



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

Allgeier Group



ALLGEIER

Geschäftszahlen Q2 2008

19. August 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.

Wachstumstreiber in Q2 erneut das Expert Leasing Geschäft Operative Entwicklung Q2 2008

- ⇒ Allgeier Holding hat in Q2 2008 bei einem Umsatzanstieg von rd. 20% auf 39,28 (32,76; unsere Prognose: 40,22) Mio. Euro ein EBIT von 1,83 (1,36; unsere Prognose: 2,54) Mio. Euro erzielt.
- ⇒ Getragen wurde das hohe organische Wachstum von einem starken Expert Leasing Geschäft im Bereich IT-Services. Hier stieg der Umsatz auf 34,0 (27,6; unsere Prognose: 33,4) Mio. Euro. Hinter unseren Erwartungen blieb der Umsatz im Bereich IT-Solutions (5,3 (5,1) unsere Prognose: 6,8 Mio. Euro) zurück.
- ⇒ Das Q2 war zudem von einem Ergebnis- und Margenrückgang auf EBITDA-Niveau geprägt. Allgeier zufolge ist dies auf den zunehmenden Anteil des margenschwächeren Expert Leasing Geschäfts sowie auf die Ausweitung des Geschäfts mit Subunternehmen zurückzuführen.
- ⇒ Allgeier Holding ist für den weiteren Jahresverlauf 2008 zuversichtlich. Auch auf Grund der Saisonalität rechnet Allgeier in H2 mit einer Margenverbesserung gegenüber dem H1 sowie mit weiteren Umsatzsteigerungen in beiden Bereichen.
- ⇒ Wir passen unsere Prognosen auch unter Berücksichtigung der TOPjects-Übernahme an. Für 2008e prognostizieren wir einen neuen Umsatz von 167,39 (alt: 153,39) Mio. Euro sowie ein EBIT von 1,61 (alt: 6,29) Mio. Euro. Allerdings sind hierbei indirekte Kosten in Höhe von 6,3 Mio. Euro im Zusammenhang mit dem Verkauf des Personal Services Geschäfts berücksichtigt. Für 2009e heben wir unsere Umsatzprognose auf 199,23 (alt: 168,73) Mio. Euro an. Das EBIT erwarten wir in 2009e bei 10,88 (alt: 8,71) Mio. Euro.
- ⇒ Bei einem neuen Kursziel von 13,50 (alt: 14,80) 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) **13,50**
Kurs(Xetra) (in Euro) 8,25
18.08.2008 17:36 Uhr
Kurspotenzial 63,64%

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) 73,3
∅ Tagesumsatz 10.958
52W Hoch 28.04.2008 9,73 Euro
52W Tief 22.01.2008 4,70 Euro
Beta 1,20
Volatilität (60 Tage) 34,88

Bewertungsmultiplikatoren

	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2005	-	-	-	-
2006	0,7	24,2	66,5	0,0%
2007	0,6	15,9	51,7	38,2% *
2008e	0,2	3,5	8,9	1,2%
2009e	0,1	2,5	8,8	1,8%

Performance (in %)

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	12 Monate
absolut	-0,1	-9,4	45,5	17,2
relativ ggü.:				
DAX	0,3	3,1	60,4	36,1

Index-Gewichtung

CDAX 0,900%



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	167,4	1,6 *	3,8 *	82,02 *	9,15 *
IFRS	2009e	199,2	10,9	12,9	8,4	0,93

CAGR 2006 - 2009e 29,0% 59,2% 118,6% 157,7%

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 elf 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. Ende Juli hat die Gesellschaft den IT-Dienstleister TOPjects AG (300 Mitarbeiter) übernommen.

Über 1.600 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. Zum Ende des Halbjahres beschäftigte die Allgeier Gruppe 1.360 (1.264) Mitarbeiter. Die neu akquirierte TOPjects beschäftigt über 300 IT-Fachkräfte. In der Holding werden derzeit 9 Mitarbeiter beschäftigt. Ihnen gehören auch die beiden Vorstände **Carl Georg Dürschmidt** und **Christian Eggenberger** an.

