



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

Allgeier Group



ALLGEIER

Geschäftszahlen Q3 2008

24. November 2008

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.

Organisches Wachstum legt in Q3 wieder zu Zahlen Q3 2008

- ⇒ Allgeier Holding hat in Q3 2008 einen Umsatz von 47,59 (32,89; unsere Prognose: 43,80) Mio. Euro erzielt. Sehr erfreulich fiel hierbei das organische Wachstum mit 27% (Q2: +20%) aus.
- ⇒ Wachstumstreiber war der Bereich IT-Services mit einem Umsatzanstieg auf 42,3 (27,9; unsere Prognose: 38,7) Mio. Euro. Der Umsatz im Bereich IT-Solutions verbesserte sich auf 5,2 (5,0; unsere Prognose: 5,1) Mio. Euro.
- ⇒ Das EBITDA bereinigt um die Kosten aus der Veräußerung des PS-Geschäfts verbesserte sich auf 3,29 (1,50; unsere Prognose: 4,82) Mio. Euro und das operative EBITA auf 2,9 (1,2; unsere Prognose: 4,1) Mio. Euro. Ergebnisseitig konnte Allgeier unsere Erwartungen nicht erreichen. Verantwortlich hierfür ist der überproportionale Anstieg im Bereich Expert Leasing sowie die Akquisitionen, die vergleichsweise niedrigere Margen aufweisen.
- ⇒ Allgeier zeigt sich mit der bisherigen Entwicklung im Geschäftsjahr, die teilweise sogar die eigenen Erwartungen übertroffen hat, sehr zufrieden. Das Unternehmen rechnet in beiden Geschäftsbereichen in 2008 weiterhin mit einem Umsatz- und Ergebniswachstum.
- ⇒ Wir haben unsere Umsatzprognose für 2008e auf 173,26 (alt: 167,39) Mio. Euro angehoben. Hierbei berücksichtigen wir erstmals die IXTRA-Übernahme (Umsatzbeitrag in 2008e rd. 2,5 Mio. Euro) sowie ein höheres organisches Wachstum von rd. 20% (alt: 15%). Das EBIT (inkl. ao Aufwand von 7,3 Mio. Euro) erwarten wir nunmehr bei -1,28 (+1,61) Mio. Euro. Für 2009e prognostizieren wir einen Umsatz von 208,42 (alt: 199,23) Mio. Euro. Das EBIT schätzen wir auf 10,20 (alt: 10,88) Mio. Euro.
- ⇒ Bei einem neuen Kursziel von 11,70 (alt: 13,50) Euro auf Basis der DCF- und Peer Group-Bewertung votieren wir unverändert mit Kaufen.

Allgeier Holding AG 4)

Votum:
alt: -
vom -

Kursziel (in Euro) (6 Monate) **11,70**
Kurs (Xetra) (in Euro) 5,62
21.11.2008 17:15 Uhr
Kurspotenzial 108,19%

Unternehmensdaten

Land GE
Branche IT-Services
Segment General Standard
ISIN DE0005086300
Reuters AEIG.DE
Bloomberg AEI
Internet www.allgeier.com

Aktiendaten

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 8,965
Freefloat 43,00%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro) 51,0
∅ Tagesumsatz 9.167
52W Hoch 28.04.2008 9,73 Euro
52W Tief 22.01.2008 4,70 Euro
Beta 1,20
Volatilität (60 Tage) 78,51

Bewertungsmultiplikatoren

	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGW	Div. Rendite
2005	-	-	-	-
2006	0,7	24,2	66,5	0,0%
2007	0,6	15,9	51,7	38,2% *
2008e	0,1	2,1	6,8	1,8%
2009e	0,1	1,2	6,5	2,7%

Performance (in %)

	1M	3M	6M	12M
absolut	-8,6	-28,0	-37,7	-13,2
relativ ggü.:				
DAX	-4,9	10,6	4,8	60,0
CDAX	-3,6	9,3	5,4	34,1

Index-Gewichtung

CDAX 0,800%



RL	GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS
IFRS	2005	72,0	3,2	2,3	1,9	0,47
IFRS	2006	92,9	2,7	1,2	0,5	0,06
IFRS	2007	133,4	4,8	3,1	1,1	0,13
IFRS	2008e	173,3	-1,3 *	-0,6 *	85,6 *	9,55 *
IFRS	2009e	208,4	10,2	12,0	7,8	0,86

CAGR 2006 - 2009e 30,9% 55,9% 113,5% 151,2%

Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen; * inkl. Sonderfaktoren

Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)

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

Unternehmensprofil

Umsatz 2007: 298 Mio. Euro, davon 165 Mio. Euro im Bereich Personal Services

Konzentration auf IT Services und IT Solutions

Die Allgeier Holding AG mit Sitz in München ist die Holdinggesellschaft der Allgeier Gruppe. Nach dem Verkauf des Personal Services Bereichs (Februar 2008; Enterprise Value: 175 Mio. Euro) agiert die Gesellschaft heute in den Märkten IT Services und IT Solutions. Durch den Verkauf wird sich das Gesicht und Risikoprofil der Gesellschaft (Umsatz 2007: 298 Mio. Euro, davon 165 Mio. Euro im Bereich Personal Services) grundlegend ändern. Zum aktuellen Zeitpunkt verfügt die Gruppe über zwölf operativ tätige Tochtergesellschaften, deren Standorte sich neben Deutschland auch in Nachbarländern wie beispielsweise Belgien und den Niederlanden befinden.

