

# Company Report

Datum der Veröffentlichung: 09.11.2005

## Allgeier Holding AG Business Services

[> Click here for Disclaimer](#)

### Akquisition für Akquisition zu neuer Größe

Rating (12M):

**Kaufen**

seit: 14.04.2005

Letzte Ratingänderung: keine

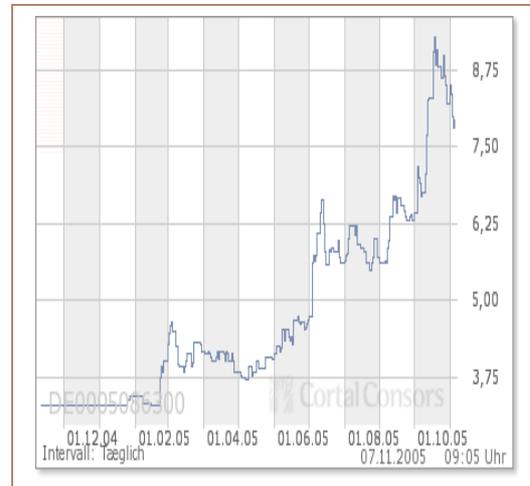
**Kursziel: € 12,00 (7,00)**

seit: 09.11.2005

Kurs (08.11.2005, 17:21 ETR): **€ 8,35**

Hoch/Tief 250 Tage: € 9,85 / 3,28

Nächstes Research: n.b.



Quelle: [www.cortalconsors.de](http://www.cortalconsors.de)

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

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

Email: [karsten.siebert@midas-research.de](mailto:karsten.siebert@midas-research.de)

### Zahlen je Aktie in €

	2004	2005e	2006e
EPS	-0,35	0,33 (0,36)	0,78 (0,48)
KGV	n.s.	25,3	10,7
CashFlow	0,96	1,16 (1,45)	1,61 (1,67)
KCV	8,7	7,2	5,2
Dividende	0,00	0,00	0,00
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert*	4,8	5,2 (6,78)	6,1 (7,25)
Cash	2,23	2,65 (2,72)	3,15 (3,27)

\* ohne Genussrechte

Geschäftsjahr per 31.12.

### Basis Informationen

Anzahl Aktien in Mio.:	4,12
Börsenwert in Mio. €:	34,4
Streubesitz:	ca. 40%
Reuters Symbol:	AEIG.DE
XETRA Symbol:	AEI.ETR
WKN:	508 630
ISIN:	DE0005086300
Börsensegment:	General Std.
Tagesumsatz Ø 30 Tage:	€ 249.688
Tagesumsatz Ø 250 Tage:	€ 72.755
Info:	<a href="http://www.allgeier-holding.de">www.allgeier-holding.de</a>

Seit unserer Basisstudie vom April 2005 ist es der *Allgeier Group* dank weiterer Unternehmenszukäufe gelungen, nicht nur die Basis für ein Überschreiten der Umsatzschwelle von EUR 100 Mio. bis 2006 zu legen, sondern sich auch ein markantes Profil als Dienstleister im Bereich *Business Services* zu geben. Der Börsenkurs hat diese Entwicklung trotz guter Performance jedoch bei weitem noch nicht nachvollzogen, was sich klar in den Ergebnissen unserer Peer-Group- und DCF-Bewertung ablesen lässt. Beide Bewertungsmethoden rechtfertigen für die Allgeier-Gruppe Aktienkurse deutlich jenseits der 10 Euro-Marke. Schlüssel zum Erfolg sind u.E. dabei Zukäufe zu marktgerechten Preisen in Kombination mit einem ausgewogenen Finanzierungs-Mix, das stets eine gesunde Bilanzstruktur im Blick hat. So wurde etwa erst kürzlich das Rating von der Agentur *Moody's* von „baa2“ auf „baa1“ angehoben. Dies dürfte sich positiv auch auf künftige Finanzierungsvorhaben auswirken. Wir sehen die Strategie von Allgeier bestätigt und bekräftigen unser Anlagevotum „Kaufen“. Das Kursziel erhöhen wir signifikant von EUR 7,00 auf nunmehr EUR 12,00.

# Company Report

## Mit Akquisitionen in neue Umsatzregionen

Die Allgeier Gruppe hat im letzten halben Jahr konsequent die Strategie weiter verfolgt, ihr Dienstleistungsportfolio nicht nur auszubauen sondern neben dem IT-Bereich auch um das Geschäftsfeld Personalüberlassung zu ergänzen. Die **jüngsten Akquisitionserfolge** zeigen sich hier:

### *IT-Solutions*

Der Bereich IT-Solutions, in dem die zur Allgeier-Gruppe gehörenden Unternehmen bereits eine führende Position als *Enterprise Resource Planning (ERP)-Systemanbieter* im Holz- und Baustoffhandel innehaben, wurde durch die Akquisition von Teilen der insolventen *BOG Informationstechnologie und Systeme* weiter gestärkt. Über die in *BOG IT-Solutions GmbH* umfirmierte *axol IT*, eine 100%ige Allgeier-Tochter, wurden in einem Asset-Deal zwei Geschäftsbereiche, das Systemhausgeschäft sowie das ERP-Lösungsgeschäft, aus der insolventen *BOG* im Mai 2005 übernommen. Damit konnte Allgeier Geschäftsfelder hinzugewinnen, die das eigene Geschäft nahezu perfekt ergänzen. Allgeier verfügt über eine proprietäre ERP-Lösung für mittelständische Kunden, die nun um eine auf *Microsoft Navision* basierende Lösung erweitert wurde. Zudem erhält Allgeier Zugang zu den rund 1.000 *BOG*-Kunden, die *BOG* als eines der größten und erfolgreichen *Navision Solutions Center* in Deutschland betreut.

