



Researchstudie (Anno)



Kaufen

Stand 28.04.2008

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13

28.04.2008

BEKO HOLDING AG⁽⁵⁾

KAUFEN

Kursziel: 4,13 €

Kurs: 3,27 €
22.4. 2008, 9:08, Xetra

**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN/ 3,98 €

Marktsegment:
General Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

BEKO HOLDING AG
Modecenterstraße 22/A1
A-1030 Wien

Tel.: +43-1797 50-244
Fax: +43-1797 50-8004

www.beko.eu

Unternehmensprofil:

Branche: Holding im Technologie-Umfeld

Fokus: Engineering Services und IT-Services

Mitarbeiter: 1244 (31.12.2007)

Firmensitz: Nöhagen, Österreich

Gründung: 1991

Vorstand: Prof. Ing. Peter Kotauczek, Peter Fritsch

WKN: 920503

ISIN: AT0000908603

Börsenkürzel: BEO

Anzahl Aktien: 18,00 Mio.

Marktkap.: 58,86 Mio. €

Streubesitz: 20,30 %

52 W Hoch: 3,95 €

52 W Tief: 3,00 €

Durchs. Tagesvolumen: 10.244 €

* Quelle DeutscheBörse (Frankfurt Parkett und Xetra, 100 Tage)



In Mio. €	2006	2007	2008e
Umsatz	125,03	143,42	187,30
EBITDA	7,19	7,04	10,98
EBIT	2,86	2,18	4,68
Jahresüberschuss	1,61	1,19	1,98
In €			
Gewinn je Aktie	0,09	0,07	0,11
Dividende je Aktie	-	0,05	0,07
In %			
EBITDA-Marge	5,75	4,91	5,86
EBIT-Marge	2,29	1,52	2,50
Dividendenrendite	-	1,53	2,14
Kennzahlen			
EV/Sales	0,57	0,50	0,45
EV/EBITDA	9,91	10,13	6,54
KGV	36,65	49,63	10,33
KBV (zum 31.12.2007)		1,12	

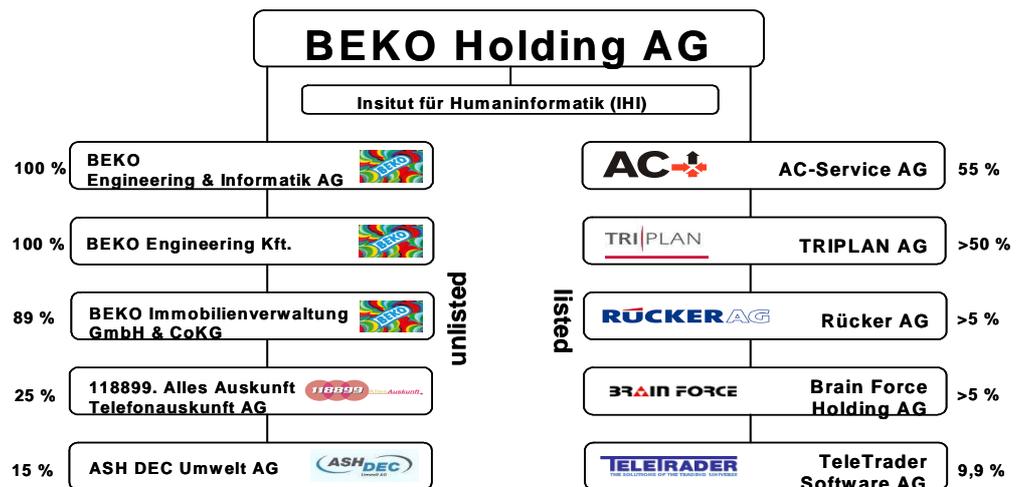
Highlights:

- Hohe Investitionen bei der Tochtergesellschaft AC-Service in 2008 werden das Ergebnis belasten
- Vollkonsolidierung der TRIPLAN AG ab dem 1.1.2008
- Deutlicher Umsatzanstieg für den Konzern in 2008 erwartet

