

Company Report

Datum der Veröffentlichung: 14.04.2005

Allgeier Holding AG

Services

[> Click here for Disclaimer](#)

Expansion mit Augenmass Oder: Der Gewinn liegt im Einkauf

Rating (12M):

Kaufen seit: 14.04.2005
 Letzte Ratingänderung: Erstanalyse
 Kursziel: € 7,00
 seit: 14.04.2005
 Kurs (13.04.2005, 15:50): € 5,05
 Hoch/Tief 250 Tage: € 5,79 / 2,54
 Nächstes Update: unbestimmt



Analyst: Karsten Siebert, CEFA
- Finanzanalyst -

Telefon: (+49) (0) 621 / 43061-31

Email: karsten.siebert@midas-research.de

Zahlen je Aktie in € *

	2004p	2005e	2006e
EPS	-0,30	0,36	0,48
KGV	n.s.	14,0	10,5
CashFlow	0,97	1,45	1,67
KCV	5,2	3,5	3,0
Dividende	0,00	0,00	0,00
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert**	6,57	6,78	7,25
Cash netto	2,23	2,72	3,27

*: Kapitalerhöhung um 299.000 Aktien berücksichtigt

** : ohne Genussrechte Geschäftsjahr per 31.12.

Basis Informationen

Anzahl Aktien in Mio.: 3,0 *
 Börsenwert in Mio. €: 15,2 *
 Streubesitz: ca. 40%
 Reuters Symbol: AEIG.DE
 XETRA Symbol: AEI.ETR
 WKN: 508 630
 ISIN: DE0005086300
 Hauptindex: General Stand.
 Tagesumsatz Ø 30 Tage: € 21.273
 Tagesumsatz Ø 250 Tage: € 8.319
 Info: www.allgeier-holding.de
 * ohne angekündigte Kapitalerhöhung

Vom Kapitalmarkt noch weitgehend unbemerkt formiert sich unter dem Dach der Allgeier Holding AG ein mittelständisch geprägter Dienstleistungskonzern, der schon bald in Umsatzregionen von EUR 80-100 Mio. vorstoßen sollte. Der Hauptfokus liegt dabei derzeit auf dem Geschäftsfeld IT-Dienstleistungen, das aktuell sowohl organisch als auch insbesondere durch Zukäufe dynamisch wächst. Dabei kann die Allgeier Group auf ein seit vielen Jahren etabliertes Stammgeschäft im Bereich ERP- und DMS-Branchenlösungen zurückgreifen.

Das Unternehmen sieht sich allerdings nicht auf den IT-Bereich beschränkt, sondern begreift sich als ein Servicepartner für mittelständische und vor allem Großunternehmen. Damit liegt die Allgeier Group u.E. voll im aktuellen Trend in der deutschen Wirtschaft, Geschäftsprozesse weiter zu flexibilisieren und so Fixkostenblöcke in variable Kosten zu transformieren. Wir gehen davon aus, dass sich dieser übergeordnete Anspruch des Geschäftsmodells von Allgeier in den weiteren Akquisitionen noch deutlicher zeigen wird.

Company Report

Der derzeitige Expansionsschwerpunkt IT-Dienstleistungen hat das Unternehmen bereits in eine neue Dimension bei Umsatz und Ertrag geführt. Und die weitere Entwicklung erscheint uns aufgrund der bereits vollzogenen Akquisitionen profitabler Einheiten, die im Jahresergebnis 2004 aber noch gar nicht bzw. nur anteilig enthalten sind, in hohem Masse planbar. So hat Allgeier bereits in 2004 einen nachhaltigen Swing beim EBITDA um EUR 4,1 Mio. auf ausgewiesene EUR 2,9 Mio. vollzogen. Dieser sollte sich in 2005 allein aufgrund von Konsolidierungseffekten nach unserer Schätzung auf über EUR 5 Mio. fortsetzen.

Die Ertragsstärke wird auch an dem von uns erwarteten Cashflow (nach IFSR) von knapp einem Euro je Aktie (vor Kapitalerhöhung) im abgelaufenen Jahr deutlich; allein die erfolgte abschließende Bereinigung von noch bestehenden Altlasten in Form von Firmenwertabschreibungen hat dies noch nicht auf das Konzernergebnis durchschlagen lassen.

Anleger haben deshalb jetzt die Chance, die Aktie zu einem Zeitpunkt zu erwerben, an dem der Ertragschub quasi schon in den Büchern steht, aber dem oberflächlichen Betrachter noch verborgen geblieben ist. Sowohl der Vergleich mit ähnlichen, börsennotierten Wettbewerbern als auch unsere Analyse auf Basis der Discounted Cashflow Methode zeigen eine deutliche Unterbewertung der Allgeier Group. Wir stufen die Aktie deshalb mit „Kaufen“ und einem anfänglichen Kursziel von EUR 7,00 ein. Dies entspricht konservativ gerade einmal etwas mehr als dem von uns für 2005 geschätzten Buchwert. Weitere wertsteigernde Akquisitionen, von denen wir ausgehen, bieten hier zusätzliche Perspektiven.

Die Allgeier Group im Überblick - Geschäftsmodell, Management und Strategie

Die Allgeier Group in ihrer heutigen Form ist 2002 aus der *Allgeier Computer AG* entstanden. Das operative Geschäft wurde in eine Tochtergesellschaft ausgegliedert und die **Neuausrichtung** als Allgeier Holding AG konsequent vorangetrieben. Das Unternehmen geht ausschließlich mehrheitliche **Beteiligungen** an wachstumsstarken Unternehmen ein, die die bestehenden Geschäftsfelder ergänzen und in ihrer Entwicklung fördern bzw. das Dienstleistungsspektrum verbreitern. Allgeier setzt dabei auf ein eigenständiges und selbstverantwortliches Management in den Einzelgesellschaften, das aber durch die Gruppenführung in allen Belangen der Unternehmensführung aktiv unterstützt wird. Ferner werden so bestehende Kundenkontakte auch auf Gruppenebene nutzbar gemacht und das Serviceangebot übergreifend zur Verfügung gestellt. Allgeier wird dadurch zu einem interessanten Partner auch für größere, überregional aufgestellte Unternehmen. Schließlich lassen sich im Konzernverbund bessere Finanzierungsmodelle gestalten, als das den Einzelunternehmen möglich wäre. Die Allgeier Group hat derzeit zwei Geschäftsfelder, den **Geschäftsbereich IT** und den **Geschäftsbereich Basistechnologie**. Der Fokus liegt aber mittlerweile klar auf dem Geschäftsbereich IT.

Als der jetzige Vorstand *Georg Dürschmidt*, ein erfahrener Beteiligungsmanager, in 2002 das Aktienpaket (aktuelle Beteiligungsquote: 28%) von dem ursprünglichen Firmengründer *Robert Allgeier sen.* übernahm, fand er eine Unternehmensgruppe vor, die als typisches ehemaliges „Kind“ des Neuen Marktes weit hinter den ursprünglichen Planungen beim Börsengang in 2000 zurück geblieben war und unter hohen Verlusten litt.

Company Report

Primäres Ziel des Engagements der **neuen Mannschaft** war es zum damaligen Zeitpunkt nach unserer Einschätzung, ein wegen des Verlustvortrages steuereffizientes Dach für diverse Beteiligungen, insbesondere aber für ein angestrebtes Investment im Bereich Telekommunikations-Infrastruktur (EA-Group) zu erhalten. Hieraus ist in nur zweieinhalb jähriger Arbeit eine inzwischen klar auf IT-Dienstleistungen fokussierte Gruppe geworden. Neben der **strategischen Ausrichtung** hat das Management auch einen operativen Kraftakt – gekennzeichnet etwa durch eine Personalreduktion um ca. 160 Mitarbeiter – vollbracht und dabei nicht nur das Altgeschäft der Allgeier Computer AG durch den Fokus auf IT Solutions wieder auf profitable Beine gestellt, sondern auch dem eingetretenen Margenverfall im Telekommunikations-Infrastruktur-Bereich erfolgreich gegengesteuert.

Gerade gegenüber Unternehmen, die primär über Zukäufe wachsen, wird oft Skepsis laut, wie sich eine derartige Anhäufung von operativen Einheiten sinnvoll managen lässt. Dass das mit einer Mischung aus dezentraler Ergebnisverantwortung und zentralem Controlling grundsätzlich möglich ist, zeigen erfolgreiche Geschäftsmodelle wie die *Gesco AG* oder die *Indus Holding AG*.