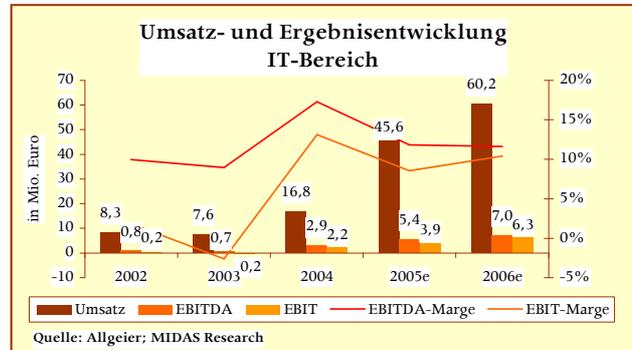
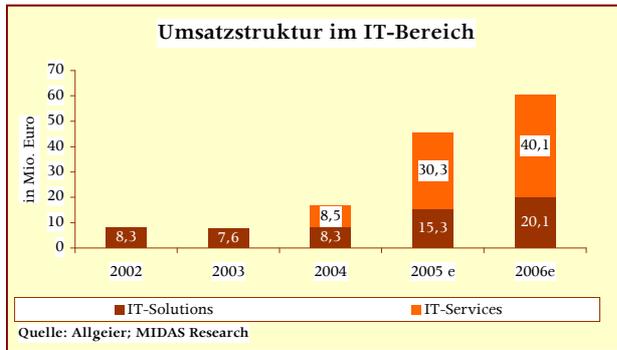
Der IT-Solutions-Bereich, zu dem auch die IT-Solutions Benelux mit dem Schwerpunkt *Dokumentenmanagement-Software (DMS)* gehört, lieferte in 2004 einen Umsatzbeitrag von EUR 8,3 Mio. Die seit Mai 2005 konsolidierte *BOG IT-Solutions* dürfte im laufenden Jahr einen zeitanteiligen Umsatzbeitrag von rund EUR 6,00 Mio. zum Konzernumsatz beisteuern. Für das Gesamtgeschäftsjahr 2006 gehen wir dann von einem **Umsatz von ca. EUR 10 Mio.** aus. Positive Erträge sollten in 2005 aber noch nicht erwartet werden, da die Einheiten aus der Insolvenz übernommen wurden, für die nach unserer Einschätzung jedoch andere Geschäftseinheiten der *BOG* verantwortlich waren. Für 2006 rechnen wir bei *BOG* dann mit einer deutlich positiven Ergebnisentwicklung, die sich an die Margen der anderen Allgeier-Beteiligungen im IT-Solutions-Bereich anpassen sollte. Zudem wird die *BOG IT-Solutions* in 2006 für das komplette Jahr einbezogen, was sich daher im Segmentbericht zusätzlich positiv bemerkbar machen dürfte.

### *IT-Services*

Der IT-Service-Bereich, der aus den in 2004 übernommenen Unternehmen *GFU* und *ICC* besteht, wurde unlängst durch die Akquisition der *Softcon* ergänzt. Im Rahmen einer Nachfolgeregelung wurde dieses profitabel arbeitende Unternehmen von Allgeier zusammen mit dem verbleibenden Management übernommen. Allgeier hält 80% an *Softcon*, während 20% des Unternehmens von der langjährigen Führungsmannschaft von *Softcon* übernommen wurden. Mit einem **Umsatz von geschätzten EUR 12,00 Mio.** in 2005 kann das Unternehmen auf zahlreiche Großkunden blicken, zu denen u.a. *Siemens*, die *Stadt München* oder *AOL* zählen. Da die Akquisition am 07.09.2005 gemeldet wurde, dürfte der Umsatz- und Ergebnisbeitrag erst im vierten Quartal eine relevante Rolle spielen und die Stärkung des IT-Service-Bereichs erst im nächsten Jahr voll zum Tragen kommen. Der IT-Service-Bereich lieferte 2004 einen Umsatz von EUR 8,5 Mio., der im Wesentlichen auf die zeitanteilig konsolidierte *GFU* zurückging. Die *ICC* wurde erst zum 30.12.2004 erworben und ab Anfang 2005 voll berücksichtigt. In 2005 sollte der Umsatz mit der teilweisen Einbeziehung der *Softcon* bereits auf EUR 30 Mio. steigen, bevor er sich in 2006 mit diesen drei Gesellschaften dann auf gut EUR 40 Mio. erhöhen sollte. Der bisher im Zentrum der strategischen Ausrichtung stehende Geschäftsbereich IT-Services konnte somit bereits deutlich ausgebaut werden.

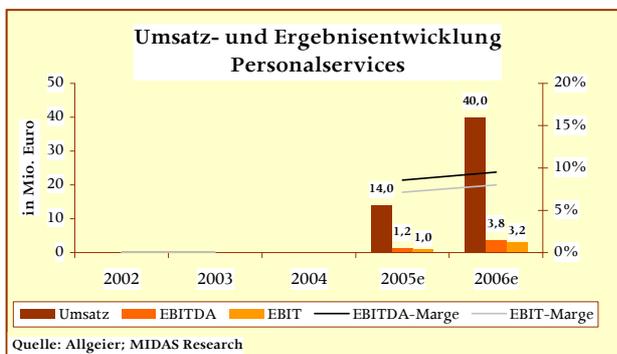
# Company Report

Gesamthaft dürfte Allgeier damit u.E. im Geschäftsbereich IT bereits in 2005 über eine pro forma annualisierte Umsatzbasis von mehr als EUR 58 Mio. verfügen.



