 (alt: 14) Mio. Euro. Infolge möglicher neuer Akquisitionen in 2007 schließen wir eine erneute Anhebung der Unternehmensguidance nicht aus. Während die Umsatzerwartung deutlich über unserer bisherigen Schätzung liegt, halten wir den Ausblick für das EBITDA für konservativ. Beim Umsatz erwarten wir für 2007 nunmehr 257,68 (alt: 227,52) Mio. Euro. Unsere Prognose für das EBITDA reduzieren wir jedoch deutlich auf 20,78 (alt: 27,73) Mio. Euro. Hierin sind die positiven Effekte der geplanten TWO-Übernahme (Umsatz 2007e halbjährig: 6,5 Mio. Euro; EBIT: 0,62 Mio. Euro) bereits enthalten. In 2008 erwarten wir bei einem Umsatz von 286,77 (alt: 256,77) Mio. Euro ein EBITDA von 31,15 (alt: 28,66) Mio. Euro. Für das Geschäftsjahr 2009 prognostizieren wir erstmals ein EpS von 3,25 Euro. Unsere EpS Prognose für 2006 haben wir entsprechend der vorläufigen Geschäftszahlen auf 0,47 (alt: 1,05) Euro nach unten korrigiert.

## Übernahme der TWO Gruppe beabsichtigt

*Abschluss der Transaktion soll noch in H1 2007 erfolgen*

*Allgeier wird von der zu erwartenden überproportionalen Entwicklung auf dem Markt für Zeitarbeit signifikant profitieren*

Allgeier beabsichtigt die Übernahme der TWO Personal Leasing Gruppe. Hierauf haben sich beide Unternehmen geeinigt. Der Abschluss der Transaktion soll nach Abschluss formaler Prüfungen noch in H1 2007 erfolgen. Allgeier zufolge liegt der Kaufpreis für die TWO Gruppe im mittleren einstelligen Millionenbereich und beinhaltet eine Earn-Out Komponente. Die TWO Personal Leasing Gruppe, die aus vier Gesellschaften mit Sitz in Norddeutschland besteht, erzielte in 2006 einen Umsatz von rd. 12 Mio. Euro. Allgeier zufolge verzeichnete die TWO Gruppe in den letzten Jahren ein kontinuierliches Wachstum und erwirtschaftet seit Jahren ein positives Ergebnis.

Wir begrüßen die geplante Übernahme, die als Teil der "Buy-and-Build-Strategie" der Allgeier Gruppe zu sehen ist. Die Allgeier Gruppe verstärkt sich mit der Übernahme insbesondere aus regionaler Sicht weiterhin im wachstumsstarken Bereich Personal Services. Aktuellen Statistiken zufolge hat die Zeitarbeit am Arbeitsmarkt deutlich an Bedeutung gewonnen. Dem Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) zufolge entfällt auf den Anstieg der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung in 2006 ein überproportional hoher Anteil auf die Zeitarbeit. Allgeier spricht von einer sehr guten Marktentwicklung im traditionell schwachen Q1. Anders als in der Vergangenheit blieb der saisonbedingte Einbruch in Q4 2006 und Q1 2007 aus. Wesentlicher Treiber hierfür ist neben dem wirtschaftlichen Aufschwung nach unserer Einschätzung vor allem die hohe Flexibilität, die Unternehmen durch die Zeitarbeit gewährt wird. Wir gehen daher davon aus, dass der Markt für Zeitarbeit in den nächsten Jahren weiterhin überproportional wachsen wird. Allgeier wird von dieser Entwicklung signifikant profitieren. Neben dem organischen Wachstum rechnen wir vor allem mit akquisitorischem Wachstum. Das Unternehmen plant außer der TWO-Übernahme mit weiteren Akquisitionen in 2007. Derzeit steht die Allgeier Gruppe mit drei weiteren mittelständischen Zeitarbeitsunternehmen in Übernahmeverhandlungen.

## Bewertung

*Erstmalige Einbeziehung der Peer-Group-Analyse*

Für unsere Bewertung der Allgeier Holding AG werden wir anders als bislang neben dem Discounted Cash Flow (DCF)-Modell künftig auch eine Peer-Group-Betrachtung heranziehen. Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir eine dreistufige Bewertung vorgenommen. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der Gewinn- und Verlustrechnung bis 2009e. Für die Phase II gehen wir von sinkenden Umsatzsteigerungen bei stabiler EBIT-Marge aus. In der dritten Phase gehen wir von keinem weiteren Wachstum des Free-Cashflow (FCF) aus.

