



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

Allgeier Group



ALLGEIER

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

Update Q3 2007

15. November 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 ⁴⁾

Kaufen
vorher: -

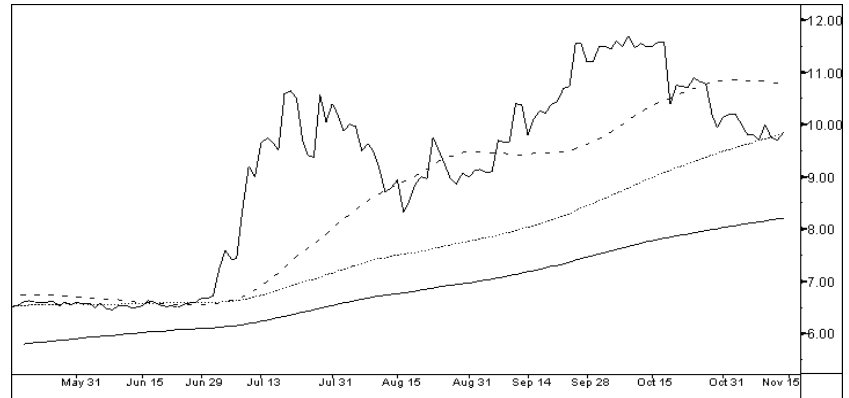
Ereignis:

Zahlen Q3 2007

Einschätzung:

Kaufen

IR	2	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)

- ⇒ **Allgeier Holding hat am 09.11. die Zahlen für das dritte Quartal 2007 veröffentlicht. Der Umsatz stieg auf 82,3 (47,4; unsere Prognose: 74,0) Mio. Euro, das EBITDA verbesserte sich auf 7,9 (5,9; unsere Prognose: 8,5) Mio. Euro**
- ⇒ **Umsatzseitig fielen die Quartalszahlen überzeugend aus. Das Wachstum geht derzeit aus unserer Sicht vor allem zu Lasten der Margen**
- ⇒ **Die Guidance für 2007 (Umsatz: 295 Mio. Euro; EBITDA: 26 Mio. Euro) wurde aufrechterhalten. Wir belassen unsere Schätzungen (Umsatz 2007e: 294,54 Mio. Euro; EBITDA: 24,31 Mio. Euro) ebenfalls unverändert**
- ⇒ **Bei einem unveränderten Kursziel von 13,60 Euro votieren wir weiterhin mit Kaufen**

Allgeier Holding		IT- und Personal Services		Performance (in %)				
Land	GE	Geschäftsjahr	31. Dez	Rel. 1 Monat	14,3			
Aktienanzahl (Mio.)	9,072	www.allgeier.com		Rel. 3 Monate	60,2			
Ø Tagesumsatz	27.607	Letzte Dividende (Euro)	0,10	Rel. 6 Monate	41,6			
ISIN	DE0005086300	Zahltag Dividende	-	Rel. 12 Monate	50,2			
Kurs (Xetra)	9,85 Euro	Marktkapt.Mio.Euro	92,6	Beta	1,20			
14.11.2007 17:18 Uhr		Währung	EUR	Volatilität (60 Tage)	70,8			
52W Hoch	10,97	Datum	12.09.07	CDAX	0,006%			
52W Tief	4,63	Datum	08.12.06					
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:	0,4
2005	72,0	3,2	2,3	1,9	0,47	12,5	EV/EBIT 07e:	8,1
2006	166,7	7,4	5,0	2,5	0,59	16,5	Div-Rendite 07e:	1,5%
2007e	294,5	15,8	11,4	6,2	0,69	14,4	CAGR Umsatz 05-09e:	49,2%
2008e	328,2	23,3	18,4	10,2	1,12	8,8	CAGR EBIT 05-09e:	77,1%
2009e	357,3	31,3	25,9	15,3	1,69	5,8	CAGR JÜ 05-09e:	68,7%
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen								RL: IFRS

