

Allgeier Holding

In der Branche schon ein Großer, an der Börse noch ein Sprössling

Nach zwei Akquisitionen im Jahr 2010 umfasst die Allgeier Holding 14 operative Gesellschaften, verfügt über 36 Standorte in Deutschland und acht weitere im Ausland, womit die Münchner zu den zehn größten IT-Service-Unternehmen in Deutschland gehören. Neben günstigen Fundamentaldaten spricht auch der Nachholbedarf der Industrie an IT-Dienstleistungen, die im Zuge der Wirtschaftskrise auf die lange Bank geschoben wurden, für die Aktie.

Die Perspektiven im IT-Markt hellen sich wieder auf. Gut für Allgeier.



Bereits im vergangenen Jahr haben wir zwei Mal auf die fundamental günstige Bewertung der Allgeier Holding hingewiesen. Am 16.04.2009 in NJ 5/09 kostete die Aktie des Münchner IT-Service-Spezialisten € 5.71, obwohl € 86.7 Mio. bzw. € 9.56 je Aktie nach dem erfolgreichen Verkauf des Zeitarbeitsgeschäfts in der Kasse lagen. In unserem Kurzbericht über die HV in NJ 8/09 war der Kurs in der Zwischenzeit auf € 7.20 gestiegen. Per 31.12.2009 betrug die Liquidität noch € 49.2 (69.1) Mio. bzw. € 5.42 (7.62) je Aktie. Die Reduzierung ist insbesondere die Folge der aus Eigenmitteln getätigten drei Akquisitionen, der Rückführung von Verbindlichkeiten, dem Kauf eigener Aktien sowie der Ausschüttung einer Dividende je Aktie von € 0.50 plus € 0.10 Bonus im Jahr 2009.

Genüsse sollen wohl prolongiert werden

Zur Tilgung steht noch das Genussrechtskapital an, dessen erste Tranche über € 7 Mio. am 10.12.2010 fällig wird, eine weitere über € 6 Mio. steht ein Jahr später zur Rückzahlung an. Ausgegeben wurden die Genüsse in den Jahren 2004 und 2006. Sie sind mit einem Rangrücktritt versehen.

Durch eine Rangrücktrittserklärung verzichtet der Genussrechtsgläubiger auf die Erfüllung seiner Forderung, solange die Rückzahlung zu einer Überschuldung der Gesellschaft führen würde. Mit dem Rangrücktritt wird bilanzielles Fremdkapital gesellschaftsrechtlich zur Verbesserung der Bilanzrelationen mit haftendem Kapital gleichgesetzt. Neben einem festen Garantiezins wird eine am Jahresüberschuss orientierte erfolgsabhängige Vergütung gezahlt. Eine Verlustbeteiligung ist jedoch ausgeschlossen. Im Jahr 2008 betrug die Rendite der ersten Serie 7.5 % p. a. und die der zweiten immerhin noch 6.9 % p. a. Wie Vorstandschef Carl Georg Dürschmidt im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal ausführte, sei es noch offen, ob die reichlich vorhandene Liquidität für die Rückzahlung genutzt werden soll oder ob durch die Ausgabe neuer Genüsse die alten abgelöst werden. Letztere Variante dürfte Dürschmidt bevorzugen, ließe sie ihm doch genügend Spielraum, um weitere Akquisitio-

nen finanzieren zu können, ohne den Kapitalmarkt anzapfen zu müssen.

Notierung auf Eigenkapitalniveau

Die Bilanz vermittelt ohnehin einen ordentlichen Eindruck. Die langfristigen und kurzfristigen Darlehen sanken, ohne das bereits erwähnte Genussrechtskapital von € 13 Mio., 2009 auf € 8.8 (15.6) Mio. Das Eigenkapital des Konzerns lag bei € 79.5 (81.8) Mio. bzw. € 8.76 (9.02) je Aktie. Somit notiert die Aktie bei einem Kurs von € 9.10 per 22.04.2010 nur knapp über der Höhe des Eigenkapitals. Das komplette, profitable operative Geschäft wird bei dieser Betrachtung nahezu ausgeblendet. Daher hat sich das Unternehmen in der Hauptversammlung am 16.06.2009 das Recht einräumen lassen, eigene Anteile zurückzukaufen zu dürfen. Davon hat Allgeier bisher kräftig Gebrauch gemacht und mehr als 6 % des Aktienkapitals, weitgehend über die Börse, eingesammelt – eine Erklärung für den erfreulichen Kursverlauf.

