



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research

## Allgeier Group



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

**Update**

**3. Juli 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: -

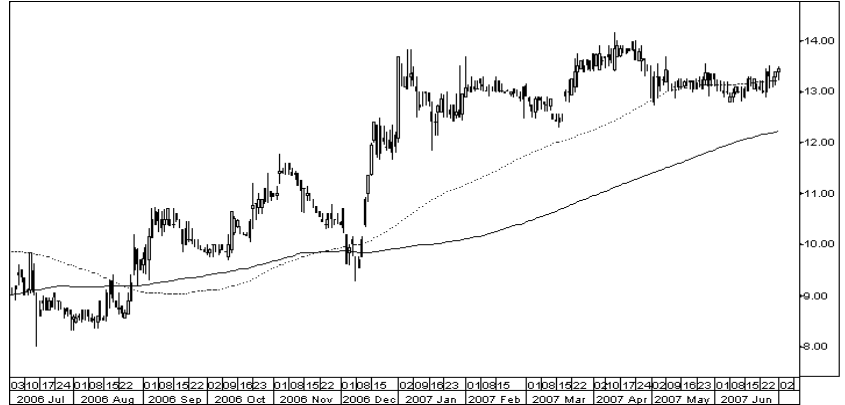
## Ereignis:

Zahlen Q1 2007

## Einschätzung:

Kaufen

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



Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)

- ⇒ Bei einem Umsatz von **58,45 (24,69) Mio. Euro** erzielte das Unternehmen ein **EBITDA nach Holdingkosten und Konsolidierungseffekten von 3,25 (1,00) Mio. Euro**. Mit den Zahlen für das erste Quartal 2007 konnte Allgeier unsere Erwartungen übertreffen
- ⇒ Allgeier hat im Geschäftsbereich **Personal Services** die Unternehmen **ABETEC Gruppe** und **procur Personaldienstleistungen GmbH** übernommen. Nach unserer Einschätzung passen beide Akquisitionen sowohl regional und als auch strategisch gut zu Allgeier
- ⇒ Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre **2007-2009** angehoben. Für 2007 erwarten wir nunmehr bei einem Umsatz von **294,54 (alt: 257,68) Mio. Euro** ein **EBITDA von 24,31 (alt: 20,78) Mio. Euro**
- ⇒ Bei einem neuen Kursziel von **18,60 (alt: 16,40) Euro** votieren wir weiterhin mit **Kaufen**

Allgeier Holding		IT- und Personal Services		Performance (in %)				
Land	GE	Geschäftsjahr	31. Dez	Rel. 1 Monat	2,1			
Aktienanzahl (Mio.)	4,536	www.allgeier.com		Rel. 3 Monate	-15,1			
Ø Tagesumsatz	5.962	Letzte Dividende (Euro)	-	Rel. 6 Monate	-17,6			
ISIN	DE0005086300	Zahltag Dividende	25.05.2005	Rel. 12 Monate	3,6			
Kurs (Xetra)	13,36 Euro	Marktkapt.Mio.Euro	60,6	Beta	1,20			
02.07.2007 17:19 Uhr		Währung	EUR	Volatilität (60 Tage)	19,2			
52W Hoch	14,00	Datum	24.04.07	CDAX	0,004%			
52W Tief	8,30	Datum	31.07.06					
Aktionäre:	Georg Dürschmidt: 26,0%; Detlef Dinsel: 8,9%; Institutioneller Investor: 10,0%; Freefloat: 55,1%							
Beteiligungen:	Allgeier Computer BV + NV ; Allgeier IT Solutions GmbH; BOG IT Solutions GmbH; GFU Kiefer+Partner GmbH; Goetzfried AG; ICC Solutions GmbH; U.N.P.-Software GmbH zu je 100% u.a.							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 07e:	0,3
2005	72,0	3,2	2,3	1,9	0,47	12,5	EV/EBIT 07e:	5,9
2006	166,7	7,4	5,0	2,5	0,59	16,5	Div-Rendite 06e:	1,0%
2007e	294,5	15,8	11,4	6,2	1,43	9,4	CAGR Umsatz 05-09e:	49,2%
2008e	328,2	23,3	18,4	10,2	2,33	5,7	CAGR EBIT 05-09e:	77,1%
2009e	357,3	31,3	25,9	15,3	3,52	3,8	CAGR JÜ 05-09e:	68,7%
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs 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 23 eigenständigen Unternehmen, davon 17 eigenständige operative Gesellschaften. Im Geschäftsbereich IT-Services befinden sich 6 Gesellschaften.

## Operative Entwicklung Q1 2007

---

*Deutlicher Umsatzanstieg*

---

...

Mit den am 03.05. bekannt gegebenen Zahlen für das erste Quartal 2007 konnte das Unternehmen unsere Erwartungen übertreffen.

Allgeier erzielte einen deutlichen Umsatzanstieg von rd. 137% auf 58,45 (24,69) Mio. Euro. Im Bereich IT-Services verbesserte sich der Umsatz um rd. 79% auf 27,90 (15,60) Mio. Euro. Allgeier zufolge basiert das Wachstum vornehmlich auf in 2006 getätigten Akquisitionen. Das interne Wachstum der Gesellschaft betrug in Q1 21%. Der Umsatz im Geschäftsbereich Personal Services entwickelte sich überproportional und konnte auf 30,60 (9,10) Mio. Euro mehr als verdreifacht werden. Allgeier spricht hierbei von einer anhaltend starken Nachfrage. Entgegen der typischen Zyklizität in der Zeitarbeit verringerte sich die Nachfrage im saisonal schwachen ersten Quartal nicht. Aus unserer Sicht waren neben dem positiven konjunkturellen Umfeld auch die guten Witterungsbedingungen hierfür verantwortlich.