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

Operative Entwicklung Q3 2007

Organisches Wachstum in Q3: +15%

Unverändert hohes Umsatzwachstum

Allgeier Holding hat am 09.11. die Zahlen für das dritte Quartal 2007 veröffentlicht. Den Umsatz steigerte das Unternehmen dabei um 74% auf 82,3 (47,4; unsere Prognose: 74,0) Mio. Euro. Neben dem akquisitorischen Wachstum fiel aus unserer Sicht das organische Wachstum (+15%) überzeugend aus. Profitiert hat das Unternehmen dabei in erster Linie vom positiven Marktumfeld in der Zeitarbeit. Im Bereich Personal Services konnte der Quartalsumsatz auf 49,5 (23,6; unsere Prognose: 40,0) Mio. Euro gesteigert werden. Ähnlich positiv verlief die Umsatzentwicklung im Geschäftsbereich IT mit einem Anstieg auf 32,9 (23,9) Mio. Euro. Unsere Prognose von 34,0 Mio. Euro wurde jedoch leicht verfehlt. Nach 9M lag der Umsatz bei 209,7 (105,1) Mio. Euro.

EBITDA-Marge in Q3: 9,6%

Uneinheitliches Margenbild

Das EBITDA konnte auf 7,9 (5,9) Mio. Euro gesteigert werden. Der Anstieg entwickelte sich jedoch unterproportional zum Umsatz. Der Grund für das Nichterreichen unserer Prognose (8,5) Mio. Euro liegt nach unserer Einschätzung in den über unseren Schätzungen liegenden Personalkosten in Q3. Die EBITDA-Marge verringerte sich in Q3 auf 9,6% (12,6%; unsere Prognose: 11,5%), konnte aber gegenüber den Vorquartalen (Q2: 6,1%; Q1: 5,6%) eine signifikante Verbesserung aufweisen. Das operative EBITA vor Holdingkosten und Abschreibungen auf Goodwill sowie Kaufpreisallokationen verbesserte sich in Q3 auf 8,8 (6,2) Mio. Euro.

Geschäftsbereich IT bleibt hinter unseren Erwartungen zurück

Geschäftsbereiche mit absoluten Ergebnisverbesserungen

Das operative EBITA stieg im Bereich Personal Services auf 6,1 (3,8) Mio. Euro. Wir hatten ein operatives EBITDA von 5,9 Mio. Euro prognostiziert. Das operative EBITDA im Geschäftsbereich Personal Services dürfte bei rd. 6,5 Mio. Euro gelegen haben. Die Marge des operativen EBITA verringerte sich gegenüber dem Vorjahresquartal auf 12,4% (16,2%). Im Geschäftsbereich IT erzielte Allgeier bei einem operativen EBITA von 2,7 (2,4) Mio. Euro eine operative EBITA-Marge von 8,1% (10,1%). Wir hatten mit einem operativen EBITDA von 3,4 Mio. Euro gerechnet. Das operative EBITDA im Bereich IT dürfte bei rd. 3,1 Mio. Euro gelegen haben.

Allgeier Holding AG			
Wichtige Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Mio. Euro	Q3 2006	Q3 2007	Q3 2007
Geschäftsjahresende : 31. Dez			(unsere Prognosen)
Rechnungslegungsstandard : IFRS			
Umsatzerlöse	47,4	82,3	74,0
in % ggü. Vorjahr	-	73,9%	56,3%
EBITDA	6,0	7,9	8,5
EBITDA-Marge	18,1%	11,5%	12,3%
EBIT	3,4	6,1	6,3
EBIT-Marge	10,2%	8,9%	9,1%
Periodenüberschuss	1,4	2,5	3,0
Umsatzrendite	4,3%	3,6%	4,3%
Ergebnis Aktie (in Euro)	0,18	0,28	0,33

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**

*Eigenkapitalquote per
30.09.: 16,1%*

Margenrückgang nach Allgeier keine strukturelle Schwäche

Beide Geschäftsbereiche sind von rückläufigen Ergebnismargen betroffen. Allgeier zufolge stellt diese rückläufige Entwicklung kein strukturelles Problem dar. Das Unternehmen führt den Margenrückgang in erster Linie auf Veränderungen im Konsolidierungskreis zurück. Zudem begründet das Unternehmen den Margenrückgang mit dem hohen Wachstumstempo der Bereiche.