Allgeier Holding AG		
Allgeier IT Solutions	Allgeier IT Services	
Allgeier Computer B.V. Niederlande	GFU Kiefer + Partner GmbH Pullach	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	

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 Q2 2008

Hohes organisches Wachstum auch in Q2

Unverändert hohes Wachstum im Bereich Expert Leasing

Allgeier Holding hat den Umsatz in Q2 2008 um rd. 20% auf 39,28 (32,76; unsere Prognose: 40,22) Mio. Euro gesteigert. Verantwortlich für das hohe organische Wachstum war vor allem der Bereich IT-Services. Hier stieg der Umsatz getrieben von einem starken Expert Leasing Geschäft auf 34,0 (27,6; unsere Prognose: 33,4) Mio. Euro. Allgeier zufolge liegt hier das gegenwärtige Wachstum deutlich über 20%. Hinter unseren Erwartungen blieb der Umsatz im Bereich IT-Solutions (5,3 (5,1) unsere Prognose: 6,8 Mio. Euro). Verantwortlich für die zum Gesamtkonzern unterproportionale Umsatzentwicklung im Bereich IT-Solutions sind Schwankungen im Projektgeschäft.

Allgeier Holding AG			
Ausgewählte Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Mio. Euro	Q2 2008	Q2 2008	Q2 2008
Geschäftsjahresende : 31. Dez			(unsere Prognosen)
Rechnungslegungsstandard : IFRS			
Umsatzerlöse	32,76	39,28	40,22
in % ggü. Vorjahr	-	19,9%	22,8%
EBITDA	3,00	2,59	3,29
EBITDA-Marge	9,2%	6,6%	8,2%
EBIT	1,36	1,83	2,54
EBIT-Marge	4,1%	4,7%	6,3%
EBT	0,90	2,29	3,24
EBT-Marge	2,7%	5,8%	8,1%
Nettoergebnis	-0,15	1,47	3,14
Umsatzrendite	-0,4%	3,7%	7,8%
Ergebnis je Aktie (in Euro)	-0,02	0,16	0,35

Quelle: Independent Research; Allgeier Holding AG

Zunehmender Anteil von Expert Leasing drückt Margenniveau

Deutlich weniger Abschreibungen in Q2 2008

Bei einem EBITDA von 2,59 (3,00; unsere Prognose: 3,29) Mio. Euro bezifferte sich das EBIT auf 1,83 (1,36; unsere Prognose: 2,54) Mio. Euro. Während die EBITDA-Marge auf 6,6% (9,2%; unsere Prognose: 8,2%) zurückging, verbesserte sich die EBIT-Marge auf 4,7% (4,1%; unsere Prognose: 6,3%). Das EBIT profitierte in Q2 2008 von deutlich verringerten Abschreibungen. Das Vorjahresquartal war von Abschreibungen im Zusammenhang mit der Kaufpreisallokation belastet. Der Ergebnis- und Margenrückgang auf EBITDA-Niveau ist zum einen auf den zunehmenden Anteil des margenschwächeren Expert Leasing Geschäfts zurückzuführen. Zudem ist Allgeier zufolge die Ausweitung des Geschäfts mit Subunternehmen für den Rückgang verantwortlich. Die Zusammenarbeit mit Subunternehmen ist vor allem bei Großprojekten nicht unüblich.

Im Bereich IT-Services ging das EBIT auf 1,8 (1,9; unsere Prognose: 2,1) Mio. Euro, im Bereich IT Solutions auf 0,1 (0,2; unsere Prognose: 0,4) Mio. Euro zurück.

Das Nettoergebnis konnte auf 1,47 (-0,15; unsere Prognose: 3,14) Mio. Euro zulegen. Das Finanzergebnis blieb mit 0,46 (-0,46; unsere Prognose: 0,70) Mio. Euro hinter unser Erwartung zurück. Der Steueraufwand mit 0,69 (0,91) Mio. Euro hat dagegen unsere Erwartungen übertroffen. Wir hatten für das Q2 nahezu keinen Steueraufwand unterstellt.