---

*... und Margenverbesserung in Q1 2007*

---

Das EBITDA nach Holdingkosten und Konsolidierungseffekten stieg im gleichen Zeitraum auf 3,25 (1,00) Mio. Euro, die EBITDA-Marge verbesserte sich auf 5,5% (4,0%). Bereinigt um Holdingkosten und Konsolidierungseffekte betrug das rein operative EBITDA 4,30 (1,50) Mio. Euro, die Marge des operativen EBITDA lag bei 7,3% (6,1%).

Hierzu trug der Bereich IT-Services mit einem operativen EBITDA von 1,70 (1,20) Mio. Euro bei. Die operative EBITDA-Marge verringerte sich leicht auf 6,0% (7,8%). Allgeier zufolge ist neben der hohen Vorjahresbasis vor allem die Expansion in das verhältnismäßig margenschwächere Recruiting/Expert Leasing Geschäft hierfür verantwortlich. Nach unserer Einschätzung dürfte die Rohmarge in diesem Geschäft am oberen Ende bei rd. 25% liegen, während in komplexeren Teilbereichen der IT-Services bis zu 40% Rohmarge zu erzielen ist. Der Geschäftsbereich Personal Services steigerte das operative EBITDA auf 2,60 (0,30) Mio. Euro, die operative EBITDA-Marge verbesserte sich deutlich auf 8,6% (3,2%). Verantwortlich für die spürbare Ergebnisverbesserung waren neben Größen- und Umsatzeffekten die akquirierten Unternehmen, die im Vergleich zum ursprünglichen Allgeier Geschäft margenstärker sind. Ein weiterer Faktor für die Ergebnisverbesserung ist die steigende Profitabilität in den neuen Niederlassungen. Die Expansion mit neuen Niederlassungen war ein wesentlicher Grund für den Margenrückgang im Geschäftsjahr 2006. Mit abnehmender Vorlaufzeit materialisieren sich diese Investitionen zunehmend in den Ergebniszahlen.

---

*Leichte Erhöhung der Bilanzsumme gegenüber Ende 2006*

---

Nach Abzug der gewöhnlichen Abschreibungen und der Abschreibungen im Zusammenhang mit der Purchase Price Allocation gemäß IFRS resultierte ein EBIT von 1,01 (0,23) Mio. Euro. Bei einem Periodenüberschuss nach Minderheitenanteilen von -0,07 (-0,11) Mio. Euro bezifferte sich das EpS auf -0,02 (-0,03) Euro.

Bei einer leicht höheren Bilanzsumme von 137,1 (31.12.2006: 135,1) Mio. Euro blieb das Eigenkapital mit 21,6 (31.12.2006: 21,5) Mio. Euro nahezu unverändert. Die liquiden Mittel verringerten sich im ersten Quartal auf 13,3 (31.12.2006: 16,5) Mio. Euro. Der betriebliche Cash flow ohne die Aufwendungen für das Working Capital stieg deutlich auf 2,03 (0,15) Mio. Euro. Nach Abzug des Working Capital bezifferte sich der betriebliche Cash flow auf 1,00 (0,58) Mio. Euro. Nennenswert sind zudem die Auszahlungen für Akquisitionen des Vorjahres in Höhe von 4,53 (0) Mio. Euro.

---

*Allgeier mit anhaltend hohem Wachstumstrend*

---

Die vorgelegten Quartalszahlen spiegeln den derzeitigen hohen Wachstumskurs des Unternehmens wider. Allgeier kommt hierbei auch das positive konjunkturelle Umfeld zugute. Im Geschäftsbereich Personal Services profitiert das Unternehmen in erster Linie von der sehr frühen starken Ausrichtung auf dieses Geschäftsfeld. Allgeier hat nach unserer Einschätzung hier rechtzeitig den ansteigenden Trend in der Zeitarbeit erkannt. Nach weniger als einem Jahr in der Zeitarbeit wird das Unternehmen nach einer aktuellen Lünendonk Studie auf Platz 13 unter den führenden Personaldienstleistungsunternehmen geführt. Auf Ergebnisebene ist vor allem die spürbar absolute und relative Verbesserung im Bereich Personal Services zu nennen. Den leichten Margenrückgang im Geschäftsbereich IT-Services sehen wir als temporäre Entwicklung.

## Akquisitionen im Bereich Personal Services

Allgeier hat in den letzten Tagen die Übernahme von zwei Unternehmen aus dem Bereich Personaldienstleistungen bekannt gegeben. Neben der ABETEC Gruppe hat das Unternehmen die procur Personaldienstleistungen GmbH übernommen. Die beiden Akquisitionen sind nach der TWO-Übernahme bereits der dritte Zukauf in Q2 2007. Das Unternehmen hatte Anfang April die Übernahme der TWO Personal Leasing Gruppe (Umsatz: rd. 12 Mio. Euro) bekannt gegeben.