Der risikofreie Zins wird mit 4,0% angenommen. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 2,0%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,2. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 40% und des Fremdkapitals von 60% aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich unverändert ein WACC von 7,78%. Aus der Berücksichtigung dieser Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 70,0 (alt: 70,3) Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 4,536 Mio. Stück entspricht dies einem fairen Wert je Aktie von 15,42 (alt: 15,50) Euro.

*Fairer Wert auf Basis der DCF-Bewertung beträgt 15,42 (alt: 15,50) Euro*

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

in Mio. Euro	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	257,7	286,8	315,4	331,2	347,8	365,2	383,4	402,6	422,7	443,9
Wachstum Umsatz		11,3%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	3,9%	6,7%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
<b>EBIT</b>	<b>10,0</b>	<b>19,1</b>	<b>28,9</b>	<b>30,4</b>	<b>31,9</b>	<b>33,5</b>	<b>35,1</b>	<b>36,9</b>	<b>38,7</b>	<b>40,7</b>
- Ertragssteuern	-3,5	-6,7	-10,1	-10,6	-11,2	-11,7	-12,3	-12,9	-13,6	-14,2
+ Abschreibungen	10,8	12,0	12,6	9,9	10,4	11,0	11,5	12,1	12,7	13,3
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cash Flow</b>	<b>17,3</b>	<b>24,5</b>	<b>31,4</b>	<b>29,7</b>	<b>31,2</b>	<b>32,7</b>	<b>34,3</b>	<b>36,1</b>	<b>37,9</b>	<b>39,8</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-13,5	-5,1	-5,1	-5,6	-6,3	-7,1	-8,0	-9,0	-10,1	-11,4
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-16,8	-17,3	-17,9	-14,7	-15,5	-16,3	-17,1	-17,9	-18,8	-19,8
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-13,0</b>	<b>2,0</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>9,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>
<b>Barwerte</b>	<b>-12,3</b>	<b>1,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>
Summe Barwerte	34,9									
Terminalwert	48,3									
										in % vom Gesamtwert : 58%
Wert des operativen Geschäfts in Tsd. Euro	83,2									
+ liquide Mittel in Tsd. Euro	17,0									
- Finanzverschuldung in Tsd. Euro	-30,2									
<b>Marktwert Eigenkapital in Tsd. Euro</b>	<b>70,0</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	4,536									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>15,42</b>									
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	40%	Fremdkapital :	60%	
risikofreie Rendite :	4,00%	Beta :	1,2	Risikoprämie FK :	2,0%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield :	35,0%
		Zins EK :	13,6%	Zins FK :	3,9%
<b>Wachstumsr. FCF :</b>	<b>0,0%</b>	<b>WACC :</b>	<b>7,78%</b>	<b>Datum :</b>	<b>17.04.07</b>

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		7,3%	7,8%	8,3%	8,8%
Wachstum	0,0%	17,41	<b>15,42</b>	13,97	12,70
	0,5%	18,02	16,21	14,64	13,26
	1,0%	19,12	17,11	15,39	13,88
	1,5%	20,41	18,16	16,25	14,60

Quelle: Independent Research

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

<b>Peer-Group-Vergleich</b>				
Unternehmen	KGV		EV / EBIT	
	2007e	2008e	2007e	2008e
<b>IT-Services</b>				
AC Service	12,2	11,8	11,9	11,4
Arxes	13,6	7,2	8,7	6,0
Brain Force	11,2	9,4	5,6	4,6
Cenit	12,6	11,2	8,9	7,9
<b>Personal-Services (PS)</b>				
Adecco	14,7	12,4	9,9	9,1
Allbecon	17,9	15,7	11,8	7,8
Amadeus	19,3	17,6	9,8	8,9
Manpower	17,1	14,1	10,1	8,9
Randstad	16,6	13,5	10,7	9,2
<b>Durchschnitt IT-Services</b>	<b>12,4</b>	<b>9,9</b>	<b>8,8</b>	<b>7,5</b>
<b>Durchschnitt PS-Services</b>	<b>17,1</b>	<b>14,7</b>	<b>10,5</b>	<b>8,8</b>
<b>PS-Services mit Abschlag (30%)</b>	<b>12,0</b>	<b>10,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT	
	2007e	2008e	2007e	2008e
<b>Allgeier Holding AG</b>	0,80	1,93	9,97	19,12
<b>Enterprise Value</b>	9,74	19,50	80,25	130,06
<b>Durchschnittswert</b>	14,62		105,15	
<b>Liquide Mittel</b>			17,00	
<b>Finanzverbindlichkeiten</b>			-30,22	
<b>Faire Marktkapitalisierung</b>			91,93	
<b>Aktienanzahl</b>			4,536	
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>	14,62		20,27	
<b>Gewichtung</b>	0,5		0,5	
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>			17,44	