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

Cash Flow wenig zufriedenstellend

Der Cash Flow aus betrieblicher Tätigkeit verringerte sich per 30.06.2008 auf -2,76 (+1,52) Mio. Euro. Der Grund für den schwachen Cash Flow war ein deutlicher Anstieg des Working Capitals (Working Capital-Quote auf Basis des Halbjahresumsatzes: 69,0% (60,5%)). In der Summe stieg der Cash Flow begünstigt durch den Verkaufserlös des Personal Services Bereichs (rd. 91 Mio. Euro) abzüglich von Dividendenausschüttungen (rd. 22,30 Mio. Euro bzw. 2,50 Euro je Aktie) auf 61,13 (-3,30) Mio. Euro.

Bei einer Bilanzsumme von 145,12 (31.12.2007: 177,04) Mio. Euro verbesserte sich die Eigenkapitalquote begünstigt durch den Verkaufserlös spürbar auf 52,4% (31.12.2007: 12,8%). Per 30.06.2008 verfügt die Gesellschaft über eine Nettoliquidität von 46,52 (31.12.2007: -17,89) Mio. Euro.

Spürbare Verbesserung der EK-Quote auf 52,4% (12,8%)

Ergebnisrückgang im Bereich IT-Solutions temporär

Im Mittelpunkt des Q2 stand zum einen die unterdurchschnittliche Ergebnisentwicklung. Mit zunehmendem Anteil des Expert Leasing Geschäfts ist vorerst keine nachhaltige Margenverbesserung im Bereich IT-Services zu erwarten. Im Bereich IT-Solutions ist der Ergebnisrückgang nach unserer Einschätzung temporär. Überzeugend fiel in Q2 das hohe organische Wachstum mit rd. 20% aus, auch wenn gegenüber dem Q1 (+23%) eine leichte Abschwächung zu erkennen ist.

Ausblick und Prognosen**Allgeier unverändert zuversichtlich für zweite Jahreshälfte**

Allgeier Holding hat für das laufende Geschäftsjahr keinen konkreten Ausblick gegeben. Allerdings ist das Unternehmen für den weiteren Jahresverlauf zuversichtlich. Auch auf Grund der Saisonalität rechnet Allgeier in H2 mit einer Margenverbesserung gegenüber dem H1 sowie mit weiteren Umsatzsteigerungen in beiden Bereichen.

Aktualisierung unserer Schätzungen für 2008e und 2009e

Wir passen unsere Prognosen unter Berücksichtigung der TOPjects-Übernahme (s. Research Note vom 31.07.2008) an. Für 2008e prognostizieren wir einen neuen Umsatz von 167,39 (alt: 153,39) Mio. Euro. Der Umsatzbeitrag der TOPjects (Konsolidierung ab dem 01.08.) beträgt hierbei 14,00 Mio. Euro. Unsere Umsatzprognose für 2009e heben wir auf 199,23 (alt: 168,73) Mio. Euro an.

Unsere um einmalige indirekte Kosten (6,3 Mio. Euro) im Zusammenhang mit dem Verkauf des Personal Services Geschäfts bereinigte neue EBIT-Prognose für 2008e lautet 1,61 (alt: 6,29) Mio. Euro. Den EBIT-Beitrag der TOPjects beziffern wir bei einer unterstellten EBIT-Marge von 6,3% auf 0,87 Mio. Euro. In unseren Prognosen für 2008e haben wir keine Abschreibungen im Zusammenhang mit der Kaufpreisallokation berücksichtigt. Durch die TOPjects-Übernahme wird in Q3 aller Voraussicht nach eine Abschreibung anfallen.