Die ABETEC Gruppe mit Sitz in Oldenburg beschäftigte in 2006 rd. 170 Mitarbeiter und erzielte hierbei einen Umsatz von 7 Mio. Euro. Das Unternehmen verfolgt eine klare Branchenfokussierung auf die Bereiche Automobilbau, Chemie/Petro-Chemie, Energie, Luftfahrt, Werften sowie Anlagen- und Maschinenbau. Ein weiteres Wettbewerbsmerkmal der ABETEC Gruppe ist der hohe Anteil von qualifizierten Fachkräften. Hierin sehen wir eine echte Ergänzung zu Allgeier, die einen hohen Anteil von Helfern in ihrem Mitarbeiterportfolio hat. Allgeier zufolge befindet sich das Unternehmen in einem nachhaltigen Wachstumskurs mit positiven Ergebnissen. Der Kaufpreis liegt im unteren einstelligen Millionenbereich und enthält eine erfolgsabhängige Komponente. Beide Geschäftsführer beteiligen sich im Zuge der Transaktion mit insgesamt 10% an der Allgeier-Tochter PS 1 MBO GmbH, in die die ABETEC integriert wird.

Die procur Personaldienstleistungen GmbH mit Sitz in Stuttgart ist eine klassische Zeitarbeitsfirma, die über eine breit angelegte Branchenfokussierung verfügt. In 2006 erzielte das Unternehmen mit rd. 500 Mitarbeitern einen Umsatz von 10,5 Mio. Euro. Durch die Übernahme ist es der Allgeier gelungen die bislang unterbesetzten Regionen Berlin und Ba-

---

*ABETEC Gruppe erzielt in 2006 einen Umsatz von 7 Mio. Euro*

---



---

*Der Umsatz der procur GmbH liegt bei rd. 10 Mio. Euro*

---

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

---

*Akquisitionen passen gut zu Allgeier*


---

den-Württemberg, in denen die procur besonders präsent ist, auszubauen. Ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil der procur liegt in der Ausrichtung auf den wachstumsstarken Bereich Medical Services. Allgeier zufolge erzielt das Unternehmen im bisherigen Geschäftsjahr Wachstumsraten von rd. 70%. Die procur-Übernahme erfolgt durch die Tochtergesellschaft PS 2 MBO GmbH, an der sich der bisherige Geschäftsführer mit 10% beteiligt. Der Kaufpreis für die Gesellschaft, der eine erfolgsabhängige Komponente beinhaltet, liegt im unteren einstelligen Millionenbereich.

Nach unserer Einschätzung passen beide Akquisitionen sowohl regional und als auch strategisch gut zu Allgeier. Durch die Übernahmen verfolgt Allgeier zielstrebig seine Strategie, das Akquisitionspotenzial auf dem stark fragmentierten Markt zu nutzen. Angesichts der zunehmenden Wettbewerbsrelevanz der Unternehmensgröße befindet sich die Branche in einer Konsolidierungswelle. Vor allem Großunternehmen akquirieren zunehmend spezialisierte mittelständisch geprägte Wettbewerber.

---

*Adecco zahlt 800 Mio. Euro für Tuja*


---

So hat vor kurzem Adecco (Nr. 3 in Deutschland) den Wettbewerber Tuja (Nr. 6, Umsatz: 650 Mio. Euro; EBITA: 63 Mio. Euro) übernommen. Tuja zeichnet sich durch eine hohe Spezialisierung in der Vermittlung von Fachkräften und überdurchschnittlich hohe Margen (operative Marge: 9,7%) aus. Adecco zahlt für die Übernahme einen Kaufpreis von 800 Mio. Euro an Barclays Private Equity und rückt damit näher an den Marktführer Randstadt (Umsatz: 1,057 Mrd. Euro) heran. In dem Kaufpreis sind rund 200 Mio. Euro Schulden enthalten. Barclays hatte Tuja erst im März 2006 von der Beteiligungsgesellschaft Odewald und Compagnie übernommen und durch zahlreiche Akquisitionen massiv ausgebaut. Angesichts des unterentwickelten deutschen Marktes (Zeitarbeitsanteil an Beschäftigten: 1,2%; UK: 5,1%; FR: 2,1%) bietet die Zeitarbeit in Deutschland enormes Nachholpotenzial. Vor allem führende Personaldienstler werden über Akquisitionen ihre Marktanteile ausbauen wollen. Zudem ist mit einem steigenden Interesse von Finanzinvestoren zu rechnen.

---

*Allgeier hat das Interesse möglicher Käufer geweckt*


---

Wir gehen davon aus, dass die Allgeier mit ihrem Wachstumstempo und ihrer vergleichsweise guten Ertragskraft, das Interesse möglicher Käufer wecken wird. Das Management von Allgeier hat erste Anfragen von Investoren bestätigt. Die Wahrscheinlichkeit für die Veräußerung des Bereichs Personal Services schätzen wir derzeit als gering ein. Allgeier hat durch die Übernahmen eine kritische Größe erreicht und ist in der Lage, eigenständig zu wachsen.

---

*Marktwert des Personal Service Geschäfts über Börsenwert der Allgeier Holding*


---

Auch wenn zwischen dem Personal Service Geschäft der Allgeier und der Tuja keine völlige Vergleichbarkeit (auf Grund unterschiedlicher Verschuldung und strategischer Ausrichtung) möglich ist, resultiert bei Heranziehen der Tuja Bewertungsmultiplikatoren (EV/Umsatz 2007e: 1,2; EV/EBITA: 12,7) für das Personal Service Geschäft der Allgeier eine Bewertung, die deutlich höher ist, als der gegenwärtige Börsenwert der gesamten Allgeier Holding AG.

## Aussichten und Prognosen

*Unverändert positive Erwartungen*

Unsere Erwartungen für den Wert sind unverändert positiv. Besonders hervorzuheben ist das hohe Wachstumstempo des Unternehmens. Sowohl das IT-Umfeld als auch das Klima für die Zeitarbeit sind, getrieben von der Konjunktur, ungebrochen positiv. Aus heutiger Sicht ist für beide Branchen keine konjunkturelle Abkühlung zu erwarten. Wachstumsmotor in der IT ist der anhaltende Trend zum Outsourcing von IT-Services und der gelöste Investitionsstau.