Quelle: Independent Research; Bloomberg

*Abschlag von 30% auf Personal-Services Peer-Group*

### Peer-Group

Wir haben uns bei der Bewertung mittels Peer-Group-Vergleich auf den Multiplikator EV/EBIT und das KGV, jeweils mit 50% gewichtet, beschränkt. Bei der Ermittlung der Durchschnittsmultiplikatoren im Bereich Personal-Services haben wir auf Grund der deutlich größeren Peer-Group-Unternehmen einen Abschlag von 30% vorgenommen. Die Durchschnittsmultiplikatoren beider Geschäftsbereiche wurden jeweils mit 50% gewichtet. Auf dieser Basis ermitteln wir durch die Peer-Group-Analyse einen fairen Wert je Aktie von 17,44 Euro. Insgesamt resultiert auf Basis der DCF- und Peer-Group-Bewertung ein fairer Wert je Aktie von 16,43 (15,50) Euro.

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

Zusammenführende Bewertung		
	Peer-Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	17,44	15,42
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert Gesamt je Aktie (Euro)	16,43	

Quelle: Independent Research

## Fazit

Allgeier Holding hat in einer Ad-hoc-Meldung am 19.03. die vorläufigen Geschäftszahlen für 2006 bekannt gegeben. Diese lagen ergebnisseitig unter unseren Erwartungen, unsere Umsatzerwartung konnte dagegen übertroffen werden.

Den Konzernumsatz steigerte das Unternehmen akquisitionsgetrieben auf 166,7 (72,01; unsere Prognose: 146,05) Mio. Euro. Das Konzern-EBITDA bezifferte sich in 2006 auf 12,90 (6,7; unsere Prognose: 15,73) Mio. Euro. Die EBITDA-Marge ging hierbei auf 7,7% (9,3%; unsere Prognose: 10,8%) zurück. Verantwortlich für die unterproportionale Ergebnisentwicklung sind Allgeier zufolge die hohen Investitionen im Bereich Personal Services sowie einmalige IFRS-bedingte Anpassungen. Bei einer "Als-ob-Konsolidierung" hätte der Konzernumsatz 231,4 Mio. Euro und das EBITDA 17,5 Mio. Euro betragen.

Infolge des anhaltend starken Trends im bisherigen Jahresverlauf erhöht das Unternehmen seinen Ausblick für 2007. Allgeier Holding erwartet nunmehr einen Umsatz von 250 (alt: 210) Mio. Euro, das EBITDA erwartet das Unternehmen nun bei 18 (alt: 14) Mio. Euro. Während die Umsatzerwartung deutlich über unserer bisherigen Schätzung liegt, halten wir den Ausblick für das EBITDA für konservativ. Wir passen unsere Schätzungen entsprechend an und erwarten für 2007 einen Umsatz von 257,68 (alt: 227,52) Mio. Euro und ein EBITDA von 20,78 (alt: 27,73) Mio. Euro.

Durch die geplante TWO-Übernahme sehen wir die Marktposition der Allgeier Gruppe im wachstumsstarken Bereich Personal Services weiter gestärkt. Aktuellen Statistiken zufolge hat die Zeitarbeit am Arbeitsmarkt deutlich an Bedeutung gewonnen. Wir gehen davon aus, das Allgeier von der zu erwartenden überproportionalen Entwicklung auf dem Markt für Zeitarbeit signifikant profitieren wird. Neben dem organischen Wachstum rechnen wir vor allem mit akquisitorischem Wachstum. Derzeit steht die Allgeier Gruppe mit drei weiteren mittelständischen Zeitarbeitsunternehmen in Übernahmeverhandlungen. Mögliche Akquisitionen im Bereich IT-Services schließen wir ebenfalls nicht aus.