Deutlicher Anstieg der Minderheitenanteile

Bei einem EBIT von 6,1 (3,4; unsere Prognose: 6,3) Mio. Euro stieg das Ergebnis nach Minderheitenanteilen auf 2,5 (1,4; unsere Prognose: 3,0) Mio. Euro. Die Minderheitenanteile lagen in Q3 bei 1,0 (0,2; unsere Prognose: 0,5) Mio. Euro. Das Finanzergebnis sowie der Steueraufwand bezifferten sich auf -1,1 (-0,7) Mio. Euro bzw. 1,6 (1,0) Mio. Euro.

Starker Cash Flow in Q3

Getragen von der Ergebnisverbesserung stieg der Cash Flow aus betrieblicher Tätigkeit auf 7,8 (1,9) Mio. Euro. Der Cash Flow aus der Investitionstätigkeit verbesserte sich auf Grund niedrigerer Auszahlungen für Unternehmenskäufe auf -23 (-29,3) Mio. Euro. Bei einem Eigenkapital von 24,3 (31.12.2006: 21,5) Mio. Euro blieb die Eigenkapitalquote mit 16,1% (31.12.2006: 15,9%) nahezu unverändert. Die Nettoverschuldung der Gesellschaft betrug zum 30.09. 48,5 (31.12.2006: 32,0) Mio. Euro.

Wachstum trotz abnehmender Tendenz auf einem hohen Niveau

Wachstum zu Lasten der Ergebnismargen

Umsatzseitig fielen die Quartalszahlen überzeugend aus. Das Unternehmen profitierte hierbei nach unserer Einschätzung von seiner guten Marktposition insbesondere im Bereich Personal Services. Ungeachtet dessen weist die Allgeier Holding im bisherigen Jahresverlauf eine abflachende Umsatzdynamik (Q1: +137%; Q2: 108%; Q3: +74%) auf. Auch beim organischen Wachstum (Q1: +21%; H1: +21%; Q3: +15%) ist eine abnehmende Tendenz zu erkennen. Aus unserer Sicht befindet sich das organische Wachstum dennoch auf einem hohen Niveau. Wir führen diese Entwicklung vor allem auf das starke zweite Halbjahr 2006 zurück. Das Wachstum geht derzeit aus unserer Sicht bewusst zu Lasten der Margen. Nachdem das Unternehmen für das zweite Halbjahr eine Verbesserung der Ergebnismargen angekündigt hatte, waren wir bereits für das Q3 von einer Margenbelebung ausgegangen.

Allgeier Holding AG			
Wichtige Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Mio. Euro	9M 2006	9M 2007	9M 2007
Geschäftsjahresende : 31. Dez			(unsere Prognosen)
Rechnungslegungsstandard : IFRS			
Umsatzerlöse	105,1	209,7	201,4
in % ggü. Vorjahr	-	99,5%	91,5%
EBITDA	9,8	15,3	15,9
EBITDA-Marge	16,9%	12,0%	23,0%
EBIT	5,2	9,1	9,3
EBIT-Marge	9,0%	7,2%	13,4%
Periodenüberschuss	1,9	2,9	3,4
Umsatzrendite	3,2%	2,3%	4,9%
Ergebnis Aktie (in Euro)	0,23	0,32	0,37

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**

Ausblick und Prognosen

Ausblick unverändert

Umsatz 2007e: 294,54
Mio. Euro; EBITDA: 24,31
Mio. Euro

Die Guidance für 2007 (Umsatz: 295 Mio. Euro; EBITDA: 26 Mio. Euro) wurde aufrecht erhalten. Wir belassen unsere Schätzungen (Umsatz 2007e: 294,54 Mio. Euro; EBITDA: 24,31 Mio. Euro) ebenfalls unverändert. Für das laufende Q4 bedeutet dies eine Umsatzprognose von 84,64 (62,00) Mio. Euro. Aufgegliedert in die Geschäftsbereiche erwarten wir im Bereich Personal Services einen Umsatz von 44,00 (29,00) Mio. Euro. Für den Geschäftsbereich IT rechnen wir mit einem Quartalsumsatz von 40,64 (33,00) Mio. Euro. Das EBITDA für die Allgeier Holding prognostizieren wir auf 8,98 (3,60) Mio. Euro. Hieraus resultiert eine EBITDA-Marge von 10,6% (5,8%).