<b>Allgeier Holding AG</b>								
<b>Konzern Gewinn- und Verlustrechnung</b>								
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez IFRS		2007e	2007e	2008e	2008e	2009e	2009e
	alt	neu	alt	neu	alt	neu	alt	neu
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>257,68</b>	<b>294,54</b>	<b>286,77</b>	<b>328,23</b>	<b>315,45</b>	<b>357,30</b>		
<b>EBITDA</b>	<b>20,78</b>	<b>24,31</b>	<b>31,15</b>	<b>32,82</b>	<b>41,52</b>	<b>41,80</b>		
EBITDA-Marge	8,1%	8,3%	10,9%	10,0%	13,2%	11,7%		
<b>EBIT</b>	<b>9,97</b>	<b>15,81</b>	<b>19,12</b>	<b>23,32</b>	<b>28,91</b>	<b>31,30</b>		
EBIT-Marge	3,9%	5,4%	6,7%	7,1%	9,2%	8,8%		
<b>EBT</b>	<b>7,39</b>	<b>11,39</b>	<b>16,25</b>	<b>18,40</b>	<b>25,76</b>	<b>25,94</b>		
EBT-Marge	2,9%	3,9%	5,7%	5,6%	8,2%	7,3%		
<b>Konzernergebnis</b>	<b>3,62</b>	<b>6,22</b>	<b>8,76</b>	<b>10,16</b>	<b>14,74</b>	<b>15,33</b>		
in % vom Umsatz	1,4%	2,1%	3,1%	3,1%	4,7%	4,3%		
<b>Ergebnis je Aktie in Euro</b>	<b>0,83</b>	<b>1,43</b>	<b>2,01</b>	<b>2,33</b>	<b>3,39</b>	<b>3,52</b>		

Quelle: Independent Research

*Anhebung der Unternehmensguidance*

Allgeier hatte bei Vorlage der Geschäftszahlen 2006 den Ausblick für 2007 angehoben und bei einem erwarteten Umsatz von 250 Mio. Euro ein EBITDA von 18 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Aktuell rechnet das Unternehmen mit einem über den bisherigen Erwartungen liegendem Wachstum. Wir prognostizieren für 2007 nunmehr unter Berücksichtigung der Akquisitionen einen Umsatz von 294,54 (alt: 257,68) Mio. Euro. Auf Basis der neuen Umsatzprognosen erwarten wir das EBITDA bei 24,31 (alt: 20,78) Mio. Euro. Entsprechend prognostizieren wir für 2007 ein EpS von 1,43 (alt: 0,83) Euro.

Für die folgenden Jahre unterstellen wir auf Grund des zu erwartenden steigenden Wettbewerbsdrucks im Bereich Personal Services nunmehr eine geringere EBITDA-Margenentwicklung. Absolut betrachtet sollten die Ergebniszahlen, getrieben von der neuen Umsatzerwartung zunehmen.

Für das zweite Quartal rechnen wir mit einem Umsatz von 69,3 (33,0) Mio. Euro. Der Bereich IT Services sollte hierzu mit 31,3 (21,0) Mio. Euro und der Bereich Personal Services mit 38,0 (12,0) Mio. Euro beitragen.

## Bewertung

Die Bewertung der Allgeier Holding AG erfolgt nach dem DCF-Modell und der Peer-Group-Betrachtung.

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 einem konstanten Umsatzwachstum bei stabiler EBIT-Marge aus. In der Phase III gehen wir von keinem weiteren Wachstum des Free-Cash flow (FCF) aus. Nachdem die EZB die Leitzinsen im Juni um 25 Basispunkte auf 4,00% (alt: 3,75%) angehoben hat, passen wir entsprechend unsere Annahme für den risikofreien Zins auf 4,50% (alt: 4,00%) an. Die Parameter für die Risikoprämie auf das Eigenkapital sowie auf das Fremdkapital belassen wir mit 8,0% bzw. 2,0% unverändert. 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. Auf Basis des angepassten risikofreien Zinssatzes resultiert ein neues WACC von 8,18% (alt: 7,78%). Aus der Berücksichtigung dieser Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 71,2 (alt: 70,0) Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 4,536 Mio. Stück entspricht dies einem fairen Wert je Aktie von 16,35 (alt: 15,42) Euro.

Risikofreie Zins: 4,50%  
(alt: 4,00%)