## Neuer Geschäftsbereich Personalservices

Anfang September verkündete die Allgeier-Gruppe die **Akquisition der MR-Wirtschaftsberatung und der Interim-Plan**. Die beiden Unternehmen, die zukünftig unter der *Allgeier DL GmbH* (Dienstleistungen) zusammengefasst sind, sollten in 2005 einen **Umsatz von rund EUR 40 Mio.** erzielen. Allgeier übernimmt 90% an der Unternehmensgruppe MR/IP und *Roland Brohm*, langjähriger Geschäftsführer der MR und Gründer der IP, die verbleibenden 10%. Der Gründer und Geschäftsführer der MR *Michael Restefaniuk* zieht sich aus dem Management zurück, bleibt dem Unternehmen aber als Berater verbunden. Während die MR auf den regionalen Einsatz qualifizierter Helfer im gewerblichen Bereich spezialisiert ist, fokussiert sich die IP auf die Überlassung von Spezialisten u.a. an Bauträger bei Großprojekten. Mit den Akquisitionen tritt Allgeier in den lukrativen Markt der Personalüberlassung ein. Der mittlerweile wieder anziehende Markt für Personaldienstleistungen ist insbesondere im Mittelstandsbereich noch sehr fragmentiert. Dies sollte Allgeier weitere Möglichkeiten für günstige Akquisitionen bieten. Im Gegensatz zum Großkundengeschäft, in dem sich zahlreiche größere Personaldienstleister tummeln, die ihre Erträge über die Masse an vermittelten Mitarbeitern generieren müssen, ist im **Mittelstandsegment** kein so großer Margendruck zu spüren. Neben der konjunkturellen Entwicklung spricht auch eine zunehmende Akzeptanz der Arbeitnehmerüberlassung in Deutschland und damit verbunden ein allmähliches Angleichen der Penetrationsrate auf europäisches Niveau für diesen Wachstumsmarkt par excellence.



Der zeitanteilig konsolidierte Umsatzbeitrag der beiden Gesellschaften dürfte in 2005 bei ca. EUR 14 Mio. liegen. Da die Strukturen wie bisher weitergeführt werden, ist bereits von Anfang an mit

# Company Report

einem **positiven Ergebnisbeitrag** zu rechnen. In 2006 sollten also mindestens EUR 40 Mio. Umsatz und über EUR 3 Mio. EBIT auf den neu gegründeten Geschäftsbereich entfallen.

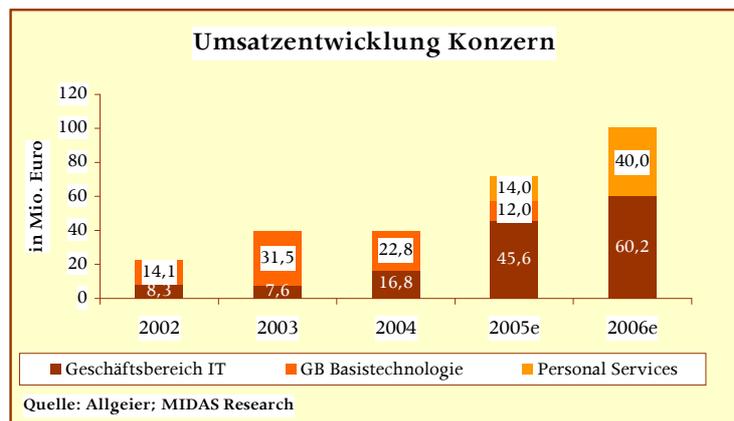
## Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Mit den zuletzt vorgelegten **Halbjahreszahlen** kann die Allgeier Gruppe auf ein überzeugendes, profitables Wachstum verweisen. So wuchs der Umsatz im **Geschäftsbereich IT** um beachtliche 197% auf EUR 17,2 (5,8) Mio. verbunden mit einer ebenso kräftigen EBIT-Ausweitung. Das EBIT stellte sich dabei auf EUR 1,7 (0,9) Mio. respektive eine EBIT-Marge von 9,9% (8,6%), während das Segmentergebnis sogar um 433% auf EUR 1,6 (0,3) Mio. kletterte. Der **Geschäftsbereich Basistechnologie** mit der Beteiligung *EA Elektro-Automatik* verbuchte hingegen planmäßig bedingt durch den Verkauf des Telekomgeschäfts einen Umsatzrückgang um 42% auf EUR 7,5 (12,9) Mio. Das EBITDA betrug hier EUR 0,7 Mio. Der Geschäftsbereich Basistechnologie steht bei der Allgeier Gruppe weiter auf dem Prüfstand. Für das zweite Halbjahr wird in diesem Segment ein ausgeglichenes Ergebnis erwartet. Da sich Allgeier inzwischen auf andere Geschäftsfelder fokussiert und der GB Basistechnologie lediglich noch einen Umsatz- aber keinen signifikanten Ergebnisbeitrag mehr liefert, werden wir uns in unseren weiteren Ausführungen auf das jetzige Kerngeschäft konzentrieren.

Im **Konzern** erzielte Allgeier im 1. Halbjahr 2005 einen Umsatz von EUR 24,7 (18,7) Mio. und ein EBIT von EUR 1,3 (0,9) Mio. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich von EUR 0,06 auf EUR 0,22 (jeweils per 30.06.). Bei Allgeier wird aber nicht nur auf ein profitables Wachstum der Konzerngesellschaften Wert gelegt, vielmehr will man auch

künftig über Akquisitionen weiter wachsen. Vor diesem Hintergrund wird auf eine tragfähige **Bilanzstruktur** geachtet, die die Finanzierung von weiteren Zukäufen zu günstigen Konditionen ermöglicht. So hat Allgeier im März 2005 eine Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital (299.000 Aktien zum Bezugspreis von EUR 5,00) erfolgreich platziert. Auf der Hauptversammlung im Juni wurde ferner beschlossen, das Grundkapital der Gesellschaft aus Gesellschaftsmitteln um EUR 824.750,00 auf EUR 4.123.750,00 durch die Ausgabe von 824.750 Stückaktien zu erhöhen; entsprechend erhielten die Aktionäre dann im August Berichtigungsaktien im Verhältnis 4:1. Wir halten diese Aktiendividende bei einem wachstumsstarken Unternehmen für die richtige Politik, die Aktionäre liquiditätsschonend bereits frühzeitig am Geschäftserfolg zu beteiligen.