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 dritten Phase gehen wir von keinem weiteren Wachstum des Free-Cash Flow (FCF) aus.

Fairer Wert je Aktie nach DCF-Bewertung: 15,24 (alt: 15,71) Euro

Beta: 1,2; WACC: 8,18%

Für den risikofreien Zinssatz unterstellen wir 4,5%. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 2,5%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,2. Die langfristige Steuerquote erwarten wir bei 35%. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 40% und des Fremdkapitals von 60% aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich ein unverändertes WACC von 8,18%. Unter Berücksichtigung dieser unveränderten Annahmen ergibt sich aus der Aktualisierung des Modells ein Marktwert des Eigenkapitals von 138,2 (alt: 142,5) Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 9,072 Mio. Stück entspricht dies einem fairen Wert je Aktie von 15,24 (alt: 15,71) 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%
EBIT	15,8	23,3	31,3	30,0	31,5	33,1	34,7	36,5	38,3	40,2
- 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	8,8	7,4	6,2	5,2	4,4	3,7	3,1
+/- 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
Operativer Brutto Cash Flow	18,8	24,7	30,8	28,3	27,9	27,7	27,8	28,1	28,6	29,2
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-8,7	-4,2	-3,6	-3,8	-4,1	-4,3	-4,6	-4,8	-5,1	-5,4
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-14,5	-14,0	-12,0	-10,8	-9,7	-8,7	-7,9	-7,1	-6,4	-5,7
Free Cash Flow	-4,5	6,5	15,2	13,7	14,1	14,7	15,4	16,2	17,1	18,1
Barwerte	-4,4	5,9	12,8	10,6	10,1	9,6	9,3	9,0	8,8	8,6
Summe Barwerte	80,2									
Terminalwert	96,5									
										in % vom Gesamtwert : 55%
Wert des operativen Geschäfts in Tsd. Euro	176,7									
+ liquide Mittel in Tsd. Euro	18,7									
- Finanzverschuldung in Tsd. Euro	-57,2									
Marktwert Eigenkapital in Tsd. Euro	138,2									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	9,072									
Kurs in Euro	15,24									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital: 40%	Fremdkapital : 60%
risikofreie Rendite : 4,50%	Beta : 1,20	Risikoprämie FK : 2,0%
	Risikoprämie: 8,0%	Tax-Shield : 35,0%
	Zins EK : 14,1%	Zins FK : 4,2%
Wachstum FCF : 0,0%	WACC : 8,18%	Datum : 14.11.07

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
Wachstum	0,0%	16,76	15,24	13,90	12,71
	0,5%	17,65	15,99	14,53	13,25
	1,0%	18,68	16,84	15,25	13,85
	1,5%	19,88	17,82	16,06	14,54

Quelle: Independent Research

Fairer Wert je Aktie nach Peer-Group-Betrachtung: 12,08 (alt: 11,58) 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. Den bisherigen Peer-Group-Abschlag in Höhe von 20% im Bereich Personal-Services haben wir auf Grund der signifikanten Kursrückgänge bei den Vergleichsunternehmen in diesem Sektor diesmal aufgehoben. Die Durchschnittsmultiplikatoren beider Geschäftsbereiche wurden jeweils mit 50% gewichtet. Auf Basis der Aktienanzahl von 9,072 Mio. Stück resultiert ein fairer Wert je Aktie von 12,08 (alt: 11,58) Euro.