Fairer Wert auf Basis der  
DCF-Bewertung beträgt  
16,35 (alt: 15,42) Euro

in Mio. Euro	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	294,5	328,2	357,3	375,2	393,9	413,6	434,3	456,0	478,8	502,8
Wachstum Umsatz		11,4%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	5,4%	7,1%	8,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<b>EBIT</b>	<b>15,8</b>	<b>23,3</b>	<b>31,3</b>	<b>30,0</b>	<b>31,5</b>	<b>33,1</b>	<b>34,7</b>	<b>36,5</b>	<b>38,3</b>	<b>40,2</b>
- Ertragssteuern	-5,5	-8,2	-11,0	-10,5	-11,0	-11,6	-12,2	-12,8	-13,4	-14,1
+ Abschreibungen	8,5	9,5	10,5	11,3	11,8	12,4	13,0	13,7	14,4	15,1
+/- 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>18,8</b>	<b>24,7</b>	<b>30,8</b>	<b>30,8</b>	<b>32,3</b>	<b>33,9</b>	<b>35,6</b>	<b>37,4</b>	<b>39,3</b>	<b>41,2</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-8,7	-4,2	-3,6	-5,5	-6,2	-7,0	-7,9	-8,9	-10,1	-11,4
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-14,5	-14,6	-14,8	-15,0	-16,0	-17,1	-18,0	-18,9	-19,8	-20,0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-4,5</b>	<b>5,8</b>	<b>12,5</b>	<b>10,3</b>	<b>10,1</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>9,9</b>
<b>Barwerte</b>	<b>-4,3</b>	<b>5,2</b>	<b>10,2</b>	<b>7,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>
Summe Barwerte	52,1									
Terminalwert	51,1									
										in % vom Gesamtwert : 49%
Wert des operativen Geschäfts in Tsd. Euro	103,2									
+ liquide Mittel in Tsd. Euro	17,2									
- Finanzverschuldung in Tsd. Euro	-49,2									
<b>Marktwert Eigenkapital in Tsd. Euro</b>	<b>71,2</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	4,356									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>16,35</b>									

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

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	40%	Fremdkapital :	60%	
risikofreie Rendite :	4,50%	Beta :	1,2	Risikoprämie FK :	2,0%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield :	35,0%
		Zins EK :	14,1%	Zins FK :	4,2%
<b>Wachstum FCF :</b>	<b>0,0%</b>	<b>WACC :</b>	<b>8,18%</b>	<b>Datum :</b>	<b>02.07.07</b>

Quelle: Independent Research

<b>Sensitivitätsanalyse</b> (in Euro)					
		<b>Diskontierungszinssatz</b>			
		7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
<b>Wachstum</b>	0,0%	18,54	<b>16,36</b>	14,80	13,41
	0,5%	19,11	17,18	15,49	14,00
	1,0%	20,25	18,12	16,28	14,66
	1,5%	21,57	19,21	17,18	15,41

Quelle: Independent Research

Fairer Wert auf Basis der Peer-Group-Bewertung 21,03 (alt: 17,44) Euro

### 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 mit der Peer-Group-Analyse einen fairen Wert je Aktie von 21,03 (alt: 17,44) Euro. Der nunmehr deutlich höhere Wert gegenüber unserer letzten Publikation (17.04.) resultiert neben der Prognosenanhebung vor allem aus der gestiegenen Marktbewertung.

<b>Peer-Group-Vergleich</b>				
<b>Unternehmen</b>	<b>KGV</b>		<b>EV / EBIT</b>	
	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>
<b>IT-Services</b>				
<b>AC Service</b>	-	17,6	15,9	10,1
<b>Arxes</b>	13,6	7,2	8,7	6,0
<b>Brain Force</b>	11,3	8,9	5,6	4,3
<b>Cenit</b>	11,2	10,0	6,9	6,1
<b>Personal-Services (PS)</b>				
<b>Adecco</b>	16,4	14,3	9,6	8,4
<b>Allbecon</b>	17,1	11,8	3,4	2,3
<b>Amadeus</b>	16,4	15,7	5,6	5,2
<b>Manpower</b>	20,0	17,4	9,4	7,2
<b>Randstad</b>	16,0	13,7	11,7	9,9
<b>Durchschnitt IT-Services</b>	12,0	10,9	9,3	6,6
<b>Durchschnitt PS-Services</b>	17,2	14,6	7,9	6,6
<b>PS-Services mit Abschlag (30%)</b>	12,0	10,2	5,5	4,6

Quelle: Independent Research; Bloomberg; Kurse vom 02.07.2007

<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, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT	
	2007e	2008e	2007e	2008e
<b>Allgeier Holding AG</b>	1,43	2,33	15,81	23,32
<b>Enterprise Value</b>	17,17	24,65	116,99	131,23
<b>Durchschnittswert</b>	20,91		124,11	
<b>Liquide Mittel</b>			17,19	
<b>Finanzverbindlichkeiten</b>			-49,16	
<b>Faire Marktkapitalisierung</b>			92,14	
<b>Aktienanzahl</b>			4,356	
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>	20,91		21,15	
<b>Gewichtung</b>	0,5		0,5	
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>			21,03	

Quelle: Independent Research; Bloomberg;

Insgesamt resultiert auf Basis der DCF- und Peer-Group-Bewertung ein fairer Wert je Aktie von 18,69 (alt: 16,43) Euro.

<b>Zusammenführende Bewertung</b>		
	Peer-Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	21,03	16,35
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert Gesamt je Aktie (Euro)	18,69	

Quelle: Independent Research

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

## Fazit

- ⇒ Mit den Zahlen für das erste Quartal 2007 konnte Allgeier unsere Erwartungen übertreffen
- ⇒ Bei einem Umsatz von 58,45 (24,69) Mio. Euro erzielte das Unternehmen ein EBITDA nach Holdingkosten und Konsolidierungseffekten von 3,25 (1,00) Mio. Euro
- ⇒ Umsatz- und Ergebnistreiber war insbesondere der Bereich Personal Services
- ⇒ Allgeier hat im Geschäftsbereich Personal Services die Unternehmen ABETEC Gruppe und procur Personaldienstleistungen GmbH übernommen
- ⇒ Nach unserer Einschätzung passen beide Akquisitionen sowohl regional und als auch strategisch gut zu Allgeier. Durch die Übernahmen verfolgt Allgeier zielstrebig seine Strategie, das Akquisitionspotenzial auf dem stark fragmentierten Markt zu nutzen
- ⇒ Allgeier hatte bei Vorlage der Geschäftszahlen 2006 den Ausblick für 2007 angehoben und bei einem erwarteten Umsatz von 250 Mio. Euro ein EBITDA von 18 Mio. Euro in Aussicht gestellt
- ⇒ Wir haben unsere Prognosen entsprechend angepasst und erwarten nunmehr bei einem Umsatz von 294,54 (alt: 257,68) Mio. Euro ein EBITDA von 24,31 (alt: 20,78) Mio. Euro.
- ⇒ Auf Basis der DCF- und Peer-Group-Bewertung resultiert ein neuer fairer Wert je Aktie von 18,69 (alt: 16,43) Euro. Die höhere Bewertung resultiert neben der Prognosenanhebung vor allem aus der gestiegenen Marktbewertung
- ⇒ Bei einem neuen Kursziel von 18,60 (alt: 16,40) Euro votieren wir weiterhin mit Kaufen