Allgeier Holding AG, München

Internet: www.allgeier-holding.de

ISIN DE0005086300,

9.0715 Mio. Stückaktien, AK € 9.0715 Mio.

Börsenwert: € 82.6 Mio.

Aktionäre: Management 45 %, institutionelle Investoren 12 %, eigene Aktien 6 %, Streubesitz 37 %

Kennzahlen	2009	2008
Umsatz	223 Mio.	178.7 Mio.
EBIT	7.8 Mio.	3.9 Mio.
Jahresüberschuss	5 Mio.	79.7 Mio.*
Gewinn je Aktie	0.55	8.79*
EK-Quote	49.7 %	42.3 %

*inkl. Sonderertrag aus dem Verkauf des Zeitarbeitsgeschäfts

Kurs am 23.04.2010:

€ 9.10 (Xetra), 9.90 H / 6.15 T

KGV 2010e 9, KBV 1.04 (12/09)



Bisher konnten Goodwill-Abschreibungen vermieden werden.

FAZIT: Wenn es der Allgeier Holding AG 2010 gelingen sollte, neben der bisher erfolgreichen Einkaufspolitik auch die Erträge im operativen Geschäft weiter zu steigern, steht höheren Aktienkursen nicht mehr viel im Weg. Nach gängigen Bewertungskennziffern wie KGV 2010e von 9 und KBV 2009 von 1.04 ist die Aktie der nahezu schuldenfreien Münchner IT-Gesellschaft auch auf leicht erhöhtem Kursniveau einen Blick wert. Angesichts einer Dividende von € 0.50 je Aktie, aus der sich eine Rendite von 5.5 % ergibt, sowie des laufenden Aktienrückkaufprogramms ist die Gefahr von Kursrückschlägen zudem eher als gering einzustufen. Zweistellige Kurse bis € 12 wären daher allemal gerechtfertigt.

CS

Allgeier Holding

„Konzertieren statt konzernieren“

In puncto Integration akquirierter IT-Unternehmen verfolgt die Allgeier Holding seit vielen Jahren eigene Wege. Statt, wie so häufig in der Branche üblich, die neuen Töchter in ein strenges Konzernkorsett zu zwingen, lässt ihnen Allgeier größtmögliche Freiheiten und Gestaltungsspielräume. Das bisherige Management bleibt in der Regel stark involviert, teilweise auch beteiligt. Warum diese Vorgehensweise bisher so erfolgreich war, erläuterte der Vorstandsvorsitzende Carl Georg Dürschmidt im Interview mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Dürschmidt, Sie lassen übernommene Unternehmen ihre eigene Identität, statt sie auf Konzernlinie zu trimmen. Warum?

C.G. Dürschmidt: Unsere Töchter haben sich über viele Jahre als Spezialisten in ihren jeweiligen Märkten ihre Erfolgskultur geschaffen und einen guten Ruf erworben. Diesen wollen wir nicht beschädigen, sondern weiter nutzen - für die Gesellschaft selbst und damit für die Allgeier Gruppe. Wir trimmen nicht auf Konzernlinie, da eine solche Abstimmung und Konformität keine nachhaltigen Treiber für Erfolg darstellen. Vielmehr schätzen wir die unterschiedlichen Stärken der Töchter, ihre Eigenständigkeit, ihre Identifikation mit ihrem eigenen Erfolg. Entscheidend ist das Zusammenspiel von flexiblen Spezialisten. Kurzum: Konzertieren statt konzernieren. Bedenken Sie weiter: Wir haben es mit Menschen zu tun, die ihr Lebenswerk in eine Holding einbringen. Das tun sie neben den finanziellen Aspekten vor allem deshalb, weil eine größere Struktur ihnen Vorteile bringt. Sie können z. B. im Verbund an Projekten oder Ausschreibungen teilnehmen, die ansonsten viel zu groß oder zu komplex wären. Sie können in der Gruppe auf Referenzen zurückgreifen, die sie allein nicht vorweisen können.

NJ: Streben Sie die Beteiligung des Managements an?

C.G. Dürschmidt: Wir versuchen, an jeder Stelle eine gute Lösung für eine sichere Unternehmensführung zu finden. Dazu gehört in manchen Fällen unsere Bereitschaft, Geschäftsanteile an Geschäftsführer und Führungskräfte abzugeben, manchmal aber auch nur intelligente Incentive-Programme - wir spielen hier nicht nur das Klavier, sondern den Flügel. Wir wollen aber nicht allein das Geld in den Vordergrund stellen. Es gibt auch Werte jenseits der Bezahlung.