In der Erfahrung und den **Leistungen des Managements** sollten Anleger den entscheidenden Erfolgsfaktor auch im Fall der Allgeier Group sehen. Nicht nur die strategische Positionierung im Wachstumsmarkt Outsourcing-Dienstleistungen, sondern vor allem auch das direkte Eingreifen vor Ort – falls wie im Fall der EA-Gruppe nötig – sprechen für sich. Allerdings würden wir mit Ausweitung des Geschäftsvolumens der Allgeier Group mittelfristig auch eine Erweiterung des Holdingvorstands erwarten.

Risiken bestehen grundsätzlich aber auch im operativen Geschäft selbst. Zwar gelten IT-Dienstleistungen weiterhin als ein Wachstumssegment, Preisdruck hat aber inzwischen auch hier Einzug gehalten. Projekte auf Festpreisbasis, reines Implementierungsgeschäft mit einem hohen Hardware-Anteil bei minimaler Handelsmarge oder auch das Anbieten von Rechenzentrums-Kapazitäten als Outsourcing können schnell zu Preisunterdeckungen führen. Allgeier versucht sich deshalb auf Dienstleistungen mit einem überschaubaren Risikoprofil wie z.B. die **Übernahme des laufenden Betriebs der IT-Infrastruktur von Unternehmen** zu konzentrieren.

Eine weitere Risikominderung ergibt sich im Geschäftsmodell der Allgeier Group aus dem **Fokus auf lokales Geschäft** bzw. auf Branchen mit ausgesprochenem **Nischencharakter** wie z.B. den Holz- und Baustoffhandel (ERP-Lösung) oder das Krankenhauswesen (DMS-Lösung). Der IT-Dienstleistungsmarkt zeichnet sich immer noch durch einen hohen Fragmentierungsgrad aus. Lokale Anbieter oder solche mit einem ausgeprägten Branchenfokus verfügen deshalb in der Regel über besonders etablierte und stabile Kundenbeziehungen, die bei Eingliederung in größere organisatorische Einheiten oft verloren gehen. Die Holdingstruktur der Allgeier Group trägt diesem Phänomen u.E. also besondere Rechnung. Durch den Portfoliogedanken wird andererseits dem Risiko, das sich aus der Abhängigkeit von der Wirtschaftskraft einzelner Branchen oder in einzelnen Regionen ergibt, konsequent Rechnung getragen. Insofern erwarten wir von Allgeier nach Erreichen der kritischen Masse überdurchschnittlich hohe und stabile Margen.

Die Führungsstruktur und die Ausrichtung auf lokales bzw. branchenbezogenes Geschäft stellen daneben einen wichtigen Faktor bei der Akquisition weiterer Gesellschaften dar. Vergleichbar mit dem Konzept der *Gesco AG* sucht Allgeier neue Gesellschaften insbesondere im Rahmen von **Nachfolgelösungen** zu erwerben. Die abgebenden Eigentümer legen dabei oftmals Wert auf Wahrung des speziellen Charakters ihrer Unternehmen auch durch den neuen Eigentümer. Allgeier darf sich also auch bei den weiteren Akquisitionen gute Chancen ausrechnen, einen erheblichen Mehrwert für die Aktionäre realisieren zu können.

Company Report

Die Geschäftsbereiche der Allgeier Group

Geschäftsbereich IT

Der Geschäftsbereich IT steht zunehmend im Fokus der Konzernstrategie. Nachdem in den Jahren 2002 und 2003 die Basis für den **Turnaround des Altgeschäfts** der ehemaligen Allgeier Computer AG gelegt wurde, was mit einem Abbau der Belegschaft und der Schließung defizitärer Auslandstöchter verbunden war, stellte sich in 2004 bereits ein signifikanter Ergebnisbeitrag des Geschäftsbereichs IT ein. **Zwei attraktive Neuerwerbungen** ließen dabei in 2004 das Portfolio auf sechs operative IT-Gesellschaften anwachsen. Der Geschäftsbereich IT gliedert sich in die nachfolgenden drei Geschäftseinheiten:

▪ IT Solutions Deutschland

Die *IT Solutions Deutschland*, zu der zwei Gesellschaften gehören, umfasst schwerpunktmäßig das alte Stammgeschäft der Allgeier Computer AG im Bereich *Enterprise Resource Planning (ERP)*. Insbesondere für den Mittelstand bietet das Unternehmen mit *AC Logic* ein proprietäres ERP-Komplettsystem als branchenspezifische Lösung. Das Hauptaugenmerk liegt im Bereich Baustoff- und Holzhandel, bei dem Allgeier als Anbieter branchenspezifischer Software zu den Marktführern

zählt. Mit rund 500 Kunden erwirtschaftete die IT Solutions Deutschland 2003 einen **Umsatz** von **EUR 4,6 Mio.** Rückstellungsbedingt wies die Einheit beim EBIT in 2003 noch rote Zahlen auf. In 2004 sollte unterm Strich jedoch wieder ein schwarzes Ergebnis gestanden haben.

Zusatzmodule für das ERP-Komplettsystem AC Logic

AC Archive	- Elektronisches Archivierungs- und Dokumenten-Management-System
AC Cash	- On-/Offline-Kassenanbindung von PC-basierten Kassensystemen (POS-Software)
AC C.R.M.	- Customer Relationship Management (CRM)
AC C.T.I.	- Integrierte Computertelefonie (CTI)
AC Finac	- Zertifizierte Fibu-Software Finanzbuchhaltung und Kostenrechnung mit IDEA-Schnittstelle
AC Mobile	- Mobile Außendienststeuerung
AC ODBC	- Schnittstelle zur Datenauswertung
AC Roamer	- Mobile Datenerfassung
AC Shop	- Branchenspezifischer Internetshop

Quelle: Allgeier Holding; MIDAS Research

▪ IT Solutions Benelux

Die *IT Solutions Benelux*, zu der zwei Gesellschaften in Brüssel und Amsterdam gehören, bildet seit 2002 eine Einheit. Der Geschäftsschwerpunkt liegt im Bereich *Dokumentenmanagement-Software (DMS)* mit Fokus auf die allgemeine Industrie sowie den Spezialbereich Krankenhäuser. Auch hier bietet Allgeier mit der Software *AC Archive* eine eigene System-Lösung an, die modular aufgebaut ist. Mit der jüngsten Version 2.6, die Ende 2004 am Markt eingeführt wurde, hat man die Benutzerfreundlichkeit weiter erhöht. Neben den bisher berücksichtigten Datenbanken werden nun auch *Oracle* Datenbanken unterstützt. Beim Modul AC Desktop wurden insbesondere die Scan-Funktionalitäten verbessert. Die aufgrund der seinerzeitigen Investitionszurückhaltung in der IT-Branche ehemals defizitäre Einheit konnte mittlerweile restrukturiert werden, so dass bereits in 2003 bei einem **Umsatz** von **EUR 3,5 Mio.** ein positives Ergebnis erzielt wurde. Die Ertragslage gestaltete sich in 2004 stabil, so dass auf weiteres Wachstum gesetzt werden kann.

Company Report

Besonders der Bereich IT-Services sollte weiter ausgebaut werden. Diese Tendenz zeigt sich auch bei den jüngsten Zukäufen in Deutschland, wo inzwischen eine eigene Geschäftseinheit mit IT-Dienstleistungen gebildet wurde.

Zusatzmodule für das DMS-Komplettsystem AC Archive

AC Document Server	- Herzstück der Software-Lösung; Relationale Datenbank, die Zugang und Speicherung regelt
AC Desktop	- Client für Windows-basierte Plattformen, mit dem auf die Datenbanken zugegriffen wird
AC Web Link	- Modul, um AC Archive über einen Internet-Browser zu nutzen
AC Power Search	- Modul zur Volltextsuche in Dokumenten
AC Visual COLD	- Modul zur Archivierung von gedruckten Dokumenten
AC Capture	- Scan-Funktionalität zur Digitalisierung aller Dokumente in Papierform
AC Optical Storage	- Entnimmt Dokumente aus der Datenbank und speichert sie extern bei gleichen Zugriffszeiten
AC Open Link	- Offener Port, der den Zugriff auf alle Funktionalitäten der Software erlaubt

Quelle: Allgeier Holding; MIDAS Research

▪ IT-Dienstleistungen

Die Allgeier Group hat ihr Beteiligungsportfolio im April 2004 mit der *GFU Kiefer GmbH & Co KG* weiter ausgebaut und damit zugleich den Startschuss für den Aufbau des Geschäftsfeldes IT-Dienstleistungen gegeben, das zukünftig den Schwerpunkt der IT-Aktivitäten bilden soll. Die GFU wurde im Rahmen einer Nachfolgeregelung zu 90% übernommen, 10% des 1988 gegründeten Unternehmens gingen dabei an das Management der Gesellschaft. Mit der GFU wurde ein Unternehmen akquiriert, das sich auf IT-Dienstleistungen spezialisiert hat. Dazu zählen insbesondere systemnahe Softwareentwicklungen sowie der Betrieb und Support von IT-Infrastrukturen. Ergänzt werden die Leistungen durch Consulting Services. Die GFU erzielte in 2003 einen Umsatz von über EUR 11 Mio. und schreibt seit Jahren schwarze Zahlen. GFU beschäftigt rund 100 Mitarbeitern, davon einen Großteil auf Consulting-Basis, und zählt Firmen wie Siemens und Sun Microsystems zu ihren Kunden. Im Allgeier Konzern wird das Unternehmen seit Mai 2004 konsolidiert.