Ausgewählte Kennzahlen							
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez IFRS	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>GuV-Kennzahlen</b>							
Umsatz (in Mio. Euro)		39,62	72,01	166,68	294,54	328,23	357,30
EBITDA-Marge		7,6%	9,3%	8,0%	8,3%	10,0%	11,7%
EBIT-Marge		-7,9%	4,4%	4,4%	5,4%	7,1%	8,8%
Nettorendite		-10,2%	2,6%	1,5%	2,1%	3,1%	4,3%
Abschreibungsquote		15,5%	4,9%	3,6%	2,9%	2,9%	2,9%
Operative Kosten / Umsatz		1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Zinsdeckungsgrad		-11,1	3,6	3,1	3,6	4,7	5,8
<b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b>							
Eigenkapitalrendite (ROE)		-23,6%	9,4%	12,7%	24,2%	28,3%	29,9%
ROCE		-13,9%	8,4%	8,1%	17,4%	23,3%	29,0%
ROI		-9,3%	2,7%	1,8%	3,8%	5,6%	7,7%
<b>Bilanzkennzahlen</b>							
Eigenkapitalquote		39,4%	29,2%	14,4%	15,9%	19,9%	25,7%
Anlagendeckungsgrad		125,5%	73,0%	29,8%	45,7%	58,4%	78,0%
Anlagenintensität		31,4%	63,7%	151,1%	129,8%	141,6%	151,5%
Forderungen / Umsatz		23,7%	26,4%	23,2%	20,0%	20,0%	20,0%
Capex / Abschreibungen		16,5%	21,8%	37,1%	41,1%	42,5%	45,1%
Capex / Umsatz		2,6%	1,4%	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%
Working Capital-Quote		22,6%	14,5%	15,4%	11,7%	11,8%	11,8%
<b>Kennziffern je Aktie (in Euro)</b>							
Ergebnis je Aktie		-1,10	0,47	0,59	1,43	2,33	3,52
Free Cash flow je Aktie		-2,14	-2,44	-5,76	1,96	0,26	1,77
Dividende je Aktie		0,00	0,00	0,10	0,15	0,30	0,60
Cash je Aktie		3,03	3,55	4,13	5,57	6,49	7,96
Buchwert je Aktie		4,64	5,05	4,68	5,90	8,23	11,75
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
EV / Umsatz		0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
EV / EBITDA		3,5	5,2	5,4	3,8	2,8	2,2
EV / EBIT		-3,3	10,8	9,9	5,9	4,0	3,0
KGV		-2,3	12,5	16,5	9,4	5,7	3,8
KBV		0,5	1,2	2,1	2,3	1,6	1,1
KCV		-1,2	-2,4	-1,7	6,8	52,3	7,6
KUV		0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Dividendenrendite		0,0%	0,0%	1,0%	1,1%	2,2%	4,5%

Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG

**Allgeier Holding AG****Konzern Gewinn- und Verlustrechnung**

<b>Einheit :</b> Mio. Euro <b>Geschäftsjahresende :</b> 31. Dez <b>Rechnungslegungsstandard :</b> IFRS	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>39,616</b>	<b>72,011</b>	<b>166,680</b>	<b>294,540</b>	<b>328,234</b>	<b>357,297</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	1,4%	81,8%	131,5%	76,7%	11,4%	8,9%
Bestandsveränderungen der Erzeugnisse	0,190	0,677	0,240	0,000	0,000	0,000
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,713	0,609	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Gesamtleistungen</b>	<b>40,139</b>	<b>71,944</b>	<b>166,440</b>	<b>294,540</b>	<b>328,234</b>	<b>357,297</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,07	2,28	1,92	2,95	3,28	3,57
in % vom Umsatz	2,7%	3,2%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%
Materialaufwand	18,508	31,836	50,934	88,951	97,485	104,331
in % vom Umsatz	46,7%	44,2%	30,6%	30,2%	29,7%	29,2%
Personalaufwand	12,928	27,767	90,019	156,680	169,697	180,435
in % vom Umsatz	32,6%	38,6%	54,0%	53,2%	51,7%	50,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,759	7,938	14,046	27,545	31,510	34,301
in % vom Umsatz	17,1%	11,0%	8,4%	9,4%	9,6%	9,6%
<b>EBITDA</b>	<b>3,019</b>	<b>6,680</b>	<b>13,361</b>	<b>24,309</b>	<b>32,823</b>	<b>41,804</b>
EBITDA-Marge	7,6%	9,3%	8,0%	8,3%	10,0%	11,7%
Abschreibungen	6,142	3,498	6,008	8,500	9,500	10,500
in % vom Umsatz	15,5%	4,9%	3,6%	2,9%	2,9%	2,9%
<b>EBIT</b>	<b>-3,123</b>	<b>3,181</b>	<b>7,352</b>	<b>15,809</b>	<b>23,323</b>	<b>31,304</b>
EBIT-Marge	-7,9%	4,4%	4,4%	5,4%	7,1%	8,8%
Finanzergebnis	-0,281	-0,884	-2,350	-4,418	-4,924	-5,359
in % vom Umsatz	-0,7%	-1,2%	-1,4%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
<b>EBT</b>	<b>-3,404</b>	<b>2,297</b>	<b>5,002</b>	<b>11,391</b>	<b>18,400</b>	<b>25,944</b>
EBT-Marge	-8,6%	3,2%	3,0%	3,9%	5,6%	7,3%
Ertragssteuern	-0,840	0,013	-2,162	-3,987	-6,440	-9,081
in % vom EBT	24,7%	0,6%	-43,2%	-35,0%	-35,0%	-35,0%
<b>Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen</b>	<b>-4,244</b>	<b>2,310</b>	<b>2,840</b>	<b>7,404</b>	<b>11,960</b>	<b>16,864</b>
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,000	-0,055	0,000	0,000	0,000	1,000
Minderheitenanteile	-0,214	0,363	0,374	1,184	1,800	2,538
<b>Konzernergebnis</b>	<b>-4,030</b>	<b>1,892</b>	<b>2,466</b>	<b>6,220</b>	<b>10,160</b>	<b>15,326</b>
in % vom Umsatz	-10,2%	2,6%	1,5%	2,1%	3,1%	4,3%
Aktienanzahl	3,678	3,992	4,162	4,356	4,356	4,356
<b>Ergebnis je Aktie</b> in Euro	<b>-1,10</b>	<b>0,47</b>	<b>0,59</b>	<b>1,43</b>	<b>2,33</b>	<b>3,52</b>
Dividende je Aktie in Euro	0,00	0,00	0,10	0,15	0,30	0,60

Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG

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

**Allgeier Holding AG****Konzernbilanz**

<b>Einheit :</b> <b>Geschäftsjahresende :</b> <b>Rechnungslegungsstandard :</b>	Mio. Euro 31. Dez IFRS	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Aktiva</b>							
Anlagevermögen							
Immaterielle Vermögensgegenstände		11,648	24,621	59,937	49,291	53,317	57,274
Sachanlagen		1,934	2,996	5,518	6,933	8,018	8,333
Finanzanlagen		0,013	0,000	0,042	0,042	0,042	0,042
<b>Summe Anlagevermögen</b>		<b>10,078</b>	<b>13,595</b>	<b>27,617</b>	<b>65,496</b>	<b>56,266</b>	<b>61,377</b>
Umlaufvermögen							
Vorräte		3,903	0,645	0,651	0,850	0,977	1,080
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		11,218	20,208	43,655	66,161	73,729	80,257
Forderungen aus Lieferung und Leistungen		9,401	18,979	38,658	58,797	65,523	71,325
Übrige Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		1,817	1,229	4,997	7,364	8,206	8,932
Wertpapiere		0,522	0,016	0,717	0,717	0,717	0,717
Flüssige Mittel		10,621	14,165	16,469	23,543	27,549	33,978
<b>Summe Umlaufvermögen</b>		<b>17,829</b>	<b>26,264</b>	<b>35,033</b>	<b>61,492</b>	<b>91,270</b>	<b>102,971</b>
Aktive latente Steuern		3,372	3,775	7,725	13,651	15,213	16,560
Rechnungsabgrenzungsposten		0,104	0,190	0,365	0,645	0,719	0,782
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte		0,000	2,433	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Summe Aktiva</b>		<b>43,334</b>	<b>69,052</b>	<b>135,070</b>	<b>161,832</b>	<b>180,280</b>	<b>199,023</b>
<b>Passiva</b>							
Eigenkapital							
Gezeichnetes Kapital		3,000	4,124	4,536	4,536	4,536	4,536
Kapitalrücklage		12,212	12,564	15,842	15,842	15,842	15,842
Gewinnrücklagen		0,277	0,277	0,277	0,277	0,277	0,277
Eigene Anteile		-0,202	-0,458	-1,399	-1,399	-1,399	-1,399
Gewinn-/Verlustvortrag		1,774	1,774	-2,258	2,779	11,139	23,926
Wechselkursänderungen		-0,003	-0,002	0,033	0,033	0,033	0,033
Jahresüberschuss für Anteilseigner		0,000	1,891	2,457	3,641	5,441	7,979
<b>Summe Eigenkapital</b>		<b>17,058</b>	<b>20,170</b>	<b>19,488</b>	<b>25,708</b>	<b>35,868</b>	<b>51,193</b>
Minderheitenanteile		2,311	-0,922	1,993	1,993	1,993	1,993
Langfristige Schulden							
Genussrechte		7,000	7,000	13,000	13,000	13,000	13,000
Rückstellungen für Pensionen		0,309	0,621	0,767	0,805	0,846	0,888
Passive latente Steuern		0,532	2,024	8,319	14,700	16,382	17,832
Verzinsliche Darlehen		4,000	13,000	26,209	25,209	26,999	26,349
Sonstige Schulden		0,000	1,537	3,020	3,020	3,020	3,020
<b>Summe langfristiger Schulden</b>		<b>11,841</b>	<b>24,181</b>	<b>51,314</b>	<b>56,734</b>	<b>60,246</b>	<b>61,089</b>
Kurzfristige Schulden							
Steuerrückstellungen		1,071	1,552	2,104	2,210	2,320	2,436
Sonstige Rückstellungen		1,699	4,160	7,320	12,935	14,414	15,691
Verzinsliche Darlehen		1,298	4,928	9,951	10,289	10,725	10,421
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		4,301	5,598	11,034	19,497	21,728	23,652
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen		0,231	0,679	0,523	0,647	0,504	0,384
Sonstige Verbindlichkeiten		3,471	8,507	31,263	31,699	32,367	32,058
Rechnungsabgrenzungsposten		0,055	0,200	0,081	0,122	0,115	0,107
<b>Summe kurzfristiger Schulden</b>		<b>12,125</b>	<b>25,623</b>	<b>62,276</b>	<b>77,398</b>	<b>82,174</b>	<b>84,748</b>
<b>Summe Passiva</b>		<b>43,334</b>	<b>69,052</b>	<b>135,070</b>	<b>161,832</b>	<b>180,280</b>	<b>199,023</b>