Allgeier hat bereits in der Vergangenheit auch die Ausgabe von **Genussrechten** über so genannte *PREPS* zur Kapitalbeschaffung genutzt und sich, wie kürzlich gemeldet, gerade an einem weiteren *PREPS*-Programm beteiligt. Diese eigenkapitalähnliche Finanzierung stellt eine interessante Möglichkeit dar, da sie weder die Aktienzahl verwässert, noch die Fremdkapitalquote erhöht. Das hierfür notwendige **Rating** der Agentur *Moody's* wurde mittlerweile von „baa2“ auf „baa1“ angehoben, was sich positiv auf die Kapitalkosten auswirken sollte. Die eigenkapitalähnliche Finanzierung hat somit bereits die Bonität der Gesellschaft verbessert. Mit einer zunehmenden Ausweitung der Bilanz halten wir mittelfristig aber auch weitere Kapitalerhöhungen für sinnvoll. Momentan ist Allgeier jedoch eher dabei Aktien zurückzukaufen. Anfang August meldete der Vorstand, vom Beschluss der letzten Hauptversammlung Gebrauch



# Company Report

machen zu wollen und bis zu 10% des Grundkapitals zurückzukaufen. Die Ermächtigung ist bis zum 20. Dezember 2006 gültig.

## Bewertung

Dass es Allgeier geschafft hat, mit den durchgeführten Akquisitionen ein werthaltiges Portfolio selbständig und profitabel arbeitender Gesellschaften aufzubauen, dessen Perspektive im Börsenkurs erst ansatzweise reflektiert ist, wird schon bei einem Blick auf ähnlich ausgerichtete Unternehmen überdeutlich. Wir haben für die relevanten Geschäftsbereiche IT-Services und Personaldienstleistungen jeweils eine **separate Peer-Group** gebildet und sie auf **Stand-Alone-Basis** bewertet. Grundlage dieser Bewertung sind die von uns prognostizierten Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Größen für die beiden Geschäftsbereiche, wie sie ex-post von Allgeier auch als Segmentergebnisse ausgewiesen werden. Hierin nicht enthalten sind weitere Kosten insbesondere der Holding, was wir dann in einem zweiten Schritt berücksichtigen.

### Geschäftsbereich IT

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

Allgeier Peer-Group IT-Dienstleister	Kurs 04.11.2005	Aktien- anzahl Mio.	Marktkapi- talisierung Mio.	Umsatz 2006e Mio.	Umsatz 2005e Mio.	EBITDA 2006e Mio.	EBITDA 2005e Mio.	EBIT 2006e Mio.	EBIT 2005e Mio.
TDS Informationstechnologie	2,11 €	28,98	61,15	107,15	102,50	17,35	15,30	7,07	3,10
AC Service	5,10 €	5,40	27,54	48,75	45,39	8,06	7,27	2,83	2,01
Emprise Management Consulting	1,49 €	12,92	19,25	32,18	28,73	3,73	2,69	3,38	2,40
Bechtle	16,65 €	21,20	352,98	1330,96	1220,67	59,77	50,94	47,71	38,88
Arxes NCC (GJ 30.06.)	2,38 €	9,40	22,36	44,76	42,45	3,16	1,92	1,82	0,80
Cenit	22,79 €	4,18	95,35	90,13	81,17	11,35	9,87	10,36	9,14
Brain Force Software	3,43 €	10,26	35,18	91,50	75,58	9,04	7,26	5,20	4,01
<b>Allgeier GB IT</b>				<b>60,20</b>	<b>45,63</b>	<b>7,00</b>	<b>5,40</b>	<b>6,26</b>	<b>3,90</b>

Quelle: Bloomberg; MIDAS Research

Peer Group Ratios	Marktkap./ Umsatz 2006e	Marktkap./ Umsatz 2005e	Marktkap./ EBITDA 2006e	Marktkap./ EBITDA 2005e	Marktkap./ EBIT 2006e	Marktkap./ EBIT 2005e
TDS Informationstechnologie	0,57	0,60	3,52	4,00	8,66	19,73
AC Service	0,56	0,61	3,42	3,79	9,73	13,70
Emprise Management Consulting	0,60	0,67	5,16	7,16	5,70	8,02
Bechtle	0,27	0,29	5,91	6,93	7,40	9,08
Arxes NCC (GJ 30.06.)	0,50	0,53	7,08	11,65	12,29	27,95
Cenit	1,06	1,17	8,40	9,66	9,20	10,43
Brain Force Software	0,38	0,47	3,89	4,85	6,77	8,77
<b>Mittelwert</b>	<b>0,56</b>	<b>0,62</b>	<b>5,34</b>	<b>6,86</b>	<b>8,53</b>	<b>13,95</b>
<b>Median</b>	<b>0,56</b>	<b>0,60</b>	<b>5,16</b>	<b>6,93</b>	<b>8,66</b>	<b>10,43</b>

### Allgeier: Marktwert Geschäftsbereich IT in €

Mittelwert	33,89 Mio.	28,22 Mio.	37,38 Mio.	37,05 Mio.	53,42 Mio.	54,42 Mio.
Median	34,01 Mio.	27,22 Mio.	36,13 Mio.	37,42 Mio.	54,18 Mio.	40,69 Mio.