Mit der unlängst erfolgten Übernahme der *ICC InfoTeSys Computer Consulting GmbH* per 30. Dezember 2004 setzt Allgeier die Strategie fort, den IT-Dienstleistungsbereich weiter auszubauen. ICC bietet Dienstleistungen und Entwicklungen im Umfeld komplexer IT-Anwendungen. Zu den Kunden zählen u.a. T-Mobile Deutschland, die Postbank oder die Europäische Union. In 2004 konnte ICC mit ihren 80 freien und fest angestellten Mitarbeitern einen Umsatz von über EUR 11 Mio. erzielen. Das Unternehmen arbeitet seit Jahren profitabel.

Als langfristig interessant kann auch die von ICC entwickelte E-Mail Verschlüsselungssoftware *JULIA MailOffice* gesehen werden. Im Gegensatz zu einem client-basierten Verschlüsselungssystem verlagert man die Verschlüsselung auf ein zentrales Gateway. JULIA Mail Office wird als zusätzlicher SMTP-Mailserver (Simple Mail Transfer Protocol) zwischen Internet und Intranet geschaltet. Der gesamte E-Mail-Verkehr eines Unternehmens wird folglich zentral überwacht, verschlüsselt und dem Empfänger der „Schlüssel“ zugesandt. Aufwendige

Company Report

Einzellösungen entfallen. Das System ist weniger kompliziert und sehr kostengünstig. Ein Beleg für die Sicherheit und Leistungsfähigkeit dürfte darin gesehen werden, dass sich das Bundesamt für Datensicherheit für den Einsatz von JULIA MailOffice entschieden hat. Das Programm sichert somit die Kommunikation der Bundesbehörden und Bundesministerien. Auch der Bundesverband Deutscher Banken vertraut inzwischen auf die JULIA MailOffice Technologie. Bisher wurden mit der Software rund EUR 0,4 Mio. umgesetzt, Allgeier rechnet jedoch mit einem deutlichen Wachstum. Bei entsprechendem Erfolg besteht die Option, diesen Bereich in eine eigene GmbH auszugliedern und den Entwicklern der Software so die Möglichkeit zu bieten, sich am Unternehmen zu beteiligen.

Für den gesamten Geschäftsbereich IT hat Allgeier in 2004 durch die genannten Akquisitionsprojekte die Voraussetzung für weiteres Wachstum geschaffen. Besonders ist in diesem Zusammenhang darauf hinzuweisen, dass alle Unternehmen des Geschäftsbereichs positive Cashflows erwirtschaften und zudem schuldenfrei sind. Nach und nach soll – wie bereits ausgeführt – der Schwerpunkt vom Produktgeschäft hin zum Dienstleistungsgeschäft verlagert werden, wie es sich auch in den letzten Akquisitionen bereits zeigt. Allgeier sieht gerade bei IT-Services noch gute Positionierungsmöglichkeiten. Strategisches Ziel ist es daher, zügig ein Portfolio an Dienstleistungsunternehmen aufzubauen, um eine relevante Größe zu erlangen, die das Unternehmen auch als möglichen **Partner von Großunternehmen** qualifiziert. Binnen zwei bis drei Jahre will man so eine schlagkräftige IT-Dienstleistungseinheit formen. In den Akquisitionsfokus geraten entsprechend insbesondere IT-Unternehmen, die bereits Geschäftsbeziehungen zu Großunternehmen unterhalten. Mit der verstärkten Ausrichtung auf Großkunden will Allgeier den Zugang auch zu großvolumigen IT-Budgets aus dem Unternehmenssektor erlangen, die sich zudem durch eine bessere Planbarkeit auszeichnen. Für steigende Margen sollte dabei die Spezialisierung auf höherwertige „unternehmenskritische“ Leistungen sorgen.

Geschäftsbereich Basistechnologie

Der *Geschäftsbereich Basistechnologie* stellt inzwischen aus Konzernsicht eine Aktivität mit eher abnehmender Bedeutung dar, der sich wegen der Ertragsprobleme der letzten Jahre zudem auf dem **Prüfstand** befindet. Operativ besteht der Bereich aus der 51%igen Beteiligung an der *EA Elektroautomatik*-Gruppe, die neben dem Stammhaus in Viersen noch eine Tochtergesellschaft in Bremen sowie eine Vertriebsgesellschaft in England unterhält. Die EA Elektroautomatik-Gruppe verfügt über ein breites Produktspektrum an Stromversorgungsanlagen und Geräten, die in zahlreichen Branchen eingesetzt werden. Sei 1993 bietet die EA auch spezielle Lösungen für Telekommunikationsgesellschaften insbesondere im Bereich der Backup-Systeme im Mobilfunkbereich an.

Die Unternehmensgruppe erzielte 2003 einen Umsatz von EUR 31 Mio. Belastet wurde das Ergebnis allerdings mit außerordentlichen Kosten in Höhe von EUR 2,3 Mio. für notwendige Maßnahmen zur Verbesserung der Produktivität. Das Segment-EBIT des Allgeier Konzerns fiel in 2003 entsprechend mit EUR -2,1 Mio. negativ aus. Aufgrund des negativen Jahresergebnisses des Geschäftsbereichs Basistechnologie wurde zudem eine Firmenwertabschreibung auf die EA in Höhe von EUR 3 Mio. erforderlich. Auch in 2004 waren im Allgeier Konzern erneut Firmenwertabschreibungen in Höhe von EUR 3,6 Mio. zu verkraften, die, wie bereits in der Ad hoc vom 30.12.2004 angekündigt, im Wesentlichen wiederum der EA zuzuschreiben sind. Ferner belasteten Rückstellungen für Abfindungen im Rahmen von Personalmaßnahmen.

Trotz dieser erheblichen Einmalbelastungen sollte jedoch nicht verkannt werden, dass bei der EA-Gruppe in 2004 bereits ein **signifikanter Turnaround** zu verzeichnen ist, der wesentlich darauf

Company Report

zurückgeführt werden kann, dass Vorstand *Christian Eggenberger* 2003 aus dem Vorstand der Allgeier Holding ausgeschieden ist und zum 1.1.2004 die Geschäftsführungsfunktion bei der EA angetreten hat, um die Restrukturierung dort voranzutreiben. Die EA wurde mittlerweile neu ausgerichtet und dadurch wieder eine positive Ergebnisentwicklung ermöglicht. Bereits zum Halbjahr 2004 konnte trotz eines Umsatzes von nur noch EUR 12,9 (16,0) Mio. wieder ein positives Segmentergebnis von EUR 0,1 (-0,9) Mio. erreicht und vor allem auch der Cashflow mit EUR 1,2 (-0,6) Mio. nachhaltig gesteigert werden.

Das **Telekommunikationsgeschäft** der EA, das unter Margendruck wegen des zögerlichen Aufbaus von UMTS-Sendestationen durch die Mobilfunkunternehmen leidet, wurde ferner im Juli 2004 in ein 50/50 **Joint Venture** mit einem Wettbewerber eingebracht. Dieser hat mittlerweile die Option genutzt, das Joint Venture gänzlich zu übernehmen. Auf die Umsatzentwicklung des Allgeier Konzerns hat diese Transaktion ceteris paribus eine deutliche Auswirkung, denn auf das Telekommunikationssegment entfiel in 2003 noch ein Umsatz von rund EUR 15 Mio. und damit knapp die Hälfte des Umsatzes des Geschäftsbereichs Basistechnologie insgesamt. In 2004 wurde das Telekommunikationssegment dann nur noch für das erste Halbjahr voll konsolidiert, so dass der Umsatz des Geschäftsbereichs Basistechnologie laut der vorläufigen Zahlen um ca. EUR 9 Mio. unter dem Vorjahresumsatz bzw. noch bei rund EUR 22,5 (31,5) gelegen hat. In 2005 spielen die Telekommunikationsaktivitäten durch die Abgabe des Joint Ventures dann keine Rolle mehr, so dass wir für den **Geschäftsbereich Basistechnologie** noch von einem Umsatz in Höhe von EUR 13 bis 14 Mio. ausgehen, allerdings bei klar gesteigerter Profitabilität.