Unternehmen

Profil

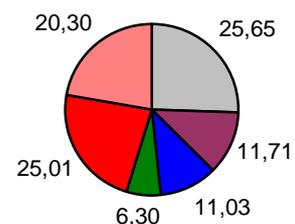
Die BEKO HOLDING AG ist Österreichs größte in Frankfurt am Main börsennotierte Holding-Gesellschaft im Technologie-Sektor. Die Kernkompetenzen untergliedern sich dabei in die beiden Geschäftsbereiche Engineering-Services und IT-Services. In der Zukunft sieht sich die Holding dabei vor allem als Heber von weiteren Synergien zwischen den Beteiligungen. Die BEKO Engineering & Informatik AG bildet dabei das Fundament beider Geschäftsbereiche. Neben einer starken Positionierung in Österreich und Deutschland ist die Gesellschaft mit einer Tochtergesellschaft in Tschechien vertreten. Zum Konzernverbund gehört zudem noch BEKO Ungarn, eine 100%ige Tochtergesellschaft der BEKO HOLDING AG. Im Bereich Informations-Technologie ist die 55%ige Beteiligung AC-Service AG ein weiteres wichtiges Standbein. Durch die Übernahme der All for One GmbH durch AC-Service wird BEKO ferner zu einem der wichtigsten Player im Markt für PLM-Support aufsteigen. Seit Anfang Januar 2008 ist die BEKO HOLDING AG zudem mehrheitlich an der börsennotierten TRIPLAN AG beteiligt. Die Beteiligung an der TRIPLAN AG bedeutet eine weitere Stärkung des Bereichs Engineering und somit auch eine noch stärkere Fokussierung auf die beiden Geschäftsbereiche Engineering und Informationstechnologie. Des Weiteren ist BEKO an einer Reihe diverser Unternehmen im IT- und Engineering-Umfeld beteiligt, die jedoch nicht direkt dem Kerngeschäft zugeordnet werden können.



Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Prof. Ing. Peter Kotauczek	25,65 %
Peter Fritsch	11,71 %
Elisabeth Kotauczek	11,03 %
Kotauczek'sche Privatstiftung	6,30 %
CROSS Industries AG	25,01 %
Streubesitz:	20,30 %

Aktionärsstruktur



Quelle: BEKO HOLDING, GBC

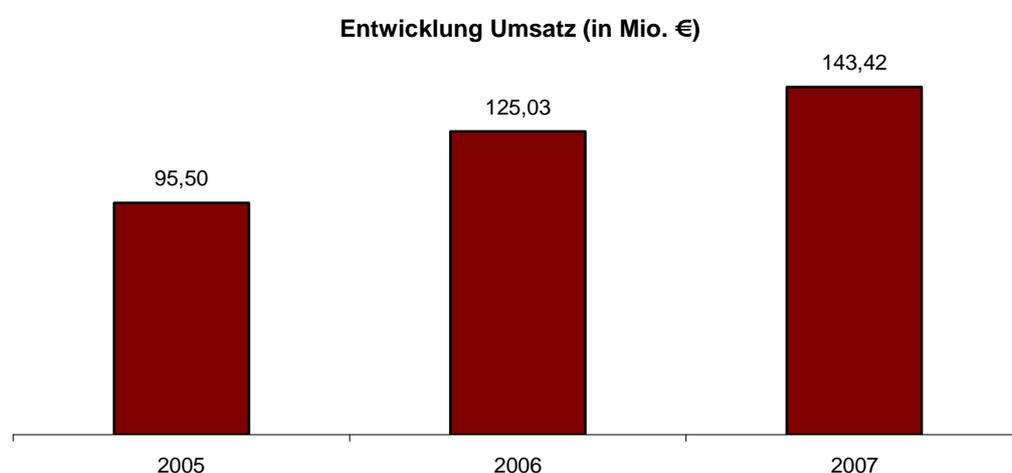
Geschäftsentwicklung 2007

in Mio. €	2006	2007	07 vs. 06
Umsatz Gesamt	125,03	143,42	14,71 %
Umsatz - IT	95,14	109,85	15,46 %
Umsatz - Engineering	29,88	33,56	12,33 %
EBIT	2,86	2,18	-23,58 %
EBT	3,83	4,13	7,94 %
Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter	1,61	1,19	-26,15 %
EPS in €	0,09	0,07	