### Allgeier: Marktwert Geschäftsbereich IT je Aktie

Mittelwert	8,22 €	6,84 €	9,06 €	8,98 €	12,95 €	13,20 €
Median	8,25 €	6,60 €	8,76 €	9,07 €	13,14 €	9,87 €

Quelle: Bloomberg; MIDAS Research

# Company Report

Hier zeigt sich bereits, dass allein die Bewertung des IT-Bereichs den aktuellen Börsenwert der gesamten Allgeier-Gruppe nach den meisten Kennzahlen erheblich übersteigt.

## Geschäftsbereich Personaldienstleistungen

Durch die unlängst übernommenen Gesellschaften *MR-Wirtschaftsberatung* und *Interim-Plan* ist Allgeier in den lukrativen Markt der Personalüberlassung eingestiegen. Als Peer-Group haben wir daher Unternehmen, die sich als Personalservicedienstleister betätigen, herangezogen. Für das laufende Jahr sind in unseren Prognosen nur die auf Allgeier entfallenden anteiligen Umsätze und Ergebnisse berücksichtigt, so dass für eine realistische Bewertung auf das **Geschäftsjahr 2006** abzustellen ist. Es wird deutlich, welchen wichtigen Beitrag zum Konzernunternehmenswert auch der neue Geschäftsbereich Personaldienstleistungen nach Börsenbewertungsmaßstäben liefern wird.

Allgeier Peer-Group Personalservices	Kurs 04.11.2005	Aktien- anzahl Mio.	Marktkapi- talisierung Mio.	Umsatz 2006e Mio.	Umsatz 2005e Mio.	EBITDA 2006e Mio.	EBITDA 2005e Mio.	EBIT 2006e Mio.	EBIT 2005e Mio.
Manpower	46,59 USD	90,29	4206,61	17200,00	16132,16	579,98	520,31	486,85	430,71
Allbecon	2,41 €	8,15	19,64	149,07	140,64	4,47	3,28	n.a.	n.a.
Randstad	31,78 €	116,00	3686,48	7089,58	6489,30	399,99	326,47	352,56	284,03
DIS AG	45,30 €	13,20	597,96	341,30	288,48	45,78	36,80	39,42	34,91
Adecco	36,25 €	187,00	6778,75	19706,66	18314,56	897,67	779,39	760,43	650,77
Amadeus	6,64 €	5,30	35,16	51,88	47,22	4,53	3,58	3,38	2,57
<b>Allgeier GB Personalservices</b>				<b>40,00</b>	<b>14,00</b>	<b>3,80</b>	<b>1,20</b>	<b>3,20</b>	<b>1,00</b>

Quelle: Bloomberg; MIDAS Research

Peer Group Ratios	Marktkap./ Umsatz 2006e	Marktkap./ Umsatz 2005e	Marktkap./ EBITDA 2006e	Marktkap./ EBITDA 2005e	Marktkap./ EBIT 2006e	Marktkap./ EBIT 2005e
Manpower	0,24	0,26	7,25	8,08	8,64	9,77
Allbecon	0,13	0,14	4,39	5,99	n.a.	n.a.
Randstad	0,52	0,57	9,22	11,29	10,46	12,98
DIS AG	1,75	2,07	13,06	16,25	15,17	17,13
Adecco	0,34	0,37	7,55	8,70	8,91	10,42
Amadeus	0,68	0,74	7,76	9,82	10,40	13,68
<i>Mittelwert</i>	<i>0,61</i>	<i>0,69</i>	<i>8,21</i>	<i>10,02</i>	<i>10,72</i>	<i>12,79</i>
<i>Median</i>	<i>0,43</i>	<i>0,47</i>	<i>7,66</i>	<i>9,26</i>	<i>10,40</i>	<i>12,98</i>

### Allgeier: Marktwert Geschäftsbereich Personalservices in €

<i>Mittelwert</i>	24,47 Mio.	9,70 Mio.	31,18 Mio.	12,03 Mio.	34,29 Mio.	12,79 Mio.
<i>Median</i>	17,28 Mio.	6,57 Mio.	29,09 Mio.	11,11 Mio.	33,29 Mio.	12,98 Mio.

### Allgeier: Marktwert Geschäftsbereich Personalservices je Aktie

<i>Mittelwert</i>	5,93 €	2,35 €	7,56 €	2,92 €	8,32 €	3,10 €
<i>Median</i>	4,19 €	1,59 €	7,06 €	2,69 €	8,07 €	3,15 €

Quelle: Bloomberg; MIDAS Research

Besonders die Ertragsmultiples für 2006 zeigen eine deutliche Werthaltigkeit des neuen Geschäftsbereichs, die ebenfalls alleine den Börsenwert des gesamten Allgeier-Konzerns übersteigt.

# Company Report

Allgeier Zielbewertung Marktwert (Mittelwert)	Marktkap./ Umsatz 2006e	Marktkap./ Umsatz 2005e	Marktkap./ EBITDA 2006e	Marktkap./ EBITDA 2005e	Marktkap./ EBIT 2006e	Marktkap./ EBIT 2005e
<i>Geschäftsbereich IT</i>	33,89 Mio.	28,22 Mio.	37,38 Mio.	37,05 Mio.	53,42 Mio.	54,42 Mio.
<i>Geschäftsbereich Personalservices</i>	24,47 Mio.	9,70 Mio.	31,18 Mio.	12,03 Mio.	34,29 Mio.	12,79 Mio.
<i>Gesamt</i>	58,36 Mio.	37,92 Mio.	68,56 Mio.	49,07 Mio.	87,71 Mio.	67,22 Mio.
<i>je Aktie</i>	14,15 €	9,20 €	16,63 €	11,90 €	21,27 €	16,30 €
<b>mit Abschlag 30% vom Gesamtwert</b>	40,85 Mio.	26,55 Mio.	47,99 Mio.	34,35 Mio.	61,40 Mio.	47,05 Mio.
<b>mit Abschlag 30% je Aktie</b>	9,91 €	6,44 €	11,64 €	8,33 €	14,89 €	11,41 €