Allgeier verfolgt Buy & Build-Strategie

Ausbau des Stammgeschäfts IT Services durch Akquisitionen

Die Holdinggesellschaft übernimmt neben der Konzernfinanzierung und dem Konzerncontrolling vor allem die Aufgabe der strategischen Steuerung sowie das Management des Gruppenwachstums. Ziel der Buy & Build-Strategie der Allgeier Holding ist dabei, das organische Wachstum der Tochterunternehmen zu fördern und selektiv weitere wert-schaffende Mehrheitsbeteiligungen an erfolgreichen Gesellschaften zu erwerben. Unternehmensangaben zufolge werden derzeit Akquisitionsmöglichkeiten zum Ausbau des Stammgeschäfts IT Services geprüft. Zudem plant Allgeier die Übernahme von Dienstleistungsgesellschaften in angrenzenden und neuen Geschäftsfeldern. Die Gesellschaft hat zuletzt im August den IT-Dienstleister IXTRA AG (100 Mitarbeiter) übernommen.

Über 1.900 feste und freie Mitarbeiter im Kerngeschäft

Hervorgegangen ist der Konzern aus der 1977 gegründeten Allgeier Computer GmbH. Die Holdinggesellschaft ist im General Standard der Frankfurter Börse notiert. Per 30.09.2008 beschäftigte die Allgeier Gruppe 1.960 (1.264) Mitarbeiter. Mit Wirkung zum 08.10.2008 wurde der jetzige Vorstand mit **Carl Georg Dürschmidt** und **Christian Eggenberger** mit den Herrn **Dr. Holger von Daniels** und Herrn **Dr. Marcus Goedsche** erweitert.

Allgeier Holding AG		
Allgeier IT Solutions	Allgeier IT Services	
Allgeier Computer B.V. Niederlande	GFU Kiefer + Partner GmbH Unterföhring	U.N.P.-Software GmbH Düsseldorf
Allgeier Computer N.V. Belgien	Goetzfried AG Wiesbaden	ICC Solutions GmbH Köln
Allgeier IT Solutions GmbH Bremen	mgm-Gruppe München	TOPjects AG München
BOG IT Solutions GmbH Bremen	Softcon Gruppe München	IXTRA AG München/Ottobrunn

Quelle: Allgeier Holding

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

Operative Entwicklung in Q3 2008

Organisches Wachstum legt in Q3 2008 nochmals zu

Bei den von Allgeier vorgelegten Zahlen für das dritte Quartal 2008 stand für uns das organische Wachstum im Vordergrund. Mit einem organischen Anstieg von 27% (Q2: +20%; Q1: +23%) konnte die Gesellschaft nach dem etwas abgeschwächten Wachstum in Q2 2008 wieder an Wachstumsdynamik zulegen. Hierbei stieg der Umsatz auf 47,59 (32,89; unsere Prognose: 43,80) Mio. Euro. Wachstumstreiber war hierbei der Bereich IT-Services mit einem Umsatzzanstieg auf 42,3 (27,9; unsere Prognose: 38,7) Mio. Euro. Den akquisitorischen Umsatzbeitrag (Übernahme von TOPjects und IXTRA) schätzen wir auf rd. 6 Mio. Euro. Der Umsatz im Bereich IT-Solutions verbesserte sich auf 5,2 (5,0; unsere Prognose: 5,1) Mio. Euro.

Akquisitionseffekt bei etwa
6 Mio. Euro

Allgeier Holding AG			
Ausgewählte Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Mio. Euro	Q3 2007	Q3 2008	Q3 2008
Geschäftsjahresende : 31. Dez			(unsere Prognosen)
Rechnungslegungsstandard : IFRS			
Umsatzerlöse	32,89	47,59	43,80
in % ggü. Vorjahr	-	44,7%	33,2%
EBITDA	1,50	3,29	4,82
EBITDA-Marge	4,6%	8,4%	12,0%
operative EBITA	1,20	2,90	4,10
EBIT-Marge	3,7%	7,4%	10,2%
bereinigtes Nettoergebnis	0,53	-0,05	2,94
Umsatzrendite	1,6%	-0,1%	7,3%

Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG

Unterproportionale Ergebnisentwicklung auf zwei Effekte zurückzuführen

Das EBITDA bereinigt um die Kosten aus der Veräußerung des PS-Geschäfts verbesserte sich auf 3,29 (1,50; unsere Prognose: 4,82) Mio. Euro und das operative EBITA auf 2,9 (1,2; unsere Prognose: 4,1) Mio. Euro. Ergebnisseitig konnte Allgeier unsere Erwartungen nicht erreichen. Verantwortlich hierfür ist aus unserer Sicht einerseits das überproportional wachsende Expert Leasing Geschäft, das vergleichsweise geringere Margen aufweist. Dieser Effekt ist vor allem im Bereich IT-Services (EBITA: 3,4 (2,4) Mio. Euro; EBITA-Marge: 8,1% (8,5%)) zu beobachten. Andererseits ist die unterproportionale Ergebnisentwicklung nach unserer Einschätzung auch auf die Akquisitionen zurückzuführen, die vergleichsweise margenschwächer als Allgeier sein dürften. Die Ergebnisentwicklung im Bereich IT-Solutions (EBITA: 0,3 (0,3) Mio. Euro; EBITA-Marge: 6,1% (6,3%)) ist aus unserer Sicht zufriedenstellend ausgefallen.

Abschreibung auf Kaufpreisallokation belastet Q3 Ergebnis

Unter dem Strich bezifferte sich das Nettoergebnis auf 12,96 (0,53) Mio. Euro. Bereinigt um den Gewinn aus der Veräußerung des PS-Geschäfts betrug das Nettoergebnis -0,05 (unsere Prognose: +2,94) Mio. Euro. Geprägt war die Ergebnisentwicklung in Q3 von erheblichen Abschreibungen im Zusammenhang mit der Kaufpreisallokation in Höhe von rd. 2,4 Mio. Euro. Wir hatten in unseren Prognosen keine Abschreibungen auf Kaufpreisallokation unterstellt.

Margen im Expert Leasing-
Geschäft etwas schwächer

Abschreibungen in Höhe
von etwa 2,4 Mio. Euro

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

Allgeier Holding AG			
Ausgewählte Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Mio. Euro	9M 2007	9M 2008	9M 2008
Geschäftsjahresende : 31. Dez			(unsere Prognosen)
Rechnungslegungsstandard : IFRS			
Umsatzerlöse	93,53	121,05	117,26
in % ggü. Vorjahr	-	29,4%	25,4%
EBITDA	5,20	7,33	8,86
EBITDA-Marge	8,6%	5,8%	12,2%
operative EBITA	4,20	6,40	7,60
EBIT-Marge	6,9%	5,0%	10,5%
bereinigtes Nettoergebnis	-1,05	2,97	5,96
Umsatzrendite	-1,7%	2,3%	8,2%

Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG

*Steuerlicher Sondereffekt
von 3 Mio. Euro*

Cash Flow unverändert negativ

Der Cash Flow aus betrieblicher Tätigkeit blieb auch nach 9M 2008 mit -1,15 (+7,81) Mio. Euro negativ. Verantwortlich hierfür ist die höhere Kapitalbindung bei den einzelnen Tochterunternehmen. Hinzu kommt ein steuerlicher Sondereffekt (rd. 3 Mio. Euro) im Zusammenhang mit dem Verkauf des PS-Geschäfts. Bei einer Bilanzsumme von 169,06 (31.12.2007: 177,04) Mio. Euro verbesserte sich die Eigenkapitalquote auf 52,7% (31.12.2007: 12,8%). Allgeier verfügt per 30.09.2008 nach wie vor über eine sehr komfortable Nettoliquidität von 38,00 (31.12.2007: -17,89) Mio. Euro.

Expert Leasing mit hohem Wachstumspotenzial

Die Quartalszahlen haben aus unserer Sicht vor allem beim organischen Wachstum überzeugt. Das hohe Wachstum in Q3 2008 ist teilweise auch auf die Saisonalität im Expert Leasing Geschäft zurückzuführen. Andererseits verdeutlicht die Entwicklung in Q3 das hohe Wachstumspotenzial dieses Geschäfts. Ein wesentlicher negativer Nebeneffekt hierbei ist die rückläufige Margenentwicklung. Allerdings wird sich Allgeier der geschäftstypisch schwächeren Marge nicht entziehen können.