Quelle: BEKO HOLDING, GBC

Umsatzentwicklung

Die BEKO HOLDING AG konnte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 den Wachstumstrend weiter fortsetzen und die Umsatzerlöse auf Konzernebene im Vergleich zur Vorjahresperiode deutlich steigern. Mit einem Zuwachs von 14,71 % erzielte die Gesellschaft im Jahr 2007 Umsatzerlöse in Höhe von 143,42 Mio. € (VJ: 125,03 Mio. €). Die nachfolgende Graphik zeigt die Umsatzentwicklung der BEKO HOLDING AG für den Zeitraum 2005 bis 2007.



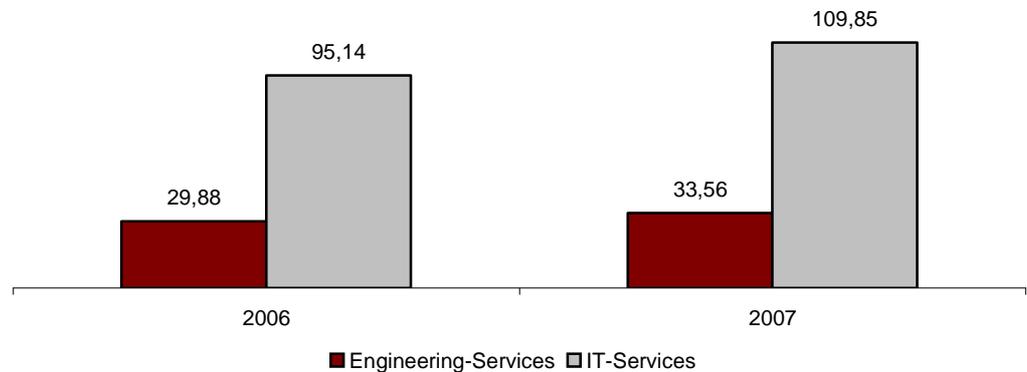
Quelle: BEKO HOLDING, GBC

Die höchsten Umsätze erzielte die BEKO HOLDING AG in 2007 dabei in der Region Deutschland mit einem Volumen von 61,86 Mio. € (VJ: 51,71 Mio. €), gefolgt von den Absatzmärkten Österreich und Schweiz mit Umsätzen von 52,95 Mio. € (VJ: 50,98 Mio. €) respektive 16,35 Mio. € (VJ: 11,83 Mio. €).

Die Geschäftstätigkeit der BEKO HOLDING AG ist in die beiden Geschäftsbereiche Engineering-Services sowie IT-Services unterteilt. Ein Blick auf die Segmentberichterstattung zeigt, dass in beiden Geschäfts-

bereichen die Umsatzerlöse im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 gesteigert werden konnten.

Entwicklung der Geschäftsbereiche (in Mio. €)



Quelle: BEKO HOLDING, GBC

So legten die Umsätze im größeren Segment IT-Services von 95,14 Mio. € in 2006 um 15,46 % auf 109,85 Mio. € in 2007 zu. Die Umsätze in diesem Bereich werden hauptsächlich von der AC-Service, der BEKO Engineering & Informatik (E & I) und der BEKO Engineering Kft. erwirtschaftet. Die AC-Service leistete dabei mit einem Umsatz in Höhe von 78,09 Mio. € (ohne Umsätze ACCURAT) den gewichtigsten Beitrag bei einer gleichzeitig deutlichen Steigerung gegenüber dem Jahr 2006 (VJ: 62,61 Mio. €). Verantwortlich für die dynamische Umsatzentwicklung bei der AC-Service waren vor allem die beiden Bereiche Managed IT Services und SAP Solutions.

Des Weiteren ist es wichtig zu erwähnen, dass der zum Verkauf stehende Geschäftsbereich ACCURAT (Human Resource Services) bei der AC-Service im Jahresbericht 2007 als aufzugebender Geschäftsbereich nicht mehr in den Umsatzerlösen enthalten ist. Dieser Bereich erzielte in 2007 einen Umsatz von 10,4 Mio. €, der jedoch bei der BEKO HOLDING in den Konzernumsätzen berücksichtigt wurde.