Das Nettoergebnis in 2008e schätzen wir nunmehr auf 82,02 (alt: 86,11) Mio. Euro und das EpS auf 9,15 (alt: 9,61) Euro. Den Gewinn aus dem Verkauf des Personal Services Bereich haben wir mit 80,0 Mio. Euro bzw. 8,92 Euro je Aktie angesetzt.

Für 2009e prognostizieren wir bei einem neuen EBIT von 10,88 (alt: 8,71) Mio. Euro ein Nettoergebnis von 8,37 (alt: 7,65) Mio. Euro.

Berücksichtigung der TOPjects-Übernahme

Indirekte Kosten in Höhe von 6,3 Mio. Euro

Sonderertrag 8,92 Euro je Aktie

*Trotz Abschwächung
Wachstum weiterhin auf
hohem Niveau*

Ausblick Q3 2008

Für das laufende Q3 2008 unterstellen wir einen Umsatz von 43,8 (32,9) Mio. Euro. Wir rechnen in H2 mit einer Abschwächung des organischen Wachstums auf rd. 15% (Q2: +20%; Q1: +23%). Für den Bereich IT-Services haben wir hierbei einen Umsatz von 38,7 Mio. Euro unterstellt. Für den Bereich IT-Solutions haben wir einen Umsatz von 5,1 Mio. Euro prognostiziert.

Das EBIT erwarten wir in Q3 bei 4,0 Mio. Euro. Die EBIT-Marge beziffert sich auf 9,2% (Q2: +4,7%). Das Nettoergebnis wird nach unserer Einschätzung bei 2,9 Mio. Euro liegen.

Bewertung

WACC unverändert bei 10,28%

Fairer Wert je Aktie nach DCF-Bewertung: 15,34 (alt: 16,52) 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 nunmehr 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 91,0 (alt: 76,8) Mio. Euro. Bei einer Nettoliquidität von 46,5 (alt: 71,3) Mio. Euro ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von 137,5 (alt: 148,1) Mio. Euro bzw. ein fairer Wert je Aktie von 15,34 (alt: 16,52) Euro.

in Mio. Euro	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	167,4	199,2	219,2	236,7	255,6	276,1	289,9	304,4	319,6	335,6
Wachstum Umsatz		19,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	4,7%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	7,9	10,9	13,1	14,2	15,3	16,6	17,4	18,3	19,2	20,1
- Ertragssteuern	-2,4	-3,3	-3,9	-4,3	-4,6	-5,0	-5,2	-5,5	-5,8	-6,0
+ Abschreibungen	3,2	3,8	3,2	2,7	2,2	1,9	1,6	1,3	1,1	0,9
+/- 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	11,4	12,4	12,6	13,0	13,5	13,8	14,1	14,5	15,0
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-3,9	-3,6	-2,2	-2,1	-2,3	-2,6	-2,1	-2,2	-2,4	-2,6
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8
Free Cash Flow	3,3	6,3	8,6	8,9	9,0	9,2	10,0	10,2	10,4	10,7
Barwerte	3,2	5,5	6,8	6,3	5,8	5,3	5,2	4,8	4,4	4,1
Summe Barwerte	51,3									
Terminalwert	39,7									
										in % vom Gesamtwert : 44%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	91,0									
+ liquide Mittel in Mio. Euro	74,5									
- Finanzverschuldung in Mio. Euro	-28,0									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	137,5									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	8,965									
Kurs in Euro	15,34									

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:	19.08.08

Quelle: Independent Research

		Sensitivitätsanalyse (in Euro)			
		Diskontierungszinssatz			
Wachstum	0,0%	15,92	15,34	14,80	14,32
	0,5%	16,21	15,59	15,02	14,51
	1,0%	16,53	15,86	15,26	14,72
	1,5%	16,89	16,17	15,53	14,95
		9,8%	10,3%	10,8%	11,3%

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:
11,83 (alt: 13,13) 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 11,83 (alt: 13,13) Euro. Der Bewertungsrückgang trotz Anhebung der Prognose resultiert aus dem deutlichen Kursrückgang der Peer Group in den letzten Wochen.