NJ: Aber in Watte packen Sie ihre Töchter nicht?

C.G. Dürschmidt: Sicher nicht. Wir erwarten Höchstleistungen von allen Beteiligungen und den Managern, so wie das unsere Kunden von sich und uns verlangen. Alle unsere Töchter erwirtschaften Gewinne, keine schreibt rote Zahlen, obwohl im Jahr 2009 das Geschäft in der IT-Branche alles andere als ein Selbstläufer war.

NJ: Eine Nachfrage zum Aktienrückkauf: Gibt es neben der Managementbeteiligung noch weitere Gründe, warum Sie kontinuierlich Stücke einsammeln, wie das jeder Anleger auf ihrer Homepage verfolgen kann?

C.G. Dürschmidt: Unser Aktienrückkaufprogramm läuft seit Herbst 2009. Mittlerweile haben wir mehr als 5 % unseres Aktienkapitals über die Börse zurückgekauft. Die Stücke sollen nicht eingezogen, sondern als Währung bei Transaktionen eingesetzt werden. Gestatten Sie mir noch eine allgemeine Bemerkung zu diesem Thema. Es gab Zeiten, in denen die Allgeier-Aktie nicht einmal mit ihren liquiden Mitteln an der Börse bewertet wurde, obwohl wir schwarze Zahlen geschrieben haben. Der Rückkauf war aus Sicht des Allgeier-Managements ein gutes Investment.

NJ: Dann stellt sich mir zwangsläufig die Frage, ob das Geld nicht besser in Akquisitionen angelegt gewesen wäre; denn die Rendite auf die eigenen Aktien ist wegen der fehlenden Dividendenberechtigung gleich null?

C.G. Dürschmidt: Ihr Gedankengang ist mit einer Einschränkung grundsätzlich richtig: Wenn uns durch den Rückkauf an anderer Stelle Geld für Akquisitionen fehlen würde. Unsere Kassenlage ist aber so gut, so dass wir beides machen können. Außerdem setzen wir als vorsichtige Kaufleute immer nur einen kleinen Teil unserer Mittel für Aktienkäufe ein. Da jetzt knapp 50 % des Aktienkapitals in den Händen des Managements liegen, fühlen wir uns zudem gut vor Übernahmegehlüsten anderer geschützt.

NJ: Kommen wir zum Verlauf des operativen Geschäfts im Jahr 2009. Viele ihrer Branchenkollegen beklagen einen gewissen Investitionsstau und hoffen auf dessen Auflösung im Jahr 2010. Teilen Sie diese Auffassung?

C.G. Dürschmidt: Nur zum Teil. Es gibt Bereiche, in denen es sicher einen Investitionsstau gab und gibt, der sich auch nach und nach auflösen wird. Daneben gibt es aber auch Bereiche, in denen die gestoppten Projekte unwiederbringlich verloren sind.

NJ: Woher soll dann das Wachstum der Allgeier-Gruppe im Jahr 2010 kommen, wenn



Der Allgeier-Vorstandschef Carl Georg Dürschmidt will die bewusst heterogene Unternehmensstruktur weiterentwickeln.

die Aufholeffekte, die Sie eben beschrieben haben, eher dürrtig ausfallen?

C.G. Dürschmidt: Wir wollen besser sein als unsere Wettbewerber und Marktanteile hinzugewinnen. Dafür fühlen wir uns mit unserem breit aufgestellten Portfolio gut gerüstet. Die Branche der IT-Services ist nach wie vor stark fragmentiert, so dass wir es stets mit einer Vielzahl meist kleinerer Wettbewerber zu tun haben. Den großen Hauptwettbewerber gibt es nicht.

NJ: Damit schwimmen Sie schon wieder gegen den Strom; denn alle Welt konzentriert sich derzeit auf das Kerngeschäft und stößt Randaktivitäten ab.

C.G. Dürschmidt: Wir konzentrieren uns auf das Kerngeschäft unserer Zukunft, das Geschäft, das wir in einigen Jahren haben wollen: Lösungen für wertschöpfende IT- und Personal-Angelegenheiten und Services mit erkennbarer Marktbedeutung. Aber da ist letztlich noch ein Stück des Weges zu gehen. Randaktivitäten haben wir heute nicht.

NJ: Bitte zum Schluss noch ein Wort zu Ihrer Expansionsstrategie.