Quelle: Independent Research, Allgeier Holding AG

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

<b>Allgeier Holding AG</b>					
<b>Konzern-Kapitalflussrechnung</b>					
	<b>Einheit : Mio. Euro</b>				
	<b>Geschäftsjahresende : 31. Dez</b>				
	<b>Rechnungslegungsstandard : IFRS</b>				
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit	3,181	7,352	15,809	23,323	31,304
Abschreibungen auf das Anlagevermögen	3,498	6,008	8,500	9,500	10,500
Aufwendungen aus dem Abgang des Anlagevermögens	0,007	0,024	0,000	0,000	0,000
Veränderungen der latenten Steuern	-0,718	0,002	0,455	0,120	0,103
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,022	-0,416	0,038	0,040	0,042
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	-1,521	0,336	14,848	-2,468	-1,229
Zinserträge	0,267	0,272	0,000	0,000	0,000
Zinsaufwendungen	-1,151	-2,622	-4,418	-4,924	-5,359
Gezahlte Ertragssteuern	-0,681	-2,733	-3,987	-6,440	-9,081
<b>Cash flow aus der betrieblichen Tätigkeit vor Working Capital Veränderungen</b>	<b>2,905</b>	<b>8,223</b>	<b>31,246</b>	<b>19,152</b>	<b>26,281</b>
Veränderung Vorräte	1,636	0,311	-0,199	-0,127	-0,103
Veränderung Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-1,196	-2,669	-20,139	-6,726	-5,802
Veränderung sonstige Aktivposten	1,468	-2,513	-2,647	-0,916	-0,790
Veränderung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-1,576	0,320	8,464	2,230	1,924
Zuführung von sonstigen Rückstellungen	2,282	5,673	0,000	0,000	0,000
Verbrauch von sonstigen Rückstellungen	-1,391	-3,873	5,720	1,590	1,392
Veränderung sonstige Passivposten	1,433	-0,874	0,601	0,519	-0,438
<b>Cash flow aus der betrieblichen Tätigkeit</b>	<b>5,560</b>	<b>4,599</b>	<b>23,046</b>	<b>15,723</b>	<b>22,464</b>
Auszahlungen für Investitionen in das Anlagevermögen	-1,336	-2,281	-2,526	-2,611	-2,772
Einzahlungen aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögen	0,167	0,025	0,000	0,000	0,000
Auszahlungen aus dem Erwerb von Tochterunternehmen	-12,812	-26,308	-12,000	-12,000	-12,000
Auszahlungen aus dem Erwerb von sonstigen Gegenständen	-1,789	0,000	0,000	0,000	0,000
Einnahmen aus dem Verkauf von Tochterunternehmen	0,466	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Cash flow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-15,304</b>	<b>-28,564</b>	<b>-14,526</b>	<b>-14,611</b>	<b>-14,772</b>
Einzahlungen aus der Kapitalerhöhung	1,495	3,690	0,000	0,000	0,000
Direkt in das Eigenkapital gebuchte Kosten der Kapitalerhöhung	-0,019	0,000	0,000	0,000	0,000
Veränderung eigener Anteile	-0,257	-0,557	0,000	0,000	0,000
Emission von Genussscheinen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aufnahme von Nachrangdarlehen	6,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aufnahme Darlehen	9,788	27,484	0,000	0,000	0,000
Tilgung von Bankdarlehen	-4,910	-7,637	-0,226	2,894	-1,263
Veränderung Anteile Minderheitsgesellschafter	0,675	0,901	0,000	0,000	0,000
<b>Cash flow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>12,772</b>	<b>23,881</b>	<b>-0,226</b>	<b>2,894</b>	<b>-1,263</b>
Cash-flow aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Summe der Cash flows</b>	<b>2,854</b>	<b>1,216</b>	<b>8,294</b>	<b>4,006</b>	<b>6,429</b>
Wechselkursbedingte Veränderungen des Finanzmittelfonds	0,002	0,033	0,000	0,000	0,000
<b>Veränderung des Finanzmittelfonds</b>	<b>2,856</b>	<b>1,249</b>	<b>8,294</b>	<b>4,006</b>	<b>6,429</b>
Flüssige Mittel am Anfang des Wirtschaftsjahres	11,144	14,000	15,249	23,543	27,549
Flüssige Mittel am Ende des Wirtschaftsjahres	14,000	15,249	23,543	27,549	33,978

Quelle: Independent Research, Allgeier Holding AG

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

## 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, 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>).



**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 03.07.2007**

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: 03.07.2007**

**Independent Research GmbH  
Senkenberganlage 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)