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

Peer-Group-Vergleich				
Unternehmen	KGV		EV / EBIT	
	2007e	2008e	2007e	2008e
IT-Services				
AC Service	-	16,7	15,3	9,7
Arxes	12,8	9,5	9,8	6,7
Brain Force	10,8	8,9	6,7	5,8
Cenit	9,8	8,3	7,2	6,9
Personal-Services (PS)				
Adecco	18,5	17,3	8,5	8,1
Allbecon	23,1	14,8	10,3	8,8
Amadeus	11,8	11,4	7,5	7,2
Manpower	13,3	11,5	8,3	6,3
Randstad	9,8	9,2	6,8	6,3
Durchschnitt IT-Services	11,1	10,9	9,7	7,3
Durchschnitt PS-Services	15,3	12,8	8,3	7,3
PS-Services mit Abschlag (0%)	15,3	12,8	8,3	7,3

Quelle: Independent Research; Bloomberg; Kurse vom 14.11.2007

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT	
	2007e	2008e	2007e	2008e
Allgeier Holding AG	0,69	1,12	15,81	23,32
Enterprise Value			142,45	170,44
Liquide Mittel			18,69	
Finanzverbindlichkeiten			-57,16	
Faire Marktkapitalisierung			103,98	131,98
Aktienanzahl (in Mio. Stück)			9,072	
Fairer Wert	9,07	13,26	11,46	14,55
Durchschnittswert		11,16		13,01
Gewichtung		0,5		0,5
Fairer Wert je Aktie in Euro				12,08

Quelle: Independent Research

Kursziel: unverändert
13,60 Euro

Insgesamt resultiert auf Basis der DCF- und Peer-Group-Bewertung ein fairer Wert je Aktie von 13,66 (alt: 13,65) Euro. Wir belassen daher unser Kursziel von 13,60 Euro unverändert.

Zusammenführende Bewertung		
	Peer-Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	12,08	15,24
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert Gesamt je Aktie (Euro)	13,66	

Quelle: Independent Research

Fazit

- ⇒ Allgeier Holding erzielte in Q3 2007 bei einem Umsatz von 82,3 (47,4; unsere Prognose: 74,0) Mio. Euro ein EBITDA von 7,9 (5,9; unsere Prognose: 8,5) Mio. Euro. Im Bereich Personal Services konnte der Quartalsumsatz auf 49,5 (23,6; unsere Prognose: 40,0) Mio. Euro gesteigert werden. Ähnlich positiv verlief die Umsatzentwicklung im Geschäftsbereich IT mit einem Anstieg auf 32,9 (23,9; unsere Prognose: 34,0) Mio. Euro.
- ⇒ Umsatzseitig fielen die Quartalszahlen überzeugend aus. Das Unternehmen profitiert hierbei nach unserer Einschätzung von seiner guten Marktposition insbesondere im Bereich Personal Services. Das Wachstum geht derzeit aus unserer Sicht vor allem zu Lasten der Margen.
- ⇒ Die Guidance für 2007 (Umsatz: 295 Mio. Euro; EBITDA: 26 Mio. Euro) wurde aufrechterhalten. Wir belassen unsere Schätzungen (Umsatz 2007e: 294,54 Mio. Euro; EBITDA: 24,31 Mio. Euro) ebenfalls unverändert. Für das laufende Q4 entspricht dies einer Umsatzprognose von 84,64 (62,00) Mio. Euro. Das EBITDA für die Allgeier Holding prognostizieren wir auf 8,98 (3,60) Mio. Euro.
- ⇒ Auf Basis der DCF- und Peer-Group-Bewertung resultiert ein neuer fairer Wert je Aktie von 13,66 (alt: 13,65) Euro. Bei einem unveränderten Kursziel von 13,60 Euro votieren wir weiterhin mit Kaufen.