C.G. Dürschmidt: Wir fahren zweigleisig. Zum einen streben wir organisch zweistellige Wachstumsraten bei den Töchtern an, zum anderen wachsen wir über weitere Akquisitionen. Je größer der Verbund wird, desto besser die Chancen, Synergien vernünftiger Größenordnung zwischen den einzelnen Töchtern heben zu können. Außerdem verbessern wir unsere Chancen, als Gruppe an größeren Ausschreibungen teilnehmen zu können. Wir nennen das „intern selling up“. Wir wollen auf jeden Fall expandieren.

NJ: Herr Dürschmidt, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Gespräch führte Carsten Stern.

Die Details zum Stand des Aktienrückkaufprogramms, das bis zu 10 % des Grundkapitals oder 907150 Aktien umfasst, veröffentlicht Allgeier auf der Homepage. Einziger Wermutstropfen: Der ohnehin geringe Streubesitz wird noch kleiner und schränkt damit die Handelbarkeit ein. Die Ermächtigung läuft am 15.12.2010 aus und bedarf daher der Verlängerung durch die HV am 17.06.2010. Was mit den Stücken geschehen soll, ist noch nicht entschieden. Nur soviel ließ Dürschmidt durchblicken: Die Aktien sollen nicht eingezogen, sondern als Akquisitionswährung eingesetzt werden.

Stark fragmentierter Markt

Die Perspektiven im IT-Markt hellen sich nach einer Umfrage des Branchenverbandes Bitkom zunehmend auf. Für 2010 und die folgenden Jahre prognostiziert Bitkom ein durchschnittliches Marktwachstum von 8.7 % p. a. Davon dürfte Allgeier als großer Anbieter profitieren. Der Markt für IT-Services in Deutschland ist Bitkom zufolge mit mehr als 50000 Anbietern stark fragmentiert. Dabei konzentrierten sich Mittelstand und auch Großindustrie zunehmend auf wenige größere IT-Dienstleister. Bei der Auftragsvergabe spielen nach Ansicht des Branchenverbandes künftig Kriterien wie Ausfallrisiko und ein breites Leistungsspektrum eine entscheidende Rolle. Der ohnehin schon bestehende Konsolidierungsdruck werde dadurch noch verstärkt. Durch die gesammelte Erfahrung in der Akquisition und Integration von übernommenen Wettbewerbern sollte Allgeier auch künftig gute Chancen haben, weiterhin anorganisch zu wachsen.

Zweite Übernahme im Jahr 2010

Nachdem rückwirkend zum 01.01.2010 die Didas AG übernommen wurde, meldete Allgeier am 21.04.2010 den nächsten Kauf. Mit der BSR&Partner AG erweitern die Münchner nach eigenen Angaben erneut das Service-Portfolio und die Flächenabdeckung ihres Segments IT-Solutions in der Schweiz. Das Unternehmen mit Sitz in Zug wurde zu 75 % übernommen. Der vereinbarte Gesamtkaufpreis liegt im unteren zweistelligen Millionenbereich und enthält ergebnisabhängige Earn-out-Komponenten. BSR ist einer der führenden mittelständischen IT-Service-Provider in der Schweiz und konzentriert sich auf Lösungen in den Segmenten Data Storage, Back-up und Archivierungssoftware. 2009 erzielte die Gesellschaft einen Umsatz von CHF 25 Mio. Seit Jahren weist BSR ein positives Ergebnis und ein

konstantes Wachstum auf. Die bisherigen Aktionäre und das Schweizer Management bleiben wesentlich an der Gesellschaft beteiligt und werden die Allgeier-Gruppe im Schweizer Markt repräsentieren.

Unsere Prognose aus NJ 5/09 traf exakt zu

Im Geschäftsjahr 2009 betrug der Konzernumsatz € 223.5 (178.7) Mio. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Firmenwerte und Kaufpreisallokationen (EBITA) kam auf € 12.6 (10.8) Mio. voran. Das EBIT stellte sich auf € 7.8 (3.9) Mio. und entsprach einer sicher noch steigerungsfähigen EBIT-Marge von 3.5 (2.2) %.

Die leichte Verbesserung gegenüber den im Februar gemeldeten vorläufigen Zahlen ergibt sich aus einem positiven Steuereffekt. Zur Erinnerung: Am 26.01.2009 hatte Allgeier gemeldet, dass im Konzernabschluss per 31.12.2008 eine Wertberichtigung auf die Bilanzposition „Aktive latente Steuern“ von € 2.9 Mio. vorgenommen wurde. Hintergrund war die Nichtanerkennung von Wertberichtigungen auf ein Darlehen der Allgeier Holding AG an ihre Tochtergesellschaft Allgeier Beteiligungen GmbH durch die Finanzverwaltung im Rahmen einer Betriebsprüfung. Diese Bilanzposition ist nun steuerlich anerkannt, sie wurde im Abschluss für 2009 mit € 1.1 Mio. teilweise aufgelöst und wirkte sich positiv auf den Gewinn aus. Ungeachtet dieses Steuereffekts sind auf mittlere Sicht Margen über 5 % möglich, die bei gleichzeitig wachsenden Erlösen wie ein Turbo wirken würden.