Weiterer Geschäftsbereich in Planung

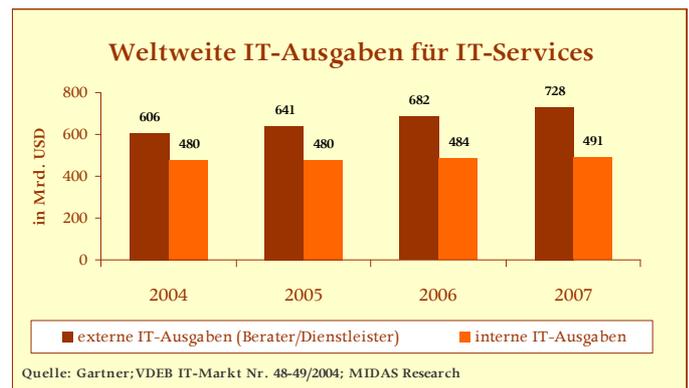
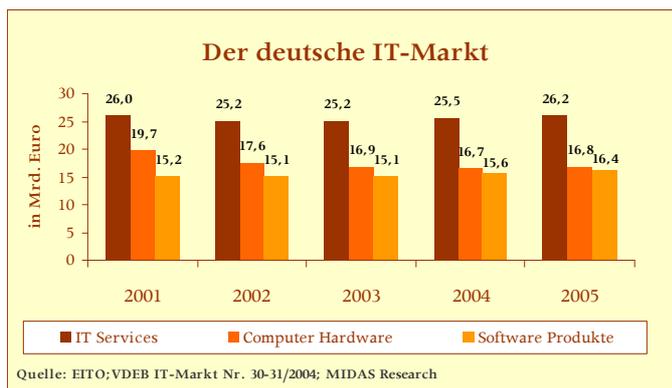
Wie der Ad hoc Meldung vom 18. Februar 2005 zu entnehmen ist, hat die Allgeier Holding einen „Letter of Intent“ unterzeichnet bezüglich des Erwerbs einer deutschen, mittelständischen Unternehmensgruppe, die im **Dienstleistungsbereich** tätig ist und einen Umsatz von über EUR 20 Mio. erwirtschaftet. Die Ausführungen legen den Schluss nahe, dass es sich bei dem Unternehmen nicht um ein Unternehmen unmittelbar aus der IT-Branche handelt. Daher gehen wir von einer horizontalen Erweiterung des Leistungsspektrums der Allgeier Gruppe aus, die einen weiteren Geschäftsbereich konstituiert, der aber ebenfalls dem Servicebereich zuzuordnen ist. Insofern sollte dieser Erwerb, sofern er vollzogen wird, das Selbstverständnis der Allgeier Gruppe als Servicepartner für mittelständische und vor allem Großunternehmen weiter akzentuieren. Die bestehenden vielfältigen Kundenbeziehungen bieten hierfür sicherlich eine interessante Plattform. Als **integrierter Dienstleistungskonzern** sollte sich Allgeier schließlich auch aus der Sicht des Kapitalmarkts anders positionieren können. Durch ein einheitliches übergeordnetes Geschäftskonzept dürfte die zur Zeit bei manchem Anleger noch wahrgenommene Nähe zu Holding-Gesellschaften allmählich verloren gehen. Da Holdings an der Börse oftmals einen gewissen Bewertungsabschlag erleiden, bestünde u.E. in einer klaren Zuordnung der Allgeier Gruppe zum Dienstleistungssektor eine zusätzliche Chance auf Höherbewertung.

Allerdings bleiben die Fakten zunächst abzuwarten. Für unsere Ergebnisprognose und die darauf fußende Bewertung haben wir die angekündigte Akquisitionsabsicht daher auch nicht in Betracht gezogen.

Company Report

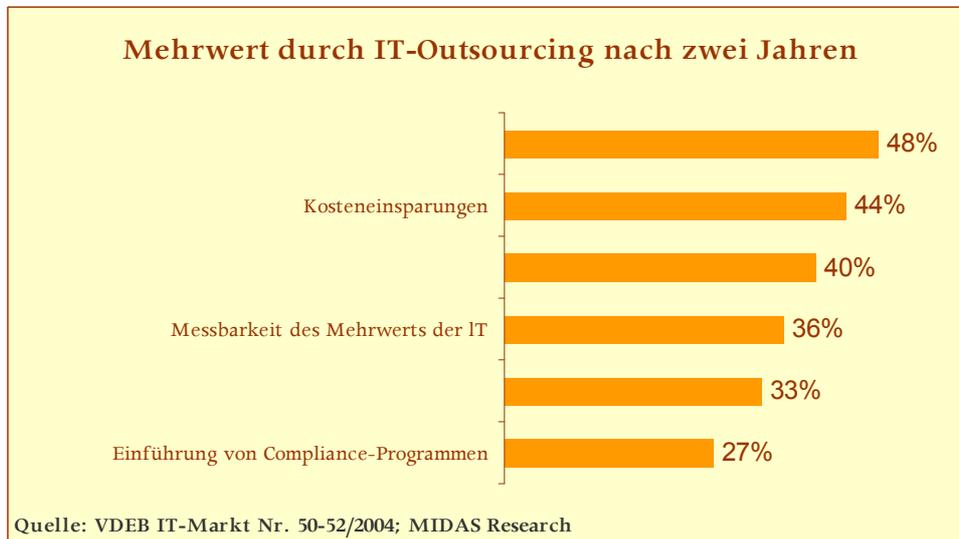
Der IT-Markt im Aufwind

Das *European Information Technology Observatory (EITO)* mit Sitz in Frankfurt erwartet in 2005 ein Wachstum des Marktes für Informationstechnologie und Telekommunikation (kurz: ITK) in Westeuropa von 4% (Vorjahr in Klammern: 3%). Dabei dürfte das **IT-Segment** mit einer prognostizierten **Wachstumsrate von 4,2%** (2,3%) in 2005 das TK-Segment mit einem voraussichtlichen Wachstum von 3,8% (3,7%) erstmals seit 1997 überflügeln. In 2002 und 2003 verbuchte der IT-Markt in Westeuropa mit -3,4% bzw. -1,2% noch negative Wachstumsraten. Deutschland nimmt mit 21,2% Marktanteil am europäischen ITK-Markt (2004) die führende Position vor Großbritannien (20,5%) und mit bereits deutlichem Abstand vor Frankreich (14,9%) ein. Im Wesentlichen wird der ITK-Markt von den **Dienstleistungen** geprägt: Von dem Marktvolumen von EUR 611 Mrd. in 2004 entfielen rund 43,6% auf TK-Dienstleistungen, gefolgt von den IT-Dienstleistungen mit 20,6%, Computer-Hardware mit 12,5% und Software mit 10,8%. Nach den im März 2005 präsentierten Zahlen geht EITO von einem Wachstum bei IT-Services von 5,2% (3,6%) in 2005 und 5,6% in 2006 aus. Der Softwarebereich soll mit 5,6% (4,3%) in 2005 und 5,9% in 2006 wachsen.



In beiden Segmenten ist ab diesem Jahr also wieder mit moderaten Wachstumsraten zu rechnen. In den kommenden Jahren werden vermehrt Mittel für den Zukauf von IT-Dienstleistungen bereitgestellt, während die Budgets für interne IT-Leistungen stagnieren. Dieser Trend dürfte auch zukünftig anhalten. Nach einer Umfrage (Quelle: The Economist Intelligence Unit, Computerwoche 49/2004, VDEB IT-Markt Nr. 50-52/2004) unter IT-Managern in Asien und Europa versprechen sich die IT-Manager vor allem Kontakt zu externen IT-Spezialisten noch vor Kosteneinsparungen und Qualitätsverbesserungen. International entscheiden sich die Anwender zunehmend aus Qualitätsgründen für die **Outsourcing-Lösungen**, während bei den Deutschen noch das Sparen im Vordergrund steht.

Company Report



Mit der vollzogenen Neuausrichtung weg vom Systemhaus hin zu einem Portfolio an IT Dienstleistungen positioniert sich die Allgeier Group in den Wachstumssegmenten der IT-Branche.