Ausblick und Prognosen

9M Entwicklung über den Unternehmenserwartungen

Allgeier zeigt sich mit der bisherigen Entwicklung im Geschäftsjahr, die teilweise sogar die eigenen Erwartungen übertroffen hat, sehr zufrieden. Das Unternehmen rechnet in beiden Geschäftsbereichen in 2008 weiterhin mit einem Umsatz- und Ergebniswachstum. Für 2009 hat das Unternehmen noch keinen Ausblick genannt. Die Aussichten in 2009 macht das Unternehmen von den anstehenden Budgetrunden bei den Kunden abhängig. Unterdessen konnte Allgeier jüngst einen erfreulichen Großauftrag gewinnen. Die Tochtergesellschaft Goetzfried AG, ein führendes Rekrutierungsunternehmen, hat zusammen mit weiteren Tochtergesellschaften der Allgeier einen Dienstleistungsauftrag im IT-Betrieb von der Dataport Anstalt öffentlichen Rechts erhalten. Der Auftrag erstreckt sich über einen Zeitraum von 4 Jahren und hat ein Volumen von 20 Mio. Euro.

*Goetzfried mit größtem
Einzelauftrag in der Unter-
nehmensgeschichte*

Anpassung unserer Prognosen für 2008e und 2009e

Wir haben unsere Umsatzprognose für 2008e auf 173,26 (alt: 167,39) Mio. Euro angehoben. Hierbei berücksichtigen wir erstmals die IXTRA-Übernahme (Umsatzbeitrag in 2008e rd. 2,5 Mio. Euro) sowie ein höheres organisches Wachstum von rd. 20% (alt: 15%). Das EBIT erwarten wir nunmehr bei -1,28 (+1,61) Mio. Euro. Allerdings ist hierbei anzumerken, dass das EBIT durch einmalige Kosten im Zusammenhang mit dem Verkauf des PS-Geschäfts mit rd. 7,3 Mio. Euro belastet wurde. Höhere Abschreibungen auf Kaufpreisallokationen und eine niedrigere Rohmarge infolge der überproportionalen Ausweitung des Expert Leasing Geschäfts haben ebenfalls zu der EBIT-Reduzierung geführt. Unsere Prognose für das Nettoergebnis lautet nunmehr unter Einbeziehung des Buchgewinns (85,50 Mio. Euro) 85,60 (alt: 82,02) Mio. Euro.

Auch in 2009 Wachstum durch Expert Leasing

Für das Geschäftsjahr 2009e prognostizieren wir einen Umsatz von 208,42 (alt: 199,23) Mio. Euro. Hierbei haben wir trotz der nachlassenden Konjunktur mit Blick auf die guten Aussichten im Bereich Expert Leasing noch ein Wachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich unterstellt. Bei einem EBIT von 10,20 (alt: 10,88) Mio. Euro schätzen wir ein Nettoergebnis von 7,75 (alt: 8,37) Mio. Euro. Der Ergebnisrückgang ist wie auch schon in 2008 auf den überproportionalen Anstieg im Bereich Expert Leasing zurückzuführen. In unseren Prognosen ist kein akquisitorisches Wachstum berücksichtigt. Wir erwarten in 2009 nennenswerte Akquisitionen von Allgeier.

Bewertung

WACC unverändert bei 10,28%

Fairer Wert je Aktie nach DCF-Bewertung: 13,85 (alt: 15,34) Euro

Für den risikofreien Zinssatz unterstellen wir unverändert 4,5%. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 2,0%. Darüber hinaus unterstellen wir unverändert ein Beta von 1,2. Die langfristige Steuerquote erwarten wir bei 30%. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 60% und des Fremdkapitals von 40% aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich unverändert ein WACC von 10,28%. Unter Berücksichtigung dieser Annahmen resultiert aus der Aktualisierung des Modells ein neuer Wert des operativen Geschäfts von 86,2 (alt: 91,0) Mio. Euro. Bei einer Nettoliquidität von 38,0 (alt: 46,5) Mio. Euro ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von 124,2 (alt: 137,5) Mio. Euro bzw. ein fairer Wert je Aktie von 13,85 (alt: 15,34) Euro.

in Mio. Euro	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	173,3	208,4	229,3	247,6	267,4	288,8	303,2	318,4	334,3	351,0
Wachstum Umsatz		20,3%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	3,5%	4,9%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	6,0	10,2	9,2	11,1	13,4	15,9	18,2	19,1	20,1	21,1
- Ertragssteuern	-1,8	-3,1	-2,8	-3,3	-4,0	-4,8	-5,5	-5,7	-6,0	-6,3
+ Abschreibungen	4,5	5,4	4,6	3,8	3,2	2,7	2,3	1,9	1,6	1,3
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cash Flow	8,7	12,6	11,0	11,6	12,6	13,8	15,0	15,3	15,6	16,1
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-8,2	-5,8	-2,3	-2,1	-2,4	-2,6	-2,1	-2,2	-2,4	-2,6
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-12,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4
Free Cash Flow	-11,5	5,8	7,7	8,4	9,1	10,1	11,7	11,8	11,9	12,1
Barwerte	-11,3	5,2	6,2	6,1	6,0	6,0	6,3	5,7	5,2	4,8
Summe Barwerte	39,9									
Terminalwert	46,3									
										in % vom Gesamtwert : 54%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	86,2									
+ liquide Mittel in Mio. Euro	64,8									
- Finanzverschuldung in Mio. Euro	-26,8									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	124,2									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	8,965									
Kurs in Euro	13,85									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	60%	Fremdkapital:	40%	
risikofreie Rendite:	4,50%	Beta:	1,20	Risikoprämie FK:	2,0%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	14,1%	Zins FK:	4,6%
Wachstum FCF:	0,0%	WACC:	10,28%	Datum:	24.11.08