Allgeier Zielbewertung Marktwert (Median)	Marktkap./ Umsatz 2006e	Marktkap./ Umsatz 2005e	Marktkap./ EBITDA 2006e	Marktkap./ EBITDA 2005e	Marktkap./ EBIT 2006e	Marktkap./ EBIT 2005e
<i>Geschäftsbereich IT</i>	34,01 Mio.	27,22 Mio.	36,13 Mio.	37,42 Mio.	54,18 Mio.	40,69 Mio.
<i>Geschäftsbereich Personalservices</i>	17,28 Mio.	6,57 Mio.	29,09 Mio.	11,11 Mio.	33,29 Mio.	12,98 Mio.
<i>Gesamt</i>	51,29 Mio.	33,79 Mio.	65,22 Mio.	48,53 Mio.	87,47 Mio.	53,67 Mio.
<i>je Aktie</i>	12,44 €	8,20 €	15,82 €	11,77 €	21,21 €	13,02 €
<b>mit Abschlag 30% vom Gesamtwert</b>	35,90 Mio.	23,65 Mio.	45,66 Mio.	33,97 Mio.	61,23 Mio.	37,57 Mio.
<b>mit Abschlag 30% je Aktie</b>	8,71 €	5,74 €	11,07 €	8,24 €	14,85 €	9,11 €

Um die beiden relevanten Geschäftsbereiche IT- und Personaldienstleistungen von der Stand-Alone-Bewertung in die Konzernbetrachtung unter **Berücksichtigung der Holdingkosten** zu überführen, haben wir von der Summe der Teilwerte jeweils 30 Prozent abgezogen, um so zur Bewertung des Allgeier Konzerns nach der Peer-Group-Methode zu gelangen. Mit anderen Worten unterstellen wir bei dieser Vorgehensweise, dass die operativen Ergebnisse der Geschäftsbereiche mit 30 Prozent an allgemeinen Verwaltungskosten aus der Holding belastet werden. Diese pauschalierende Annahme überzeichnet die tatsächlichen Verhältnisse jedoch nicht unbeträchtlich und stellt insofern einen zusätzlichen Puffer in unserer Peer-Group-Bewertung dar. Deutlich wird dies, wenn man die Summe unserer Schätzungen für die operativen Ergebnisse (EBIDTA, EBIT) der Geschäftsbereiche mit unseren Schätzungen dieser Größen für den Konzern vergleicht.

Verzichtet haben wir an dieser Stelle auf eine Peer-Group-Bewertung auch auf Basis von Jahresüberschuss bzw. Gewinn pro Aktie, da dafür eine sachgerechte Zuordnung der Holding- und Zinskosten auf die beiden Hauptgeschäftsbereiche erforderlich wäre, die extern kaum zu leisten ist. Aufgrund des genannten Puffers und der Tatsache, dass auch dem Geschäftsfeld Basistechnologie – wenn auch auf dem Prüfstand befindlich – ein gewisser Wert beizumessen ist, würden wir jedoch keine abweichenden Ergebnisse erwarten.

Die o.g. Werte zeigen somit unverändert eine **signifikante Unterbewertung** der Allgeier-Gruppe an der Börse auf. Die Mittelwerte der Kennzahlen nach Abschlag auf Mittelwertbasis für 2006 ergeben einen Zielwert von EUR 50,1 Mio. respektive EUR 12,16 je Aktie. Die auf Basis des Medians ermittelten Kennzahlen für 2006 zeigen im Mittel nach Abschlag einen Zielwert von EUR 47,6 Mio. bzw. EUR 11,55 je Aktie auf. Dies weist auf ein noch deutliches Kurspotenzial für die Allgeier-Aktie.

## DCF-Modell

Auch nach unserem DCF-Modell hat die Allgeier-Gruppe einen klaren Wertzuwachs erfahren. Analog zu unserer Basisstudie, in der wir Allgeier nach einem dreistufigen DCF-Modell nach der *Entity-Methode* bewertet haben, gehen wir auch hier in drei Schritten wie folgt vor:

# Company Report

In der 1. Phase mit den Geschäftsjahren 2005 und 2006 greifen wir auf unsere neuen Detailschätzungen zurück. In der 2. Phase, die sich über die Geschäftsjahre 2007 bis 2014 erstreckt, operieren wir mit aus unserer Sicht realistischen Wachstumsraten und erreichbaren Margen. Die Schätzungen für den Free-Cash-Flow erreichen jedoch nicht mehr den Grad an Genauigkeit wie im ersten Schritt. In der dritten Phase haben wir ein Wachstum von 1% für die unendliche Periode angenommen. Ansonsten gelten die in der Tabelle angegebenen Parameter, die gegenüber unserer Basisstudie vom April 2005 nicht verändert wurden.

Weder in dem Peer-Group-Vergleich noch in unserem DCF-Modell wurden weitere Akquisitionen berücksichtigt, obwohl solche natürlich unverändert von Allgeier zu erwarten sind und einen wesentlichen Teil der Unternehmensstrategie darstellen. Jedoch reicht das angenommene organische Wachstum völlig, um die klare Unterbewertung der Allgeier-Aktie auch nach unserem DCF-Modell zu untermauern.

Nachdem wir unsere Umsatzprognose für die Allgeier-Gruppe für 2006 verglichen mit unserer Basisstudie von April 2005 nahezu verdoppeln konnten, ist auch der über das DCF-Modell ermittelte Unternehmenswert in ähnlicher Größenordnung von EUR 6,82 auf nunmehr EUR 11,71 je Aktie emporgeschneit. Mit diesem über das DCF-Modell ermittelten **Kursziel** von EUR 12,00 je Aktie wird somit unsere „Sum-of-the-parts“-Bewertung mittels Peer-Group-Kennzahlen voll auf bestätigt. Für reichlich Kursphantasie ist also gesorgt.