Für unsere Bewertung der Allgeier Holding AG haben wir neben dem Discounted Cash Flow (DCF)-Modell erstmals die Peer-Group-Betrachtung herangezogen. Auf Basis der DCF- und Peer-Group-Bewertung resultiert ein fairer Wert je Aktie von 16,43 (15,50) Euro. Bei einem neuen Kursziel von 16,40 Euro votieren wir weiterhin mit Kaufen.

*Wir votieren bei einem neuen Kursziel von 16,40 (alt: 15,50) Euro weiterhin mit Kaufen*

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

<b>Allgeier Holding AG</b>						
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>						
<b>Einheit :</b> Mio. Euro <b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez <b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006(e)</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>39,62</b>	<b>72,01</b>	<b>166,70</b>	<b>257,68</b>	<b>286,77</b>	<b>315,45</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	1,4%	81,8%	131,5%	54,6%	11,3%	10,0%
Bestandsveränderungen der Erzeugnisse	0,19	0,68		2,06	2,29	2,52
Andere aktivierte Eingenleistungen	0,71	0,61		1,80	2,01	2,21
<b>Gesamtleistungen</b>	<b>40,14</b>	<b>71,94</b>		<b>257,42</b>	<b>286,49</b>	<b>315,13</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,07	2,28		6,44	7,17	7,89
in % vom Umsatz	2,7%	3,2%		2,5%	2,5%	2,5%
Materialaufwand	18,51	31,84		76,53	80,87	88,01
in % vom Umsatz	46,7%	44,2%		29,7%	28,2%	27,9%
Personalaufwand	12,93	27,77		139,01	151,55	160,72
in % vom Umsatz	32,6%	38,6%		53,9%	52,8%	50,9%
Abschreibungen	6,14	3,50		10,81	12,03	12,61
in % vom Umsatz	15,5%	4,9%		4,2%	4,2%	4,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,76	7,94		27,54	30,08	32,77
in % vom Umsatz	17,1%	11,0%		10,7%	10,5%	10,4%
<b>EBIT</b>	<b>-3,12</b>	<b>3,18</b>	<b>7,20</b>	<b>9,97</b>	<b>19,12</b>	<b>28,91</b>
EBIT-Marge	-7,9%	4,4%	4,3%	3,9%	6,7%	9,2%
Finanzergebnis	-0,28	-0,88	-2,40	-2,58	-2,87	-3,15
in % vom Umsatz	-0,7%	-1,2%	-1,4%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
<b>EBT</b>	<b>-3,40</b>	<b>2,30</b>	<b>4,70</b>	<b>7,39</b>	<b>16,25</b>	<b>25,76</b>
EBT-Marge	-8,6%	3,2%	2,8%	2,9%	5,7%	8,2%
Ertragssteuern	-0,84	0,01	-1,88	-2,59	-5,69	-9,02
in % vom EBT	24,7%	0,6%	-40,0%	-35,0%	-35,0%	-35,0%
<b>Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen</b>	<b>-4,24</b>	<b>2,31</b>	<b>2,82</b>	<b>4,81</b>	<b>10,56</b>	<b>16,74</b>
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,00	-0,06		0,00	0,00	1,00
Minderheitenanteile	-0,21	0,36		1,18	1,80	3,00
<b>Konzernergebnis</b>	<b>-4,24</b>	<b>2,25</b>	<b>2,82</b>	<b>4,81</b>	<b>10,56</b>	<b>17,74</b>
in % vom Umsatz	-10,7%	3,1%	1,7%	1,9%	3,7%	5,6%
Aktienanzahl	3,678	3,992	4,536	4,536	4,536	4,536
<b>Ergebnis je Aktie</b> in Euro	<b>-1,09</b>	<b>0,47</b>	<b>0,47</b>	<b>0,80</b>	<b>1,93</b>	<b>3,25</b>
Dividende je Aktie in Euro	0,00	0,00	0,00	0,15	0,30	0,60

Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG

## 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/Umsetzung, 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, Indikatorteknik, 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>).

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

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 17.04.2007**

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 Allgeier Holding 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: 17.04.2007**

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

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



Independent Research

Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt am Main

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