Quelle: Independent Research

		Sensitivitätsanalyse (in Euro)			
		Diskontierungszinssatz			
Wachstum	0,0%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
	0,5%	14,51	13,85	13,25	12,71
	1,0%	14,85	14,14	13,51	12,93
	1,5%	15,22	14,47	13,79	13,17
	1,5%	15,64	14,82	14,10	13,44

Quelle: Independent Research

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

Fairer Wert je Aktie: 9,66
(alt: 11,83) Euro

Peer Group-Bewertung

Unsere Peer Group-Betrachtung besteht nunmehr ausschließlich aus Unternehmen der IT-Branche, die eine vergleichbare operative und regionale Ausrichtung aufweisen wie Allgeier. Wir berücksichtigen hierbei unverändert die Multiplikatoren EV/Umsatz, EV/EBIT und das KGV für die Jahre 2008 und 2009. Auf dieser Basis ermitteln wir einen fairen Wert je Aktie von 9,66 (alt: 11,83) Euro. Der Bewertungsrückgang ist auf den deutlichen Kursrückgang der Peer Group sowie auf unsere ergebnisseitige Prognosekürzungen zurückzuführen.

Peer Group-Vergleich						
Unternehmen	KGV		EV / EBIT		EV / Umsatz	
	2008e	2009e	2008e	2009e	2007e	2008e
Brain Force	21,0	11,3	15,6	11,9	0,3	0,3
GFT	8,0	5,5	6,1	4,4	0,1	0,1
Itelligence	7,3	8,0	6,7	7,5	0,3	0,3
TietoEnator	6,2	6,3	6,9	6,6	0,4	0,4
Durchschnitt	10,6	7,8	8,8	7,6	0,3	0,3

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Kurse vom 21.11.2008

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		Umsatz	
	2008e *	2009e	2008e *	2009e	2008e	2009e
Allgeier Holding AG	0,83	0,86	6,03	10,20	173,26	208,42
Enterprise Value	8,78	6,73	53,20	77,52	44,61	52,11
Durchschnittswert	7,75		65,36		48,36	
Liquide Mittel					64,80	
Finanzverbindlichkeiten					-26,81	
Faire Marktkapitalisierung			103,36		86,36	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)			8,965		8,965	
Fairer Wert je Aktie in Euro	7,75		11,53		9,63	
Gewichtung	1/3		1/3		1/3	
Fairer Wert je Aktie in Euro			9,66			

Quelle: Independent Research

* Werte bereinigt um Sondereffekte durch den Verkauf des Personal Services Geschäfts

Gesamtergebnis: 11,75
Euro je Aktie

Insgesamt resultiert auf Basis der DCF- und Peer Group-Bewertung ein fairer Wert je Aktie von 11,75 (alt: 13,58) Euro. Wir senken daher unser Kursziel auf 11,70 (alt: 13,50) Euro. Unser Votum dagegen lautet weiterhin Kaufen. Die Aktie ist in den letzten Wochen in dem schlechten Kapitalmarktumfeld deutlich zurückgekommen. Ungeachtet dessen sind die Aussichten für den Wert nach unserer Einschätzung positiv. Auf mittlere Sicht ist auch auf Grund der zu erwartenden Akquisitionen mit einem hohen Wachstum zu rechnen. Allgeier wird aus unserer Sicht die gegenwärtige niedrige Marktbewertung für Zukäufe nutzen.

Zusammenführende Bewertung		
	Peer Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	9,66	13,85
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert Gesamt je Aktie (Euro)	11,75	