Ausgewählte Kennzahlen							
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez IFRS	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e
GuV-Kennzahlen							
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
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen							
Eigenkapitalrendite (ROE)		-23,6%	9,4%	12,7%	24,2%	28,3%	29,9%
ROCE		-13,9%	8,4%	8,1%	17,4%	23,5%	29,9%
ROI		-9,3%	2,7%	1,8%	3,8%	5,6%	7,7%
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote		39,4%	29,2%	14,4%	15,9%	19,9%	25,7%
Anlagendeckungsgrad		125,5%	73,0%	29,8%	45,7%	59,0%	82,2%
Anlagenintensität		31,4%	63,7%	151,1%	129,8%	140,2%	143,7%
Forderungen / Umsatz		23,7%	26,4%	23,2%	20,0%	20,0%	20,0%
Capex / Abschreibungen		16,5%	21,8%	37,1%	41,1%	32,6%	32,6%
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%
Kennziffern je Aktie (in Euro)							
Ergebnis je Aktie		-1,10	0,47	0,59	0,69	1,12	1,69
Free Cash flow je Aktie		-2,14	-2,44	-5,76	0,94	0,19	1,15
Dividende je Aktie		0,00	0,00	0,10	0,15	0,30	0,60
Cash je Aktie		3,03	3,55	4,13	2,67	3,18	4,20
Buchwert je Aktie		4,64	5,05	4,68	2,83	3,95	5,64
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz		0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV / EBITDA		3,5	5,2	5,4	5,3	3,9	3,1
EV / EBIT		-3,3	10,8	9,9	8,1	5,5	4,1
KGV		-2,3	12,5	16,5	14,4	8,8	5,8
KBV		0,5	1,2	2,1	3,5	2,5	1,7
KCV		-1,2	-2,4	-1,7	10,5	51,9	8,5
KUV		0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Dividendenrendite		0,0%	0,0%	1,0%	1,5%	3,0%	6,1%

Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG

Allgeier Holding AG						
Konzern Gewinn- und Verlustrechnung						
Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : IFRS	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	39,616	72,011	166,680	294,540	328,234	357,297
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
Gesamtleistungen	40,139	71,944	166,440	294,540	328,234	357,297
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%
EBITDA	3,019	6,680	13,361	24,309	32,823	41,804
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%
EBIT	-3,123	3,181	7,352	15,809	23,323	31,304
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%
EBT	-3,404	2,297	5,002	11,391	18,400	25,944
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%
Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen	-4,244	2,310	2,840	7,404	11,960	16,864
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
Konzernergebnis	-4,030	1,892	2,466	6,220	10,160	15,326
in % vom Umsatz	-10,2%	2,6%	1,5%	2,1%	3,1%	4,3%
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,678	3,992	4,162	9,072	9,072	9,072
Ergebnis je Aktie in Euro	-1,10	0,47	0,59	0,69	1,12	1,69
Dividende je Aktie in Euro	0,00	0,00	0,10	0,15	0,30	0,60

Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG

Allgeier Holding AG							
Konzernbilanz							
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez IFRS	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände		11,648	24,621	59,937	49,291	52,786	54,320
Sachanlagen		1,934	2,996	5,518	6,933	7,938	7,903
Finanzanlagen		0,013	0,000	0,042	0,042	0,042	0,042
Summe Anlagevermögen		10,078	13,595	27,617	65,496	56,266	60,766
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	28,160	37,361
Summe Umlaufvermögen		17,829	26,264	35,033	61,492	91,270	103,582
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
Summe Aktiva		43,334	69,052	135,070	161,832	180,280	199,023
Passiva							
Gezeichnetes Kapital		3,000	4,124	4,536	9,072	9,072	9,072
Kapitalrücklage		12,212	12,564	15,842	11,306	11,306	11,306
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
Summe Eigenkapital		17,058	20,170	19,488	25,708	35,868	51,193
Minderheitenanteile		2,311	-0,922	1,993	1,993	1,993	1,993
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
Summe langfristiger Schulden		11,841	24,181	51,314	56,734	60,246	61,089
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
Summe kurzfristiger Schulden		12,125	25,623	62,276	77,398	82,174	84,748
Summe Passiva		43,334	69,052	135,070	161,832	180,280	199,023

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						
Konzern-Kapitalflussrechnung						
	Einheit : Mio. Euro	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Geschäftsjahresende : 31. Dez						
Rechnungslegungsstandard : IFRS						
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
Cash flow aus der betrieblichen Tätigkeit vor Working Capital Veränderungen		2,905	8,223	31,246	19,152	26,281
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
Cash flow aus der betrieblichen Tätigkeit		5,560	4,599	23,046	15,723	22,464
Auszahlungen für Investitionen in das Anlagevermögen		-1,336	-2,281	-2,526	-2,000	-2,000
Einzahlungen aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens		0,167	0,025	0,000	0,000	0,000
Auszahlungen aus dem Erwerb von Tochterunternehmen		-12,812	-26,308	-12,000	-12,000	-10,000
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
Cash flow aus der Investitionstätigkeit		-15,304	-28,564	-14,526	-14,000	-12,000
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
Emmission 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
Cash flow aus der Finanzierungstätigkeit		12,772	23,881	-0,226	2,894	-1,263
Cash flow aus aufgegebenen Geschäftsbereichen		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Summe der Cash flows		2,854	1,216	8,294	4,617	9,201
Wechselkursbedingte Veränderungen des Finanzmittelfonds		0,002	0,033	0,000	0,000	0,000
Veränderung des Finanzmittelfonds		2,856	1,249	8,294	4,617	9,201
Flüssige Mittel am Anfang des Wirtschaftsjahres		11,144	14,000	15,249	23,543	28,160
Flüssige Mittel am Ende des Wirtschaftsjahres		14,000	15,249	23,543	28,160	37,361