Peer Group-Vergleich						
Unternehmen	KGV		EV / EBIT		EV / Umsatz	
	2008e	2009e	2008e	2009e	2007e	2008e
Brain Force	18,5	12,0	11,2	9,1	0,4	0,4
GFT	8,8	6,7	4,6	3,5	0,2	0,2
Itelligence	11,1	9,6	7,5	6,5	0,4	0,4
TietoEnator	10,3	8,9	8,5	7,0	0,6	0,6
Durchschnitt	12,2	9,3	7,9	6,5	0,4	0,4

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Kurse vom 18.08.2008

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		Umsatz	
	2008e *	2009e	2008e *	2009e	2008e	2009e
Allgeier Holding AG	0,92	0,93	7,87	10,88	167,39	199,23
Enterprise Value	11,23	8,69	62,55	70,86	64,86	72,72
Durchschnittswert	9,96		66,71		68,79	
Liquide Mittel					74,53	
Finanzverbindlichkeiten					-28,01	
Faire Marktkapitalisierung			113,23		115,31	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)			8,965		8,965	
Fairer Wert je Aktie in Euro	9,96		12,63		12,86	
Gewichtung	1/3		1/3		1/3	
Fairer Wert je Aktie in Euro			11,83			

Quelle: Independent Research

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

Gesamtergebnis: 13,58
Euro je Aktie

Insgesamt resultiert auf Basis der DCF- und Peer Group-Bewertung ein fairer Wert je Aktie von 13,58 (alt: 14,82) Euro. Unser neues Kursziel lautet daher 13,50 (alt: 14,80) Euro. Auf dem Kurszielniveau ist die Aktie mit einem EV/EBIT 2008e von 9,3 und 2009e von 6,9 aus unserer Sicht fair bewertet. Nach dem Kursrückgang Ende Juni hat sich die Aktie der Allgeier Holding wieder teilweise erholt. Künftiger Kurstreiber wird aus unserer Sicht die operative Verbesserung sowie weitere Akquisitionen werden. Wir votieren unverändert mit Kaufen.

Zusammenführende Bewertung		
	Peer Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	11,83	15,34
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert Gesamt je Aktie (Euro)	13,58	