Umsatz und Ergebnisentwicklung

Der Allgeier Konzern hat im **Geschäftsjahr 2004** operativ in allen Geschäftsbereichen deutliche Ertragsfortschritte erreicht. Während in 2003 (Vorjahr jeweils in Klammern) bei einem Umsatz von EUR 39,1 (22,4) Mio. ein EBITDA von EUR -1,2 (0,4) Mio. sowie ein EBIT von EUR -6,6 (-1,4) Mio. erzielt wurden, was zu einem Jahresergebnis von EUR -2,95 (-1,81) Mio. bzw. einem Ergebnis je Aktie von EUR -0,98 (-0,60) führte, konnten in den ersten neun Monaten des abgelaufenen Geschäftsjahres 2004 die Ergebnisse bereits deutlich verbessert werden. Im vierten Quartal 2004 mussten jedoch nochmals Firmenwertabschreibungen auf die EA sowie Rückstellungen für Personalmassnahmen vorgenommen werden, die das Jahresergebnis in Form von Einmalaufwendungen erheblich belastet haben. Die bilanziellen Risiken sowie operativen Belastungen sollten in 2004 aber endgültig verarbeitet worden sein, so dass man unbelastet in das Jahr 2005 blicken kann.

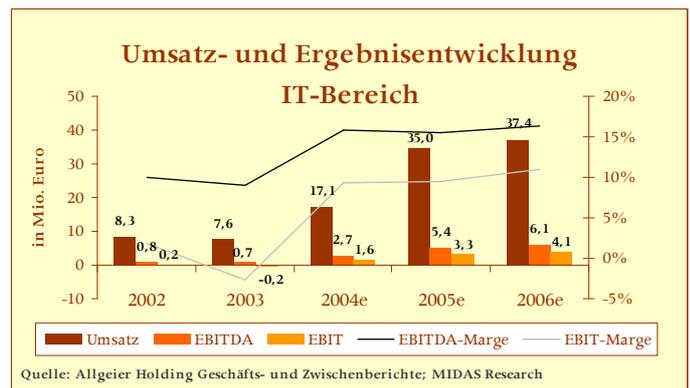
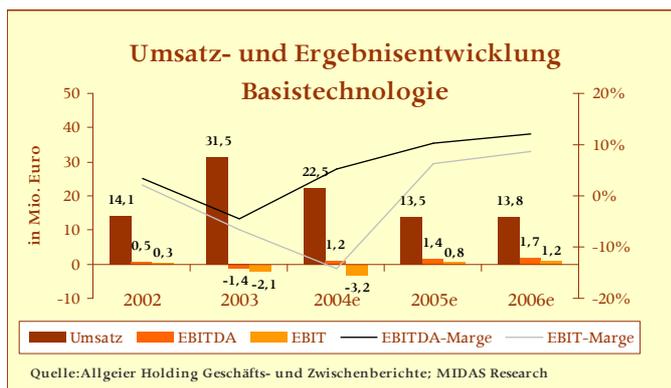
Nach vorläufigen Zahlen stieg der Umsatz in 2004 leicht auf EUR 39,6 (39,1) Mio. und das EBITDA lag mit einer Marge von 7,3% bei EUR 2,9 (-1,2) Mio. Firmenwertabschreibungen von EUR 3,6 Mio. sowie betriebliche Abschreibungen von EUR 1,9 Mio. führten zu einem EBIT, das mit EUR -2,6 (-6,6) Mio. noch einmal negativ ausfiel. Das vorläufige Konzernergebnis wurde mit EUR -0,9 (-3) Mio. ermittelt, was in EPS von rund EUR -0,30 (-0,98) resultiert haben dürfte.

Wesentlich für das negative Konzernergebnis waren erneut die Sonderbelastungen im Geschäftsbereich **Basistechnologie** im vierten Quartal. Ohne diese Sondereffekte konnte nach unserer Einschätzung auch der Bereich Basistechnologie operativ positiv abschneiden. Der Umsatz dürfte hier in 2004 bei rund EUR 22,5 Mio. gelegen und das EBITDA ca. EUR 1,2 Mio. (Marge: 5,33%) erreicht haben. In der zweiten Jahreshälfte wurde in diesem Segment aufgrund der angeführten Belastungen ein EBITDA-Verlust von rund EUR 0,3 Mio. verbucht, nachdem zum Halbjahr noch ein EBITDA von 1,5 Mio. (Marge: 11,62%) ausgewiesen werden konnte. Für 2005 ist allerdings trotz einer abermaligen Umsatzreduzierung mit einem weiter steigenden Ergebnis zu

Company Report

rechnen. Zum einen ist das Telekommunikationsgeschäft, das bereits 2004 in ein Joint Venture eingebracht wurde, jetzt vollständig dekonsolidiert, nachdem der Partner im Januar auch den verbliebenen Anteil von Allgeier an dem Joint Venture übernommen hat. Zum anderen verläuft das Stammgeschäft der EA stabil, so dass die Kostensenkungsmaßnahmen in 2005 nun ihre volle Wirkung entfalten sollten.

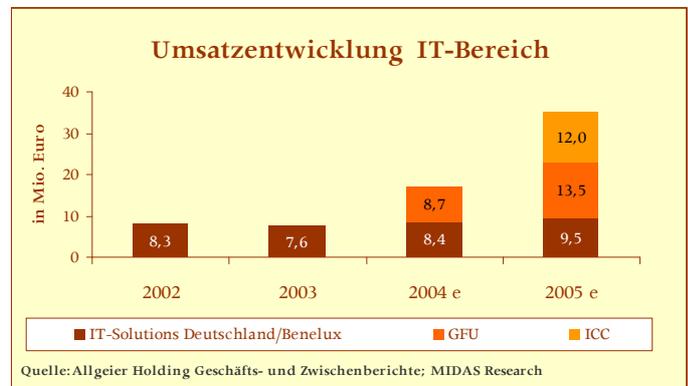
Insbesondere der **IT-Bereich** lieferte in 2004 ein positives operatives Ergebnis. Der Umsatz dieses Segments sollte 2004 bei rund EUR 17,1 Mio. gelegen haben. Das EBITDA schätzen wir hier auf rund EUR 2,7 Mio. Euro. Die EBITDA-Marge lag somit bei 15,8%. In den Zahlen kommen vor allem die positiven Effekte der GFU-Akquisition zum Tragen, die im zweiten Halbjahr mit vollen sechs Monaten konsolidiert war. Im 1. Halbjahr erreichte das IT-Segment lediglich einen Umsatz von EUR 5,8 Mio. sowie ein EBITDA von EUR 0,9 Mio. (Marge: 15,5%), so dass sich der Einfluss der GFU durch den Halbjahresvergleich besonders gut erschließt. Auf die Holding entfielen in 2004 Kosten, die das EBITDA u.E. mit rund EUR 1 Mio. belastet haben und den **Spartenergebnissen** nicht zugerechnet werden. In den beiden Grafiken zur Umsatz- und Ergebnisentwicklung nach Geschäftsbereichen bleiben die Kosten für die Holding folglich unberücksichtigt.



Der absolute Umsatzzuwachs auf Konzernbasis ist in 2004 gegenüber dem Vorjahr aufgrund von strategischen Umschichtungen sicherlich noch nicht signifikant ausgefallen. Insofern kommen die vom Allgeier Management eingeleiteten strategischen Weichenstellungen in Bezug auf das Umsatzkriterium noch nicht zum Ausdruck. So sind in 2004 im Geschäftsbereich Basistechnologie mit dem Telekommunikationsgeschäft Umsatzteile einerseits ausgegliedert und verkauft worden, die zu einer Umsatzreduktion von ca. EUR 9 Mio. geführt haben, und andererseits mit der GFU und der ICC Akquisitionen getätigt worden, die mit acht Monaten nur teilweise (GFU) bzw. noch gar nicht konsolidiert wurden (ICC). In 2005 sollte dann aber auch ein **deutlicher Umsatzzuwachs** – allein auf Basis der bisher durchgeführten Akquisitionen – stattfinden. Wir haben dies in der unten stehenden Grafik „Umsatzentwicklung im IT-Bereich“ mit den einzelnen Komponenten nochmals verdeutlicht.

Wir gehen davon aus, dass Allgeier darüber hinaus auch **weitere Akquisitionskandidaten** für den Geschäftsbereich IT in der Prüfung hat. Bekannte und weitere Projekte haben wir jedoch in unserer Ergebnisprognose sowie Bewertung nicht berücksichtigt, da wir keine Information über den Verhandlungsstand haben und uns die erforderlichen Fakten für eine nähere Einschätzung fehlen. Natürlich wäre eine pauschale Einbeziehung von weiteren Akquisitionen in unsere Prognose und Bewertung grundsätzlich möglich. Im Sinne einer konservativen Herangehensweise verzichten wir jedoch darauf und haben demzufolge für 2006 lediglich mit einem moderaten organischen Wachstum geplant.