Ein Blick zurück – in NJ 5/09 hatten wir wie folgt kalkuliert: Eine realistische EBIT-Marge von 3.5 % auf den Pro-forma-Jahresumsatz aus fortgeführten Geschäftsreichen (ohne organisches Wachstum) von

€ 223.5 Mio. unterstellt, rechneten wir mit einem EBIT für 2009 zwischen € 7.5 und 8 Mio. Wir erwarteten ein gutes Finanzergebnis, einen Jahresüberschuss nicht unter € 6 Mio. bzw. € 0.66 je Aktie und demzufolge ein KGV 2009e von 8.7. Mit dieser Rechnung lagen wir ziemlich nah an der Realität, denn den Jahresüberschuss gab Allgeier mit € 5 (79.7) Mio. bzw. € 0.55 (8.79) je Aktie an, bezogen auf das gesamte Grundkapital von 9.0715 Mio. Stückaktien. Der hohe Jahresüberschuss des Vorjahres resultiert aus dem Verkauf des Zeitarbeitsgeschäfts.

2010: Gewinn je Aktie von € 1.- ist drin

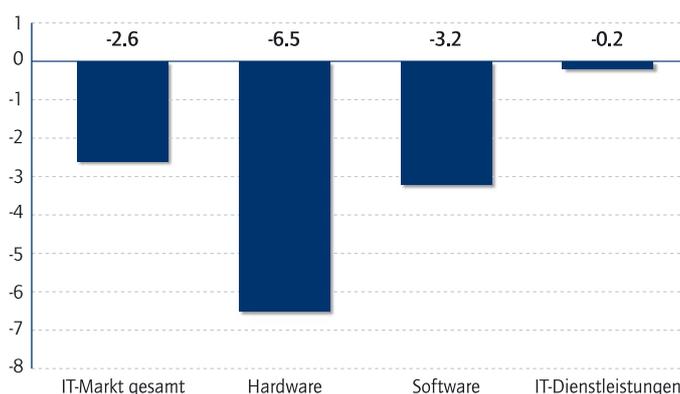
Bisher hat das Allgeier-Management noch keinen konkreten Ausblick für das Jahr 2010 geliefert. Allein auf Grund der anstehenden Konsolidierungseffekte der drei Firmenkäufe aus 2009, deren Zahlen im Jahr 2009 nur anteilig einfließen, ist ein Sprung auf bis zu € 250 Mio. Umsatz im Jahr 2010 realistisch. Comparex und A&O Systems + Services wurden erst im vierten Quartal übernommen, steuerten folglich nur einen sehr kleinen Erlösanteil im Jahr 2009 bei. Hinzu kommt noch das organische Wachstum, das wir bei 5 % ansiedeln, sowie zwei weitere Übernahmen im Jahr 2010, so dass auf annualisierter Basis Erlöse von etwa € 300 Mio. in der Erfolgsrechnung stehen könnten. Gleichzeitig dürfte die Profitabilität weiter klettern. Eine EBIT-Marge im Jahr 2010 auf einem Niveau von 4 % halten wir für erreichbar. Demzufolge stünde ein Ergebnis je Aktie in der Größenordnung von € 1.- in den Büchern. Entsprechend beliefe sich das KGV 2010e auf günstige 9. Andere IT-Gesellschaften werden unterdessen mit einem KGV von 13 gehandelt. Dieser deutliche Bewertungsabschlag erscheint uns zu hoch.

Carsten Stern

Laut Branchenverband Bitkom schrumpften deutsche IT-Dienstleister im Jahr 2009 nur minimal um 0.2 %, während Hard- und Softwareanbieter Einbußen von 6.5 % bzw. 3.2 % hinnehmen mussten. Gegen den Trend konnte Allgeier zulegen.

Besser als der Markt

reale Veränderung zum Vorjahr in %



¹ Prognose Bitkom, Oktober 2009; Quelle: Branchenverband Bitkom

Chart: Ariva.de AG; Foto: Wacker Neuson SE