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						
Einheit : Mio. Euro	2006	2007	2006	2007	2008e	2009e
Geschäftsjahresende : 31. Dez			nach Verkauf des Personal Services-Geschäfts			
Rechnungslegungsstandard : IFRS	inkl. Personal Services					
GuV-Kennzahlen						
Umsatz (in Mio. Euro)	166,68	298,31	92,88	133,38	167,39	199,23
EBITDA-Marge *	8,0%	7,8%	7,3%	6,7%	2,9%	7,4%
EBIT-Marge *	4,4%	5,3%	2,9%	3,6%	1,0%	5,5%
Umsatzrendite *	1,5%	1,7%	0,5%	0,9%	49,0%	4,2%
Abschreibungsquote	3,6%	2,6%	4,4%	3,1%	1,9%	1,9%
Operative Kosten / Umsatz	93,0%	93,4%	93,8%	94,9%	96,5%	92,1%
Zinsdeckungsgrad	3,1	3,5	1,8	2,8	-0,7	-5,4
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	11,5%	21,9%	-	5,0%	2,6%	9,9%
ROCE	8,1%	12,8%	-	11,0%	3,5%	23,0%
ROI *	1,8%	2,8%	-	0,6%	54,2%	5,2%
Bilanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	15,9%	12,8%	-	12,8%	51,5%	52,4%
Anlagendeckungsgrad	77,8%	34,7%	-	25,7%	88,3%	311,4%
Anlagenintensität	20,4%	37,0%	-	49,8%	58,3%	16,8%
Forderungen / Umsatz	23,2%	18,8%	-	23,1%	23,0%	23,0%
Capex / Abschreibungen	437,9%	454,9%	-	114,9%	0,0%	0,0%
Capex / Umsatz	15,8%	11,6%	-	3,5%	0,0%	0,0%
Working Capital-Quote	15,4%	11,5%	-	11,1%	11,2%	11,2%
Kennziffern je Aktie (in Euro)						
Ergebnis je Aktie *	0,59	0,56	0,06	0,13	9,15	0,93
Free Cash Flow je Aktie *	-5,76	-2,03	-1,81	0,28	9,97	0,88
Dividende je Aktie	0,00	2,50	0,00	0,00	0,10	0,15
Cash je Aktie *	3,96	2,93	-	1,39	8,94	9,47
Buchwert je Aktie*	5,16	2,53	-	2,53	8,69	9,45
Bewertungskennzahlen						
EV / Umsatz	0,3	0,4	0,7	0,6	0,2	0,1
EV / EBITDA	3,7	4,7	9,6	8,6	6,7	1,9
EV / EBIT	6,7	7,0	24,2	15,9	3,5	2,5
KGV	6,7	11,8	66,5	51,7	8,9	8,8
KBV	0,8	2,6	-	2,6	0,9	0,9
KCV	1,0	2,2	-	4,7	0,9	0,9
KUV	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividendenrendite	0,0%	38,2%	0,0%	0,0%	1,2%	1,8%
* 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	167,39	199,23
Veränderung ggü. Vorjahr	81,8%	131,5%	79,0%		43,6%	25,5%	19,0%
Bestandsveränderungen der Erzeugnisse	0,68	0,24	0,17	-0,24	0,17	2,80	3,00
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	164,59	196,23
Sonstige betriebliche Erträge	2,28	1,92	3,29	1,26	1,92	1,72	1,99
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	98,25	117,55
in % vom Umsatz	44,2%	30,6%	26,0%	54,8%	58,1%	58,7%	59,0%
Personalaufwand	27,77	90,02	178,02	27,56	37,51	50,48	50,47
in % vom Umsatz	38,6%	54,0%	59,7%	29,7%	28,1%	30,2%	25,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,94	14,05	22,92	8,63	11,58	12,80	15,54
in % vom Umsatz	11,0%	8,4%	7,7%	9,3%	8,7%	7,6%	7,8%
EBITDA	6,68	13,36	23,29	6,80	8,91	4,78	14,67
EBITDA-Marge	9,3%	8,0%	7,8%	7,3%	6,7%	2,9%	7,4%
Abschreibungen	3,50	6,01	7,62	4,10	4,10	3,17	3,79
in % vom Umsatz	4,9%	3,6%	2,6%	4,4%	3,1%	1,9%	1,9%
EBIT *	3,18	7,35	15,67	2,70	4,81	1,61	10,88
EBIT-Marge	4,4%	4,4%	5,3%	2,9%	3,6%	1,0%	5,5%
Finanzergebnis	-0,88	-2,35	-4,45	-1,46	-1,73	2,20	2,00
in % vom Umsatz	-1,2%	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,3%	1,3%	1,0%
EBT	2,30	5,00	11,23	1,23	3,08	3,81	12,88
EBT-Marge	3,2%	3,0%	3,8%	1,3%	2,3%	2,3%	6,5%
Ertragsteuern	0,01	-2,16	-4,81	-0,47	-2,19	-5,14	-3,86
Steuerquote	0,6%	43,2%	42,9%	38,3%	71,3%	135,0%	30,0%
Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen	2,31	2,84	6,41	0,76	0,88	2,67	9,02
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	-0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	80,00	0,00
Minderheitenanteile	0,36	0,37	1,43	0,27	-0,25	-0,65	-0,65
Konzernergebnis	1,89	2,47	4,98	0,49	1,13	82,02	8,37
Umsatzrendite	2,6%	1,5%	1,7%	0,5%	0,9%	49,0%	4,2%
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	9,15	0,93
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