Quelle: Independent Research

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

Allgeier Holding AG						
Ausgewählte Kennzahlen						
Geschäftsjahresende : 31. Dez	2006	2007	2006	2007	2008e	2009e
Rechnungslegungsstandard : IFRS	inkl. Personal Services		nach Verkauf des Personal Services-Geschäfts			
GuV-Kennzahlen						
Umsatz (in Mio. Euro)	166,68	298,31	92,88	133,38	173,26	208,42
EBITDA-Marge *	8,0%	7,8%	7,3%	6,7%	1,8%	7,5%
EBIT-Marge *	4,4%	5,3%	2,9%	3,6%	-0,7%	4,9%
Umsatzrendite *	1,5%	1,7%	0,5%	0,9%	49,4%	3,7%
Abschreibungsquote	3,6%	2,6%	4,4%	3,1%	2,6%	2,6%
Operative Kosten / Umsatz	93,0%	93,4%	93,8%	94,9%	100,8%	94,5%
Zinsdeckungsgrad	3,1	3,5	1,8	2,8	1,8	-5,7
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	11,5%	21,9%	-	5,0%	0,1%	9,0%
ROCE	8,1%	12,8%	-	11,0%	-2,2%	16,8%
ROI *	1,8%	2,8%	-	0,6%	56,5%	4,8%
Bilanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	15,9%	12,8%	-	12,8%	52,7%	53,8%
Anlagendeckungsgrad	77,8%	34,7%	-	25,7%	90,6%	236,5%
Anlagenintensität	20,4%	37,0%	-	49,8%	58,2%	22,8%
Forderungen / Umsatz	23,2%	18,8%	-	23,1%	23,0%	23,0%
Capex / Abschreibungen	437,9%	454,9%	-	114,9%	234,4%	0,0%
Capex / Umsatz	15,8%	11,6%	-	3,5%	6,1%	0,0%
Working Capital-Quote	15,4%	11,5%	-	11,1%	13,3%	13,8%
Kennziffern je Aktie (in Euro)						
Ergebnis je Aktie *	0,59	0,56	0,06	0,13	9,55	0,86
Free Cash Flow je Aktie *	-5,76	-2,03	-1,81	0,28	8,87	0,81
Dividende je Aktie	0,00	2,50	0,00	0,00	0,10	0,15
Cash je Aktie *	3,96	2,93	-	1,39	7,66	8,11
Buchwert je Aktie*	5,16	2,53	-	2,53	8,91	9,60
Bewertungskennzahlen						
EV / Umsatz	0,3	0,4	0,7	0,6	0,1	0,1
EV / EBITDA	3,7	4,7	9,6	8,6	6,5	0,8
EV / EBIT	6,7	7,0	24,2	15,9	2,1	1,2
KGV	6,7	11,8	66,5	51,7	6,8	6,5
KBV	0,8	2,6	-	2,6	0,6	0,6
KCV	1,0	2,2	-	4,7	0,7	0,7
KUV	0,1	0,2	0,4	0,4	0,3	0,2
Dividendenrendite	0,0%	38,2%	0,0%	0,0%	1,8%	2,7%
* 2008 Zahlen mit Sondereffekten durch Verkauf des Personal Services-Geschäfts						
Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG						

Allgeier Holding AG							
Konzern Gewinn- und Verlustrechnung							
Einheit : Mio. Euro	2005	2006	2007	2006	2007	2008e	2009e
Geschäftsjahresende : 31. Dez	inkl. Personal Services			nach Verkauf des Personal Services-Geschäfts			
Rechnungslegungsstandard : IFRS							
Umsatzerlöse	72,01	166,68	298,31	92,88	133,38	173,26	208,42
Veränderung ggü. Vorjahr	81,8%	131,5%	79,0%		43,6%	29,9%	20,3%
Bestandsveränderungen der Erzeugnisse	0,68	0,24	0,17	-0,24	0,17	2,80	2,00
Andere aktivierte Eingenleistungen	0,61	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gesamtleistung	71,94	166,44	298,48	92,64	133,55	176,06	210,42
Sonstige betriebliche Erträge	2,28	1,92	3,29	1,26	1,92	1,72	2,08
in % vom Umsatz	3,2%	1,2%	1,1%	1,4%	1,4%	1,0%	1,0%
Materialaufwand	31,84	50,93	77,54	50,92	77,48	109,90	133,81
in % vom Umsatz	44,2%	30,6%	26,0%	54,8%	58,1%	63,4%	64,2%
Personalaufwand	27,77	90,02	178,02	27,56	37,51	51,88	48,69
in % vom Umsatz	38,6%	54,0%	59,7%	29,7%	28,1%	29,9%	23,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,94	14,05	22,92	8,63	11,58	12,80	14,39
in % vom Umsatz	11,0%	8,4%	7,7%	9,3%	8,7%	7,4%	6,9%
EBITDA *	6,68	13,36	23,29	6,80	8,91	3,20	15,62
EBITDA-Marge	9,3%	8,0%	7,8%	7,3%	6,7%	1,8%	7,5%
Abschreibungen	3,50	6,01	7,62	4,10	4,10	4,48	5,42
in % vom Umsatz	4,9%	3,6%	2,6%	4,4%	3,1%	2,6%	2,6%
EBIT *	3,18	7,35	15,67	2,70	4,81	-1,28	10,20
EBIT-Marge	4,4%	4,4%	5,3%	2,9%	3,6%	-0,7%	4,9%
Finanzergebnis	-0,88	-2,35	-4,45	-1,46	-1,73	0,72	1,80
in % vom Umsatz	-1,2%	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,3%	0,4%	0,9%
EBT	2,30	5,00	11,23	1,23	3,08	-0,56	12,00
EBT-Marge	3,2%	3,0%	3,8%	1,3%	2,3%	-0,3%	5,8%
Ertragsteuern	0,01	-2,16	-4,81	-0,47	-2,19	3,06	-3,60
Steuerquote	0,6%	43,2%	42,9%	38,3%	71,3%	547,4%	30,0%
Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen	2,31	2,84	6,41	0,76	0,88	0,65	8,40
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	-0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	85,50	0,00
Minderheitenanteile	0,36	0,37	1,43	0,27	-0,25	-0,56	-0,65
Konzernergebnis	1,89	2,47	4,98	0,49	1,13	85,60	7,75
Umsatzrendite	2,6%	1,5%	1,7%	0,5%	0,9%	49,4%	3,7%
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,992	4,162	8,965	8,193	8,965	8,965	8,965
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,47	0,59	0,56	0,06	0,13	9,55	0,86
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	2,50	0,00	0,00	0,10	0,15

Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG

* 2007 belastet durch einmalige indirekte Kosten (7,3 Mio. Euro) durch den Verkauf des Personal Services Geschäfts

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

Allgeier Holding AG						
Konzernbilanz						
Einheit : Mio. Euro	2005	2006	2007	2007	2008e	2009e
Geschäftsjahresende : 31. Dez	inkl. Personal Services			nach Verkauf des Personal Services-Geschäfts		
Rechnungslegungsstandard : IFRS						
Aktiva						
Immaterielle Vermögensgegenstände	24,62	59,94	81,75	26,03	33,27	29,03
Sachanlagen	3,00	5,52	6,47	2,86	3,14	2,96
Finanzanlagen	0,00	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe Anlagevermögen	13,59	27,62	65,50	88,22	88,22	36,41
Vorräte	0,65	0,65	0,90	0,78	2,05	1,95
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	20,21	43,66	59,60	32,47	42,08	50,63
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18,98	38,66	56,07	30,75	39,85	47,94
Übrige Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	1,23	5,00	3,53	1,72	2,23	2,69
Wertpapiere	0,02	0,72	0,25	0,00	0,00	0,00
Flüssige Mittel	14,16	16,47	26,26	12,46	68,69	72,72
Summe Umlaufvermögen	26,26	35,03	61,49	87,00	87,00	112,83
Aktive latente Steuern	3,77	7,73	1,37	1,37	1,78	2,14
Rechnungsabgrenzungsposten	0,19	0,37	0,45	0,36	0,46	0,55
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	2,43	0,00	0,00	100,72	0,00	0,00
Summe Aktiva	69,05	135,07	177,04	177,04	151,48	159,98
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	4,12	4,54	9,07	9,07	9,07	9,07
Kapitalrücklage	12,56	15,84	11,31	11,31	11,31	11,31
Gewinnrücklagen	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28
Eigene Anteile	-0,46	-1,40	-1,46	-1,46	-1,46	-1,46
Gewinn-/Verlustvortrag	1,77	-2,26	-4,70	-4,70	-3,56	59,73
Wechselkursänderungen	0,00	0,03	0,06	0,06	0,06	0,06
Jahresüberschuss für Anteilseigner	1,89	2,46	4,98	4,98	63,30	6,86
Minderheitenanteile	-0,92	1,99	3,16	3,16	0,90	0,25
Summe Eigenkapital	19,25	21,48	22,70	22,70	79,89	86,09
Genussrechte	7,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00
Rückstellungen für Pensionen	0,62	0,77	0,73	0,73	0,77	0,81
Passive latente Steuern	2,02	8,32	3,82	1,38	1,79	2,15
Verzinsliche Darlehen	13,00	26,21	44,88	7,27	6,91	6,56
Sonstige Schulden	1,54	3,02	1,77	0,05	0,05	0,05
Summe langfristiger Schulden	24,18	51,31	64,20	22,43	22,51	22,57
Steuerrückstellungen	1,55	2,10	6,06	3,82	4,01	4,21
Sonstige Rückstellungen	4,16	7,32	12,07	4,85	6,30	7,58
Verzinsliche Darlehen	4,93	9,95	18,97	10,09	11,73	10,42
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,60	11,03	14,05	13,41	14,75	16,22
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,68	0,52	0,02	0,02	0,02	0,02
Sonstige Verbindlichkeiten	8,51	31,26	38,50	11,19	11,75	12,33
Rechnungsabgrenzungsposten	0,20	0,08	0,47	0,47	0,52	0,54
Summe kurzfristiger Schulden	25,62	62,28	90,15	43,84	49,07	51,31
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	0,00	0,00	0,00	88,07	0,00	0,00
Summe Passiva	69,05	135,07	177,04	177,04	151,48	159,98