Company Report



Aber auch so dürfte allein der Bereich IT in 2005 einen Umsatzbeitrag von EUR 40 Mio. (inklusive der Akquisition) liefern. Organisch rechnen wir in diesem Segment mit einer Steigerung des Umsatzes um ca. 13% (2004e: 10%) auf EUR 9,5 Mio. vor dem Hintergrund des Roll-Outs neuer Releases des ERP- bzw. DMS-Softwaremoduls. Die Konsolidierung der GFU über den vollen 12-Monatszeitraum sollten den IT-Umsatz dann um weitere EUR 13,5 und die erstmalige **Konsolidierung** der ICC um zusätzliche EUR 12 Mio. ansteigen lassen.

Hinsichtlich der **Margen** gehen wir davon aus, dass die übernommenen IT-Gesellschaften ihre Profitabilität beibehalten. Bezüglich der GFU hat sich diese Annahme, wie uns die vorläufige Analyse der Spartergebnisse für 2004 zeigt, bereits als richtig erwiesen. Da die akquirierten Gesellschaften bzw. Geschäftseinheiten auf Stand-alone-Basis voll funktionstüchtig sind, also kein spezieller Integrationsaufwand zu leisten ist, und das jeweilige Management über geeignete Vergütungsstrukturen den Ergebniszielen adäquat verpflichtet sein sollte, ist u.E. eine nahtlose Geschäftsführung gewährleistet. Ferner bauen wir auf die Effizienz des Konzerncontrollings, wie es sich auch im Turnaround der EA gezeigt hat. Dieser ist im Übrigen auch der Grund, warum wir insgesamt mit einer steigenden Marge für das Gesamtgeschäft der Allgeier Group in Richtung auf unsere Ziel-EBIT-Marge von 10% rechnen.

Wie bereits angedeutet, sollte Allgeier auch weiterhin durch Übernahmen kräftig wachsen. Aus den genannten Gründen haben wir dies in unserer Prognose und Bewertung derzeit nicht berücksichtigt. Eine auf Basis der verfügbaren Finanzmittel überschlägige Abschätzung lässt, natürlich unter der entscheidenden Prämisse, dass ähnlich profitable Gesellschaften ohne Reibungsverluste akquiriert werden können, die Erwartung zu, dass dadurch ein Gewinnniveau realisiert werden könnte, das bei mehr als dem Doppelten unserer derzeitigen Prognose liegen sollte.

Finanzierung des weiteren Wachstums

Die Allgeier Holding hat auch in den nächsten Jahren vor, über Akquisitionen zu wachsen. Das Unternehmen kann diesbezüglich auf eine **gesunde Bilanz** blicken. Im Rahmen der vorläufigen Kennzahlenveröffentlichung für das Geschäftsjahr 2004 weist der Allgeier Holding Konzern eine Bilanzsumme von EUR 46,3 Mio. sowie ein Eigenkapital von EUR 29,7 Mio. (einschließlich Minderheitsanteile und eigenkapitalähnlicher Mittel) auf. Daraus resultiert eine Eigenkapitalquote von 64,1%. Die liquiden Mittel sollten sich gegenwärtig auf rund EUR 10 Mio. belaufen, von denen rund EUR 8 Mio. in der AG und rund EUR 2 Mio. bei den Töchtern gehalten werden.

Company Report

Zur Kapitalbeschaffung hat die Allgeier Holding **Genussrechte** begeben. Mit diesen Genussrechten ist keine Wandlung in - sowie kein Optionsrecht auf - Aktien der Allgeier Holding verbunden. Da diese Genussrechte unter bestimmten Voraussetzungen als eigenkapitalähnlich bilanziert werden können und von den Banken als eigenkapitalähnliche Finanzierung gesehen werden, verbessert sich dadurch die Bonität der Gesellschaft. Die sieben Jahre laufenden Genussrechte sichern der Allgeier Holding Liquidität, die mit 7,5% p.a. in Relation zu dem Ertragshebel, den das Unternehmen mit dem eingesetzten Kapital erzielt, relativ günstig verzinst wird (bei Überschreiten eines Jahresüberschusses von EUR 30 Mio. steigt die Verzinsung des Nominalbetrags um 1% und bei Überschreiten von EUR 50 Mio. um 2%).

Diese Art der Kapitalaufnahme (so genanntes *PREPS* Programm) stellt für die Allgeier Holding eine interessante Finanzierungsmöglichkeit dar, ohne die Aktienzahl zu verwässern oder die Fremdkapitalquote aufzublähen. Das Unternehmen dürfte u.E. auch zukünftig bevorzugt auf diese Finanzierung des Wachstums zurückgreifen. Trotz der im Vergleich zum Bankkredit teureren *PREPS*-Finanzierung liegen die Vorteile hier in der besseren Bilanzstruktur sowie in dem endfälligen Kapitalfluss. Dadurch kann das gesamte Kapital einschließlich des erwirtschafteten operativen Cashflows bis auf weiteres für zusätzliche Investitionsvorhaben eingesetzt werden, ohne das Geld für die Tilgung abfließen.

Wir gehen davon aus, dass die beiden Akquisitionen GFU und ICC zusammen einen Umsatz von rund EUR 25,5 Mio. auf sich vereinen. Der **Kaufpreis** für beide Gesellschaften dürfte nach unserer vorläufigen Analyse der Veränderung der relevanten Bilanzpositionen bei ca. EUR 10 Mio. gelegen haben. Für beide Unternehmen unterstellen wir ferner eine Nachsteuermarge von ca. 4%, wie sie auch von Wettbewerbern erreicht wird. Dies würde einen Nettoergebnisbeitrag von rund EUR 1 Mio. bedeuten vor angenommenen Kosten der Akquisitionsfinanzierung über *PREPS* von rund EUR 550.000. Daraus ermitteln wir eine Überrendite der beiden Erwerbungen GFU und ICC von 42,4% über den gewichteten Kapitalkosten (70% *PREPS*- und 30% Eigenkapitalfinanzierung), was die **Vorteilhaftigkeit** dieser **Investments** unterstreicht. Zugleich repräsentieren sie damit alleine gut 85% der gegenwärtigen Marktkapitalisierung von Allgeier bei einem erwarteten Umsatzanteil in 2005 von lediglich ca. 50%.

Das Vertrauen in die Wachstumsstrategie des Managements zeigt sich auch in der am 16. März 2005 angekündigten **Kapitalerhöhung**. Das Grundkapital der Gesellschaft soll von EUR 3.00 Mio. um bis zu EUR 299.000 durch Ausgabe von bis zu Stück 299.000 neuer Aktien erhöht werden. Der Ausgabepreis liegt bei EUR 5,00 je Aktie. Dadurch fließen dem Unternehmen EUR 1,495 Mio. zu, die insbesondere für die Finanzierung der im Februar angekündigten Akquisitionen genutzt werden sollten. Das gesetzliche Bezugsrecht ist bei dieser Transaktion ausgeschlossen. Die Aktien werden von der *VEM Aktienbank* übernommen und sollen im Rahmen einer Privatplatzierung an einzelne private und institutionelle Investoren sowie an Mitarbeiter der Gesellschaft ausgegeben werden.

Bewertung

Zum Peer Group-Vergleich haben wir Unternehmen herangezogen, die im Bereich IT-Services tätig sind und einen nennenswerten Umsatz mit Outsourcing-Dienstleistungen erzielen. Keines der Unternehmen erfüllt dabei u.E. die Voraussetzungen als so genannter „Closest Peer“; am ehesten würden wir diese Eigenschaft noch der Emprise AG zusprechen.