Im Geschäftsfeld Informatik der BEKO E & I waren die Umsatzerlöse in der abgelaufenen Periode dagegen leicht rückläufig. Hier ging der Umsatz von 20,71 Mio. € in 2006 auf 19,79 Mio. € in 2007 zurück. Ursächlich für die Entwicklung war die Verschiebung von größeren Projekten an den Standorten Graz und Linz in das laufende Jahr.

Das Geschäftsfeld Informatik der ungarischen Tochtergesellschaft BEKO Engineering Kft. erreichte in 2007 mit rund 1,7 Mio. € einen Umsatz auf dem Niveau des Vorjahres, was vor allem auf fehlende Vertriebskapazitäten zurückzuführen ist.

In dem zweiten Geschäftsbereich Engineering Services konnte der Umsatz von 29,88 Mio. € auf 33,56 Mio. € ebenfalls deutlich ausgeweitet werden. Die Sparte Engineering der BEKO E & I verzeichnete in 2007 dabei ein Umsatzplus von 10,4 % auf 29,85 Mio. € (VJ: 27,04 Mio. €). Fast alle Engineering-Geschäftsstellen und interne Planungsbüros der BEKO E & I profitierten von einer hohen Nachfrage nach Ingenieurleistungen und hatten eine gute Auslastung vorzuweisen.

Geschäftsbereich IT-Services steigert Umsatz um 15,5 % in 2007

Umsatzplus auch im Bereich Engineering Services

Sowohl bei der BEKO Engineering s.r.o., Tschechien als auch im Bereich Engineering der BEKO Kft., Ungarn entwickelte sich der Umsatz im abgelaufenen Geschäftsjahr überaus positiv und konnte im Vergleich zum Vorjahr deutlich gesteigert werden. In Tschechien stieg der Umsatz um 48 % auf 1,74 Mio. €, während sich die Umsatzerlöse in Ungarn um 13 % auf 1,87 Mio. € erhöhten. In beiden Ländern verhinderte der Mangel an Engineering-Personal eine noch positivere Entwicklung des operativen Geschäfts.

Die Vollkonsolidierung der TRIPLAN AG erfolgt erst zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres, so dass hier in 2007 noch keine Umsätze verbucht wurden.

Ergebnisentwicklung

Die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhten sich im Vergleich zum Vorjahr und beliefen sich in 2007 auf 3,23 Mio. € (VJ: 1,39 Mio. €). Dieser Anstieg erklärt sich neben leicht erhöhten aktivierten Eigenleistungen vor allem durch die höhere Auflösung von Rückstellungen sowie durch eine Investitionssteuergutschrift bei der luxemburgischen Tochtergesellschaft der AC-Service von 0,74 Mio. €. Der Rohertrag auf Konzernebene erhöhte sich deutlich von 95,31 Mio. € in 2006 auf 107,12 Mio. € in 2007, was einer Rohertragsmarge von 74,69 % (VJ: 76,23 %) entspricht. Die niedrigere Marge ist durch die Tatsache zu erklären, dass das gestiegene Geschäftsvolumen nur unter Zuhilfenahme externer Mitarbeiter, hauptsächlich bei der Tochtergesellschaft AC-Service, bewältigt werden konnte.

Die Personalaufwandsquote lag in 2007 mit 54,76 % leicht unter dem Vorjahresniveau (VJ: 55,43 %). Die Personalaufwendungen wurden zudem noch durch Abfindungen im Zusammenhang mit Veränderungen im Management bei der AC-Service und der BEKO E & I in Höhe von 0,74 Mio. € belastet. Die Quote für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lag mit 15,03 % annähernd auf dem Niveau des Vorjahres (VJ: 15,04 %).