* belastet durch einmalige indirekte Kosten (6,3 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	24,87	22,62
Sachanlagen	3,00	5,52	6,47	2,86	2,34	2,31
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	27,22
Vorräte	0,65	0,65	0,90	0,78	0,98	1,08
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	20,21	43,66	59,60	32,47	40,66	48,39
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18,98	38,66	56,07	30,75	38,50	45,82
Übrige Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	1,23	5,00	3,53	1,72	2,16	2,57
Wertpapiere	0,02	0,72	0,25	0,00	0,00	0,00
Flüssige Mittel	14,16	16,47	26,26	12,46	80,19	84,89
Summe Umlaufvermögen	26,26	35,03	61,49	87,00	87,00	121,83
Aktive latente Steuern	3,77	7,73	1,37	1,37	1,72	2,05
Rechnungsabgrenzungsposten	0,19	0,37	0,45	0,36	0,45	0,53
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	151,21	161,87
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	56,15
Wechselkursänderungen	0,00	0,03	0,06	0,06	0,06	0,06
Jahresüberschuss für Anteilseigner	1,89	2,46	4,98	4,98	59,72	7,47
Minderheitenanteile	-0,92	1,99	3,16	3,16	2,51	1,86
Summe Eigenkapital	19,25	21,48	22,70	22,70	77,92	84,74
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	1,73	2,05
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	22,45	22,47
Steuerrückstellungen	1,55	2,10	6,06	3,82	4,01	4,21
Sonstige Rückstellungen	4,16	7,32	12,07	4,85	6,08	7,24
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	16,74	19,92
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,68	0,52	0,02	0,02	0,02	0,01
Sonstige Verbindlichkeiten	8,51	31,26	38,50	11,19	11,75	12,33
Rechnungsabgrenzungsposten	0,20	0,08	0,47	0,47	0,51	0,51
Summe kurzfristiger Schulden	25,62	62,28	90,15	43,84	50,83	54,65
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	151,21	161,87

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	1,61	10,88
Abschreibungen auf das Anlagevermögen	3,50	6,01	7,62	4,10	4,10	3,17	3,79
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	0,00	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	2,20	2,00
Gezahlte Ertragssteuern	-0,68	-2,73	-2,59	-1,55	-1,99	-5,14	-3,86
Cash Flow aus der betrieblichen Tätigkeit vor Working Capital Veränderungen	2,91	8,22	17,27	3,80	5,93	1,87	12,84
Veränderung Vorräte	1,64	0,31	-0,20	0,31	-0,13	-0,20	-0,10
Veränderung Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-1,20	-2,67	-10,37	0,38	-7,37	-8,19	-7,73
Veränderung sonstige Aktivposten	1,47	-2,51	2,27	-0,78	0,32	0,00	-0,28
Veränderung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-1,58	0,32	2,74	-2,76	3,38	3,33	3,18
Zuführung von sonstigen Rückstellungen	2,28	5,67	10,36	2,87	4,49	1,43	1,36
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	0,19	0,14
Cash Flow aus der betrieblichen Tätigkeit	5,56	4,60	18,88	2,84	8,21	-1,57	9,40
Auszahlungen für Investitionen in das Anlagevermögen	-1,34	-2,28	-2,64	-1,23	-1,02	-1,50	-1,50
Einzahlungen aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens	0,17	0,03	0,22	0,03	0,00	92,46	0,00
Auszahlungen aus dem Erwerb von Tochterunternehmen	-12,81	-26,31	-34,68	-17,78	-4,71	0,00	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	90,96	-1,50
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	-0,65	-0,65
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	12,77	23,88	29,21	14,67	1,48	-21,67	-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	67,73	4,70
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	67,73	4,70
Flüssige Mittel am Anfang des Wirtschaftsjahres	11,14	14,00	15,25	8,62	8,47	12,46	80,19
Flüssige Mittel am Ende des Wirtschaftsjahres	14,00	15,25	26,26	8,47	12,46	80,19	84,89

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, 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>).

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

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 19.08.2008

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: 19.08.2008

**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