Allgeier Holding AG (Konzern)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
in Mio. Euro	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	71,60	100,20	105,21	110,26	115,33	120,41	125,58	130,86	135,83	140,18
Wachstum Umsatz		39,9%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	3,8%	3,2%
EBIT-Marge	4,7%	7,5%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
<b>EBIT</b>	<b>3,40</b>	<b>7,50</b>	<b>8,10</b>	<b>8,49</b>	<b>8,88</b>	<b>9,27</b>	<b>9,67</b>	<b>10,08</b>	<b>10,46</b>	<b>10,79</b>
- Ertragssteuern	-0,96	-2,20	-2,03	-2,12	-2,22	-2,32	-2,42	-2,52	-2,61	-2,70
+ Abschreibungen	1,70	1,30	2,63	2,76	2,88	3,01	3,14	3,27	3,40	3,50
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Operativer Brutto Cash Flow</b>	<b>4,14</b>	<b>6,61</b>	<b>8,71</b>	<b>9,12</b>	<b>9,54</b>	<b>9,96</b>	<b>10,39</b>	<b>10,83</b>	<b>11,24</b>	<b>11,60</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-2,66	-2,57	-0,70	-0,71	-0,71	-0,71	-0,72	-0,74	-0,70	-0,61
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen *	0,00	-2,00	-3,00	-3,00	-3,50	-4,00	-4,50	-4,50	-5,00	-5,50
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1,49</b>	<b>2,03</b>	<b>5,00</b>	<b>5,42</b>	<b>5,33</b>	<b>5,25</b>	<b>5,17</b>	<b>5,59</b>	<b>5,54</b>	<b>5,49</b>
<b>Barwerte</b>	<b>1,47</b>	<b>1,85</b>	<b>4,19</b>	<b>4,17</b>	<b>3,78</b>	<b>3,43</b>	<b>3,10</b>	<b>3,09</b>	<b>2,82</b>	<b>2,57</b>
Summe Barwerte	30,46									
Terminalwert	32,91									
										in % vom Gesamtwert : 52%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	63,37									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	10,90									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-26,00									
<b>Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro</b>	<b>48,27</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	4,124									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>11,71</b>									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Model:					
langfristige Bilanzstruktur ▶	Eigenkapital :	60%	Fremdkapital :	40%	
			(incl. Genussrechte)		
risikofreie Rendite :	4,00%	Beta :	1,40	Risikoprämie FK :	1,00%
		Risikoprämie :	6,00%	Steuerfilter :	40,00%
		Zins EK :	12,40%	Zins FK :	3,00%
Wachstumsrate FCF :	1,0%	WACC :	8,64%	Datum :	04.11.2005

\* Desinvestment GB Basistechnologie in 2005 angenommen

Quelle: Allgeier Holding AG; Prognosen MIDAS Research

# Company Report

## Fazit

Allgeier ist es gelungen, sein **Portfolio an IT-Unternehmen** im laufenden Geschäftsjahr weiter dynamisch auszubauen. Dabei achtet das Management darauf, intakte Unternehmen etwa im Rahmen von Nachfolgeregelungen zu einem fairen Preis zu erwerben. Im Gegensatz zu anderen Gesellschaften, die Zukäufe vor allem mit Blick auf erhoffte Synergieeffekte vornehmen, spielen solche Überlegungen bei Allgeier nur eine untergeordnete Rolle. Unter Umständen belastende Integrationsmaßnahmen werden so vermieden; im Gegenteil, die erworbenen Einheiten können unter dem Allgeier-Dach quasi unbehelligt weiter erfolgreich am Markt agieren. Dennoch gelingt auf diese Weise sukzessive der Aufbau eines überregionalen Netzwerks und damit auch ein verbesserter Zugang zu Großkunden. Und dass man mit dieser Strategie Erfolg hat, zeigen die letzten Ergebniszahlen eindrucksvoll.

Mit dem jüngsten Coup, dem **Einstieg in den Personalservice-Markt**, setzt Allgeier noch stärker auf **Dienstleistungen für Firmenkunden** (Business Services) als künftiges Kerngeschäftsfeld. Anstehende Gesellschafterwechsel im Rahmen von Nachfolgeregelungen sollten Allgeier auch im Personaldienstleistungssegment weitere Akquisitionsmöglichkeiten eröffnen. In dem fragmentierten Markt der mittelständischen Personaldienstleister wurden viele Unternehmen in den 1970er Jahren gegründet – eine Nachfolgeregelung steht also bei etlichen dieser Firmen jetzt an.

Das Personalservice-Geschäft gilt zwar allgemein als konjunktur-prozyklisch, hat aber in Deutschland im internationalen Vergleich noch einigen Nachholbedarf, der im Zuge von politischen Bestrebungen zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes weiter gehoben werden dürfte.

Mit einem zweiten Standbein im Dienstleistungsgeschäft für Firmenkunden hat sich die Allgeier-Gruppe überdies aus Börsensicht nun im Segment **„Business Services“** positioniert. An den Charakter als Beteiligungsgesellschaft dürfte schon bald nur noch der Zusatz „ **Holding**“ im Firmennamen erinnern. Ein bei Holdings oder Beteiligungsgesellschaften oft am Markt zu beobachtender Bewertungsabschlag ist damit u.E. auch nicht mehr gerechtfertigt. Tatsächlich zeigt sich bei einem Kennzahlenvergleich mit Unternehmen wie *Gesco AG* oder *Indus Holding*, dass ein solcher von der Börse aber immer noch eingepreist wird.