Company Report

Allgeier Peer-Group	Kurs 08.04.2005 €	Aktien- anzahl Mio.	Marktkapi- talisierung Mio.	Umsatz 2006e Mio.	Umsatz 2005e Mio.	EBITDA 2006e Mio.	EBITDA 2005e Mio.	EBIT 2006e Mio.	EBIT 2005e Mio.	EPS 2006e €	EPS 2005e €
TDS Informationstechnologie	2,40	28,89	69,34	106,30	101,50	18,51	16,62	8,93	6,30	0,17	0,10
AC Service	5,85	5,40	31,59	45,47	43,16	7,67	6,60	1,90	1,60	0,38	0,25
Emprise Management Consulting	2,12	9,14	19,38	36,50	34,00	3,80	3,01	3,20	2,71	0,16	0,15
Bechtel	19,39	21,20	411,07	1182,93	1135,28	56,27	53,27	45,11	42,12	1,44	1,34
Arxes NCC (GJ 30.06.)	1,91	9,40	17,94	57,60	55,90	7,00	5,30	5,20	3,00	0,45	0,26
Cenit	16,75	4,18	70,08	88,95	84,10	10,50	9,63	9,15	8,40	1,47	1,33
Brain Force Software	3,21	10,26	32,93	76,26	69,77	5,45	5,01	3,54	3,16	0,29	0,22
Allgeier	5,05	3,30	16,67	51,20	48,50	6,80	5,80	4,10	3,10	0,48	0,36

Peer Group Ratios	Marktkap./ Umsatz 2006e	Marktkap ./Umsatz 2005e	Marktkap./ EBITDA 2006e	Marktkap./ EBITDA 2005e	Marktkap ./EBIT 2006e	Marktkap ./EBIT 2005e	KGV 2006e	KGV 2005e
TDS Informationstechnologie	0,65	0,68	3,75	4,17	7,76	11,01	14,12	24,00
AC Service	0,69	0,73	4,12	4,79	16,63	19,74	15,39	23,40
Emprise Management Consulting	0,53	0,57	5,10	6,44	6,06	7,15	13,25	14,13
Bechtel	0,35	0,36	7,31	7,72	9,11	9,76	13,47	14,43
Arxes NCC (GJ 30.06.)	0,31	0,32	2,56	3,39	3,45	5,98	4,24	7,35
Cenit	0,79	0,83	6,67	7,28	7,66	8,35	11,43	12,64
Brain Force Software	n.a.	0,47	n.a.	6,57	n.a.	n.a.	11,07	14,93
Mittelwert	0,55	0,57	4,92	5,76	8,44	10,33	11,85	15,84
Median	0,59	0,57	4,61	6,44	7,71	9,05	13,25	14,43
<i>Allgeier (Ist-Bewertung)</i>	<i>0,33</i>	<i>0,34</i>	<i>2,45</i>	<i>2,87</i>	<i>4,06</i>	<i>5,38</i>	<i>10,63</i>	<i>14,20</i>

Allgeier: Zielbewertung absolut in € Mio.								
Mittelwert	28,37 Mio.	27,53 Mio.	33,44 Mio.	33,43 Mio.	34,62 Mio.	32,03 Mio.	18,58 Mio.	18,59 Mio.
Median	30,29 Mio.	27,64 Mio.	31,34 Mio.	37,34 Mio.	31,62 Mio.	28,07 Mio.	20,77 Mio.	16,93 Mio.
Allgeier: Zielbewertung je Aktie								
Mittelwert	8,60 €	8,34 €	10,13 €	10,13 €	10,49 €	9,71 €	5,63 €	5,63 €
Median	9,18 €	8,38 €	9,50 €	11,31 €	9,58 €	8,51 €	6,29 €	5,13 €

Wie sich an den Bewertungsparametern der Vergleichsunternehmen zeigt, weist die Allgeier Group in Bezug auf das KGV eine moderate, in Bezug auf alle sonstigen Kennzahlen eine **signifikante Unterbewertung** auf. Dies führen wir vor allem darauf zurück, dass der Markt die Turnaround-Story von Allgeier noch nicht komplett eingepreist hat. Die positive Gewinnentwicklung kommt bei Allgeier schließlich voraussichtlich erst im laufenden Geschäftsjahr zum Tragen, wobei die Hauptimpulse von dem cash-generativen IT Dienstleistungsgeschäft ausgehen– entsprechend erweist sich Allgeier auch bei der Cashflow orientierten EBITDA-Kennzahl als im Branchenvergleich besonders stark unterbewertet. Bei der obigen Kennzahlenanalyse ist zu berücksichtigen, dass lediglich beim Kurs-Gewinn-Verhältnis Minderheitsanteile automatisch berücksichtigt sind. Minderheitsanteile spielen im Allgeier Konzern vor allem beim Ergebnisbeitrag der EA-Gruppe eine Rolle. Wir haben deshalb zusätzlich

Company Report

(nicht in der o.g. Tabelle enthalten) auch eine Kennzahlenanalyse durchgeführt, bei der wir die geschätzten **Anteile Konzernfremder** an unseren Umsatz-, EBITDA- bzw. EBIT-Schätzungen zunächst bereinigt haben. Danach wäre die Allgeier Aktie in Bezug auf die Schätzungen für 2005 bei einem Kurs von EUR 7,09 nach dem Umsatzkriterium, bei einem Kurs von EUR 8,89 nach dem EBITDA-Kriterium sowie bei einem Kurs von EUR 7,34 nach dem EBIT-Kriterium branchenkonform bewertet. Unter Einschluss der Bewertung nach dem KGV-Kriterium erhalten wir für 2005 eine Spanne von EUR 5,38 (jeweils Mittel aus Median und Mittelwert) bis EUR 8,88 bzw. als Durchschnitt aller vier Kriterien **einen Kurs von EUR 7,18** als Resultat der Peer Group Analyse.

DCF-Modell

Wir haben die Allgeier Group ebenso mittels eines dreistufigen DCF-Modells nach der Entity-Methode bewertet. In der 1.Phase 2005e und 2006e greifen wir auf unsere Detailschätzungen zurück. In der 2.Phase von 2007e bis 2014e gehen wir von aus unserer Sicht realisierbaren Wachstumsraten sowie erreichbaren Margen aus. Die Schätzungen des Free-Cash-Flows haben allerdings nicht mehr den Grad der Genauigkeit wie in der 1. Phase. In der 3. Phase haben wir ein Wachstum von 1% für die unendliche Periode angenommen. Ansonsten gelten die in der Tabelle angegebenen Parameter.

Allgeier Konzern										
in Mio. Euro	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	48,50	51,20	53,76	56,34	58,93	61,53	64,17	66,87	69,41	71,63
Wachstum Umsatz		5,6%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	3,8%	3,2%
EBIT-Marge	6,4%	8,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	3,10	4,10	5,38	5,63	5,89	6,15	6,42	6,69	6,94	7,16
- Ertragssteuern	-1,02	-1,38	-1,34	-1,41	-1,47	-1,54	-1,60	-1,67	-1,74	-1,79
+ Abschreibungen	2,70	2,70	2,96	3,38	3,83	3,69	3,85	3,68	3,82	3,94
+/- 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
Operativer Brutto Cash Flow	4,79	5,42	6,99	7,61	8,25	8,31	8,66	8,69	9,02	9,31
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,91	-0,51	-0,79	-0,85	-0,31	-0,31	-0,32	-0,32	-0,30	-0,98
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-3,00	-3,20	-4,00	-4,50	-5,00	-5,00	-5,20	-5,30	-5,50	-5,60
Free Cash Flow	0,88	1,71	2,20	2,26	2,94	2,99	3,15	3,07	3,22	2,73
Barwerte	0,82	1,47	1,73	1,64	1,95	1,82	1,76	1,57	1,51	1,18
Summe Barwerte	15,46									
Terminalwert	15,56									
										in % vom Gesamtwert : 50%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	31,02									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	11,50									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-20,00									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	22,52									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	3,300									
Kurs in Euro	6,82									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital :	60%	Fremdkapital :	40%	
risikofreie Rendite :	4,00%	Beta :	1,40	Risikoprämie FK :	1,00%
		Risikoprämie :	6,00%	Tax-Shield :	40,00%
		Zins EK :	12,40%	Zins FK :	3,00%
Wachstumsrate FCF :	1,0%	WACC :	8,64%	Datum :	07.04.2005

Quelle: MIDAS Research

Ebenso wenig wie im Peer Group-Vergleich wurden im DCF-Modell weitere Akquisitionen – außer den in unserer GuV-Prognose für 2005 explizit berücksichtigten – mit einberechnet, wie sie von der Allgeier Group allerdings geplant sind. Aber auch bereits auf Basis des organischen

Company Report

Wachstums zeigt sich auch im DCF-Modell eine merkliche Unterbewertung. Der Kurs von EUR 6,82 je Aktie, den wir mittels dieses Modells ermittelt haben, bestätigt im Übrigen gut die Bewertungsspanne aus unserem Peer Group-Vergleich. Aus den Ergebnissen beider Verfahren gelangen wir schließlich im Mittel auf einen angemessenen Wert von exakt EUR 7,00 auf Basis der Schätzungen für 2005, der zugleich unser **Kursziel auf Sicht von 12 Monaten** darstellt.