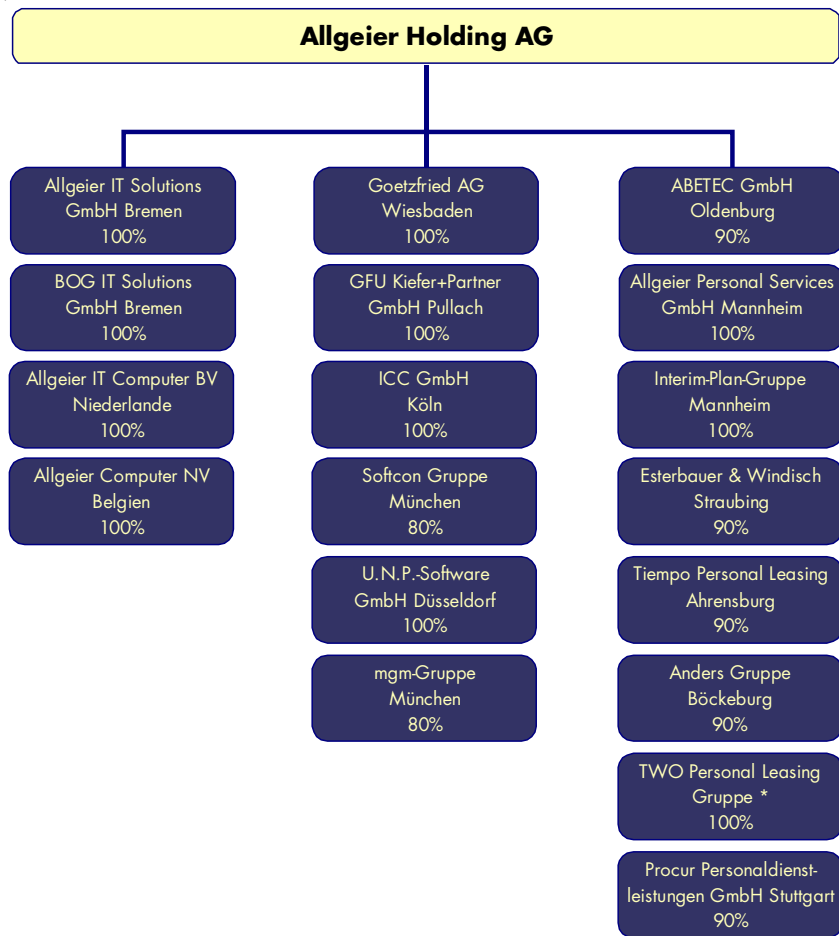
Quelle: Independent Research, Allgeier Holding AG

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

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. Hierbei handelt es sich um 17 eigenständige, operative Gesellschaften. Im Geschäftsbereich IT-Services befinden sich 6 Gesellschaften.



Quelle: Allgeier Holding AG

SWOT-Analyse	
Stärken und Chancen	Schwächen und Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Strategische Optionen in der Zeitarbeit - Hohes Wachstumspotenzial - Gute Positionierung in relevanten Märkten - Deutliche Unterbewertung der Aktie 	<ul style="list-style-type: none"> - Konjunkturabhängiges Geschäftsmodell - Aktuelle Margenabschwächung - Hoher Wettbewerbsdruck auf dem IT-Markt
Quelle: Independent Research	

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.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **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: 15.11.2007

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: 15.11.2007

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

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



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

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