Eine wesentliche Voraussetzung für den langfristigen Erfolg der Allgeier Group ist es, mit den akquirierten Unternehmen Returns on Investment zu erzielen, die über den Finanzierungskosten liegen. Dies ist Allgeier bisher sehr gut gelungen. Dadurch, dass Allgeier nur einen geringeren Teil mit Eigenkapital finanziert und einen weitaus größeren Teil über PREPS und Fremdkapital, werden hohe Leverage-Effekte erzielt, die dem Allgeier-Aktionär einen deutlichen Wertzuwachs bescheren. Solange die Kapitalmarktzinsen auf einem niedrigen Niveau verharren und die Konsolidierungsprozesse in den von Allgeier anvisierten Segmenten anhalten, sollte es dem Unternehmen gelingen, einen Konzern von relevanter Größe aufzubauen. Diese Voraussetzungen scheinen uns weiter gegeben. Vor diesem Hintergrund erhöhen wir unser **Kursziel** zunächst auf EUR 12,00 und orientieren uns damit an der vergleichsweise konservativen Peer-Group-Bewertung unter pauschaler Berücksichtigung der Holdingkosten. Unsere Börseneinstufung lautet unverändert **„Kaufen“**. Welche Kurschancen gerade in dem Thema Personalservice liegen, verdeutlicht eindrucksvoll auch die Performance der *DIS Deutscher Industrie Service AG*, die seit Frühjahr 2003 über 350% an der Börse zugelegt hat. **Da der Markt aktuell noch nicht einmal das IT-Dienstleistungsgeschäft von Allgeier voll bewertet, bleibt für erhebliche Kursphantasie gesorgt, wenn die Börse Allgeier erst auch als Personaldienstleister begreift.**

# Company Report

## Anhang

Allgeier Holding AG (Konzern)							1. HJ 04	1. HJ 05	
GuV									
	2004		2005e		2006e **				
	Tsd. €	+/- in %	Tsd. €	+/- in %	Tsd. €	+/- in %		+/- in %	
1. Umsatzerlöse	39.616,3	1,4%	71.600,0	80,7%	100.200,0	39,9%	18.728,6	24.785,7	32,3%
2. Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	-190,2	-88,0%	-400,0	110,3%	0,0	n.s.	759,5	-189,4	-124,9%
3. andere aktivierte Eigenleistungen	713,1	-34,9%	500,0	-29,9%	200,0	-60,0%	401,7	293,0	-27,1%
4. sonstige betriebliche Erträge	1.073,5	-61,0%	1.100,0	2,5%	1.100,0	0,0%	585,9	390,2	-33,4%
5. Materialaufwand	18.507,8	-13,0%	32.500,0	75,6%	35.700,0	9,8%	8.761,7	13.352,6	52,4%
Materialaufwandsquote	46,7%		45,4%		35,6%		46,8%	53,9%	
6. Personalaufwand	12.927,7	-4,0%	28.000,0	116,6%	48.200,0	72,1%	6.592,4	6.578,3	-0,2%
Personalaufwandsquote	32,6%		39,1%		48,1%		35,2%	26,5%	
8. sonstige betriebliche Aufwendungen	6.758,6	-13,3%	7.200,0	6,5%	8.800,0	22,2%	3.110,8	3.147,2	1,2%
9. Betriebliches Ergebnis vor außerordentlichen Kosten und Abschreibungen (EBITDA)	3.018,6	-348,5%	5.100,0	69,0%	8.800,0	72,5%	2.010,8	2.201,4	9,5%
EBITDA-Marge	7,6%		7,1%		8,8%		10,7%	8,9%	
10. Abschreibungen aus betrieblicher Tätigkeit	1.960,0	10,1%	1.400,0	-28,6%	1.200,0	-14,3%	822,8	877,3	6,6%
	4,9%		2,0%		1,2%				
11. Abschreibungen auf Firmenwerte	3.613,0	0,3%	300,0	-91,7%	100,0	-66,7%	301,5		
12. Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit	-2.554,4	-61,3%	3.400,0	-233,1%	7.500,0	120,6%	886,5	1.324,1	49,4%
EBIT-Marge	-6,4%		4,7%		7,5%		4,7%	5,3%	
13. Finanzergebnis	-280,9	-32,1%	-1.000,0	256,0%	-2.000,0	100,0%	-68,4	-370,2	441,2%
14. Ergebnis vor Steuern	-2.835,3	-59,6%	2.400,0	-184,6%	5.500,0	129,2%	818,1	953,9	16,6%
EBT-Marge	-7,2%		3,4%		5,5%		3,8%		
15. Ertragsteuerergebnis	1.719,5	-38,2%	-957,0	-155,7%	-2.195,0	129,4%	-168,3	-101,5	-39,7%
Steuerquote	60,6%		39,9%		39,9%		20,6%	10,6%	
16. Ergebnis vor Minderheitenanteilen	-1.115,8	-73,6%	1.443,0	-229,3%	3.305,0	129,0%	649,8	852,4	31,2%
17. Minderheitenanteile	-56,8	-95,6%	250,0	-540,1%	100,0	-60,0%	476,0	124,1	-73,9%
18. Periodenergebnis	-1.059,0	-64,1%	1.193,0	-212,7%	3.205,0	168,7%	173,8	728,3	319,0%
<hr/>									
Anzahl Aktien in Mio. (gewichtet)	3,0		3,57		4,1		3,0	3,3	
Ergebnis je Aktie (in €)	-0,35		0,33		0,78		0,06	0,22	
Anzahl der konsolidierten Unternehmen	15		17		17		15	15	
** ohne GB Basistechnologie									
Quelle: Allgeier Holding AG; Prognosen MIDAS Research									

# Company Report

Notizen

# Company Report

## Quellen:

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

## MIDAS Research Abo

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

## Haftungsausschluss / Disclaimer

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

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

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

Diese Studie ist im Auftrag der Michael Drepper Kapitalmarkt-Kommunikation, Mannheim, erstellt worden. Die Allgeier Holding AG hat vor Veröffentlichung Einsicht in diese Publikation genommen.

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

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

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