Fazit

Mit voraussichtlich EUR 35 Mio. Umsatz in 2005 darf sich die Allgeier Group bereits heute zu den führenden Anbietern von IT-Services im Bereich Outsourcing in Deutschland zählen. Dass diese Entwicklung bisher fast lautlos von statten gegangen ist, spricht für das Management und seine Expansionspolitik mit Augenmass. Wer sich lautstark am Markt als Aufkäufer zu erkennen gibt, darf kaum auf attraktive Konditionen hoffen. Allgeier agiert hier als **typischer Mittelständler**, dem Kundennähe und Kundenbeziehung wichtiger sind als ein konzerneinheitliches Auftreten. Der deutsche Markt für IT-Dienstleistungen mit seinem nach wie vor hohen Fragmentierungsgrad bietet eine günstige Voraussetzung für den Erfolg dieser Strategie.

Andererseits verfügt Allgeier über die nötige Größe und Bilanzstruktur, um in den Genuss attraktiver Finanzierungsinstrumente wie das PREPS-Programm zu gelangen, was eine Eigenkapital schonende und damit aktionärsfreundliche Wachstumspolitik erlaubt. Solange es Allgeier – wie im Moment – gelingt, mit den Zukäufen **Return on Investments** deutlich über den Finanzierungskosten zu erzielen, wird ein echter Mehrwert für die Aktionäre geschaffen. Sicherlich macht sich das Management damit die Konsolidierungsneigung innerhalb der deutschen IT-Branche nach drei schwierigen Jahren zu Nutze; ein Zeitfenster, das wohl nicht ewig offen steht, aber auskömmlich sein sollte, um einen Konzern signifikanter Größe aufzubauen.

Während zu Zeiten des Neuen Marktes manche Unternehmen mit nicht viel mehr als einer Idee an die Börse gegangen sind, meldet sich das heutige Management der Allgeier Group zu einem Zeitpunkt zu Wort, zu dem weit mehr als die Startvoraussetzungen geschaffen sind. Dies zeugt von langjähriger Erfahrung im Aufbau von Unternehmen und einem ehrlichen Umgang mit dem Kapitalmarkt. Andererseits wäre ein früherer Zeitpunkt mit Blick auf den relativ geringen Streubesitz und die noch niedrigen Börsenumsätze in der Allgeier Aktie auch kaum möglich gewesen. Positiv auf die Liquidität der Aktie sollte sich jetzt auch die Beauftragung der VEM Aktienbank AG als Designated Sponsor auswirken. Die Aktien der Allgeier Holding werden inzwischen fortlaufend auf XETRA gehandelt.

Die Finanzierung der Expansionsstrategie im Wesentlichen über das PREPS-Programm bietet Allgeier erhebliche Freiheitsgrade, vor allem, was die Rückführung des Genussrechtskapitals anbelangt. Selbstverständlich erwarten wir, dass ein Teil der Rückführung – immerhin steht hierzu ein Zeitraum von 7 Jahren zur Verfügung – zu gegebener Zeit über eine Kapitalerhöhung erfolgt. Dies gibt dem Unternehmen und der Aktie u.E. aber ausreichend Zeit, sich entsprechend zu entwickeln. Aktuell sehen wir die Allgeier Aktie dabei als erheblich unterbewertet an. Für die Erfüllung unserer Prognosen und der darauf fußenden Bewertung sind keineswegs erhebliche Anstrengungen beim Wachstum und der Marge erforderlich, sondern es müssen lediglich die bereits erworbenen bzw. im Erwerbungsprozess befindlichen Unternehmen wie geplant konsolidiert werden. Und auch bei einem Kursziel von EUR 7,00 je Aktie lassen die von uns verwendeten Bewertungsparameter wie ein konservativer Betafaktor von 1,4 problemlos weiteren Spielraum zu.

Company Report

Allgeier Konzern GuV

	2002	2003	2004p	2005e	2006e
	Tsd. €	Tsd. €	Tsd. €	Tsd. €	Tsd. €
1. Umsatzerlöse	22.408,8	39.053,9	39.600,0	48.500,0	51.200,0
		74,3%	1,4%	22,5%	5,6%
2. Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	-285,4	-1.581,5	-400,0	-400,0	500,0
		454,1%	-74,7%	0,0%	-225,0%
3. andere aktivierte Eigenleistungen	1.269,3	1.095,9	900,0	1.000,0	1.250,0
		-13,7%	-17,9%	11,1%	25,0%
4. sonstige betriebliche Erträge	869,2	2.752,9	2.380,0	1.150,0	1.500,0
		216,7%	-13,5%	-51,7%	30,4%
5. Materialaufwand	9.454,7	21.276,8	18.400,0	21.200,0	22.400,0
		125,0%	-13,5%	15,2%	5,7%
Materialaufwandsquote	42,2%	54,5%	46,5%	43,7%	43,8%
6. Personalaufwand	9.452,9	13.463,0	14.230,0	16.750,0	17.600,0
		42,4%	5,7%	17,7%	5,1%
Personalaufwandsquote	42,2%	34,5%	35,9%	34,5%	34,4%
8. sonstige betriebliche Aufwendungen	4.962,4	7.795,9	6.950,0	6.500,0	7.650,0
		57,1%	-10,9%	-6,5%	17,7%
9. Betriebliches Ergebnis vor außerordentlichen Kosten und Abschreibungen (EBITDA)	391,9	-1.214,5	2.900,0	5.800,0	6.800,0
		-409,9%	-338,8%	100,0%	17,2%
EBITDA-Marge	1,7%	-3,1%	7,3%	12,0%	13,3%
10. Abschreibungen aus betrieblicher Tätigkeit	1.485,0	1.780,0	1.900,0	2.400,0	2.600,0
		19,9%	6,7%	26,3%	8,3%
	6,6%	4,6%	4,8%	4,9%	5,1%
11. Abschreibungen auf Firmenwerte	309,0	3.603,0	3.600,0	300,0	100,0
		1066,0%	-0,1%	-91,7%	-66,7%
12. Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit	-1.402,1	-6.597,1	-2.600,0	3.100,0	4.100,0
		370,5%	-60,6%	-219,2%	32,3%
EBIT-Marge	-6,3%	-16,9%	-6,6%	6,4%	8,0%
13. Finanzergebnis	93,2	-413,9	-300,0	-550,0	-630,0
		-544,1%	-27,5%	83,3%	14,5%
14. Ergebnis vor Steuern	-1.308,9	-7.011,0	-2.900,0	2.550,0	3.470,0
		435,6%	-58,6%	-187,9%	36,1%
EBT-Marge	-5,8%	-18,0%	-7,3%	5,3%	6,8%
15. Ertragsteuerergebnis	-662,4	2.780,7	1.900,0	-1.015,0	-1.380,0
		-519,8%	-31,7%	-153,4%	36,0%
Steuerquote	-50,6%	39,7%	65,5%	39,8%	39,8%
16. Ergebnis vor Minderheitenanteilen	-1.971,3	-4.230,3	-1.000,0	1.535,0	2.090,0
		114,6%	-76,4%	-253,5%	36,2%
17. Minderheitenanteile	-159,3	-1.277,8	-100,0	383,8	522,5
		702,1%	-92,2%	-483,8%	36,2%
18. Periodenergebnis	-1.812,0	-2.952,5	-900,0	1.151,3	1.567,5
		62,9%	-69,5%	-227,9%	36,2%
<hr/>					
Anzahl der Aktien in Mio.	3,0	3,0	3,0	3,24	3,3
Ergebnis je Aktie (in €)	-0,60	-0,98	-0,30	0,36	0,48
Anzahl der konsolidierten Unternehmen	10	10	15	15	15

Quelle: Allgeier Holding Geschäfts- und Zwischenberichte; Schätzungen MIDAS Research

Company Report

Quellen:

Allgeier Holding AG
MIDAS Research GmbH
www.cortalconsors.de
www.maxblue.de
www.reuters.de
www.vdeb.de (VDEB Verband der EDV-Software-und -Beratungsunternehmen e.V.)
www.eito.com (European Information Technology Observatory)

MIDAS Research Abo

Möchten Sie unsere Analysen auch direkt per Email erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Web Site <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, sich 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 Dilligence 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.

Diese Publikation ist im Auftrag der Allgeier Holding AG erstellt worden. Die Allgeier Holding AG hat vor Veröffentlichung Einsicht in diese Publikation genommen, was zu geringfügigen textlichen Änderungen geführt hat.

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

EMAIL: info@midas-research.de INTERNET: <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 -