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	2007	2006	2007	2008e	2009e
Geschäftsjahresende : 31. Dez	inkl. Personal Services			nach Verkauf des Personal Services-Geschäfts			
Rechnungslegungsstandard : IFRS							
Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit	3,18	7,35	15,67	2,70	4,81	-1,28	10,20
Abschreibungen auf das Anlagevermögen	3,50	6,01	7,62	4,10	4,10	4,48	5,42
Aufwendungen aus dem Abgang des Anlagevermögens	0,01	0,02	0,25	0,01	0,03	0,00	0,00
Veränderungen der latenten Steuern	-0,72	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,02	-0,42	-0,23	-0,17	-0,03	0,04	0,04
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	-1,52	0,34	1,00	0,18	0,74	6,90	0,00
Zinserträge	0,27	0,27	0,49	0,16	0,33	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-1,15	-2,62	-4,93	-1,62	-2,06	0,72	1,80
Gezahlte Ertragssteuern	-0,68	-2,73	-2,59	-1,55	-1,99	3,06	-3,60
Cash Flow aus der betrieblichen Tätigkeit vor Working Capital Veränderungen	2,91	8,22	17,27	3,80	5,93	13,92	13,86
Veränderung Vorräte	1,64	0,31	-0,20	0,31	-0,13	-1,28	0,10
Veränderung Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-1,20	-2,67	-10,37	0,38	-7,37	-9,62	-8,54
Veränderung sonstige Aktivposten	1,47	-2,51	2,27	-0,78	0,32	0,00	-0,29
Veränderung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-1,58	0,32	2,74	-2,76	3,38	1,34	1,47
Zuführung von sonstigen Rückstellungen	2,28	5,67	10,36	2,87	4,49	1,64	1,48
Verbrauch von sonstigen Rückstellungen	-1,39	-3,87	-6,82	-1,96	-2,94	0,00	0,00
Veränderung sonstige Passivposten	1,43	-0,87	3,62	0,99	4,53	-4,95	0,15
Cash Flow aus der betrieblichen Tätigkeit	5,56	4,60	18,88	2,84	8,21	1,06	8,23
Auszahlungen für Investitionen in das Anlagevermögen	-1,34	-2,28	-2,64	-1,23	-1,02	-1,50	-1,00
Einzahlungen aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens	0,17	0,03	0,22	0,03	0,00	90,45	0,00
Auszahlungen aus dem Erwerb von Tochterunternehmen	-12,81	-26,31	-34,68	-17,78	-4,71	-10,50	0,00
Auszahlungen aus dem Erwerb von sonstigen Gegenständen	-1,79	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Einnahmen aus dem Verkauf von Tochterunternehmen	0,47	0,00	0,00	1,30	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit	-15,30	-28,56	-37,11	-17,69	-5,73	78,45	-1,00
Einzahlungen aus der Kapitalerhöhung	1,50	3,69	0,00	3,69	0,00	0,00	0,00
Direkt in das Eigenkapital gebuchte Kosten der Kapitalerhöhung	-0,02	0,00	-0,08	0,00	-0,08	0,00	0,00
Veränderung eigener Anteile	-0,26	-0,56	-0,26	-0,56	-0,26	0,00	0,00
Emission von Genussscheinen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aufnahme von Nachrangdarlehen	6,00	0,00	5,12	0,83	5,70	0,00	0,00
Aufnahme Darlehen	9,79	27,48	33,18	13,90	0,00	1,28	-1,65
Tilgung von Bankdarlehen	-4,91	-7,64	-8,49	-3,74	-3,06	0,00	0,00
Auszahlungen für Dividenden	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-22,30	-0,90
Veränderung Anteile Minderheitsgesellschafter	0,68	0,90	-0,26	0,55	-0,82	-2,26	-0,65
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	12,77	23,88	29,21	14,67	1,48	-23,28	-3,20
Cash Flow aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe der Cash Flows	2,85	1,22	10,98	-0,18	3,96	56,23	4,03
Wechselkursbedingte Veränderungen des Finanzmittelfonds	0,00	0,03	0,03	0,03	0,03	0,00	0,00
Veränderung des Finanzmittelfonds	2,86	1,25	11,01	-0,14	3,99	56,23	4,03
Flüssige Mittel am Anfang des Wirtschaftsjahres	11,14	14,00	15,25	8,62	8,47	12,46	68,69
Flüssige Mittel am Ende des Wirtschaftsjahres	14,00	15,25	26,26	8,47	12,46	68,69	72,72

Quelle: Independent Research, Allgeier Holding AG

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

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten (Unternehmensquellen: Geschäfts- und Quartalsberichte, aktuelle Unternehmenspräsentationen sowie Managementgespräche).

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, Indikatortechnik, 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>).

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

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 24.11.2008

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: 24.11.2008

**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
Internet: www.irffm.de