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) betrug in 2007 7,04 Mio. € (VJ: 7,19 Mio. €). Dies entspricht einer EBITDA-Marge von 4,91 % (VJ: 5,75 %). Die Abschreibungen stiegen infolge höherer Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen bei der AC-Service von 4,33 Mio. € in 2006 auf 4,85 Mio. € in 2007 an. Das Finanzergebnis fiel in 2007, wie schon im Vorjahr, mit 1,95 Mio. € (VJ: 0,97 Mio. €) positiv aus. Der Ergebnisbeitrag aus assoziierten Unternehmen lag bei 0,43 Mio. € (VJ: 0,11 Mio. €), was hauptsächlich auf die erfreuliche Geschäftsentwicklung der TRIPLAN AG zurückzuführen ist. Die Finanzerträge wurden positiv durch eine Wertaufholung der Rucker AG in Höhe von 1,99 Mio. € beeinflusst. Die BEKO HOLDING AG ist in der Zwischenzeit mit 5,65 % an der Rucker beteiligt. Negativ wirkte sich dagegen die schlechte Kursentwicklung der BRAIN FORCE mit einem unrealisierten Wertverlust von 1,08 Mio. € auf das Finanzergebnis aus.

Das Vorsteuerergebnis erfuhr eine leichte Steigerung von 3,83 Mio. € in 2006 auf 4,13 Mio. € in 2007. Die Steuerquote fiel bedingt durch die Anpassung von latenten Ertragssteuerguthaben mit 58,29 % optisch sehr hoch aus, jedoch lag die effektive Steuerquote bei lediglich ca. 36 %. Unter Berücksichtigung der fremden Gewinnanteile lag der Jahresüberschuss im letzten Jahr bei 1,19 Mio. € (VJ: 1,61 Mio. €), was einem Ergebnis pro Aktie von 0,07 € (VJ: 0,09 €) entspricht.

Wichtige Ereignisse nach dem Bilanzstichtag

Vollkonsolidierung der TRIPLAN AG ab dem 1.1.2008

Einen wichtigen Meilenstein erreichte die BEKO HOLDING AG mit der mehrheitlichen Beteiligung an der TRIPLAN AG. In den letzten Quartalen kaufte BEKO sukzessive TRIPLAN Aktien über die Börse, so dass sich die Beteiligung aktuell auf 50,71 % beläuft. Folglich wird die TRIPLAN mit Beginn des laufenden Geschäftsjahres erstmalig vollkonsolidiert. Die Konsolidierung der TRIPLAN wird somit einen signifikanten Einfluss auf die Umsatzentwicklung von BEKO ab diesem Jahr haben.

Verkauf der ACCURAT Informatik im Februar 2008

Des Weiteren gab die AC-Service AG Mitte Februar 2008 bekannt, einen Letter of Intent über den Verkauf der Tochtergesellschaft ACCURAT Informatik GmbH mit der belgischen SD WORX unterschrieben zu haben. ACCURAT erzielte in 2007 einen Umsatz von rund 10,3 Mio. € und ist im Bereich Human Resources Services tätig. ACCURAT bietet hier den Kunden eine eigene Softwarelösung für Gehaltsabrechnungen an.

Wir schätzen den Verkaufspreis auf weniger als den einfachen Umsatz, also rund 8 Mio. €. Laut Geschäftsbericht 2006 belief sich das Eigenkapital der ACCURAT auf 6,5 Mio. €, so dass der Veräußerungsgewinn aus der Transaktion für die AC-Service bei rund 1,5 Mio. € liegen sollte. Der bilanzierte Firmenwert lag bei 2,3 Mio. €. Die Höhe des Kaufpreises erachten wir als attraktiv und der Erlös dient zur Verbesserung der Bilanzstruktur der AC-Service. Die strategische Neuausrichtung zu einem führenden SAP-Komplettdienstleister wird durch den Verkauf der Randaktivität Human Resource Services weiter vorangetrieben.

SWOT - ANALYSE

Stärken

- Gesunde Bilanzstrukturen
- Gute Marktpositionierung der BEKO HOLDING AG in der stark wachsenden Region Osteuropa
- Erfahrenes Management
- Gute Fortschritte der AC-Service bei der strategischen Ausrichtung zu einem SAP-Komplettanbieter
- Stärkung des Bereichs Engineering durch die mehrheitliche Übernahme der TRIPLAN AG

Schwächen

- Durch das Beteiligungsgeschäft starke Abhängigkeit von Entwicklung an den Kapitalmärkten
- Noch zu geringer Ergebnisbeitrag der AC-Service in 2007 und 2008

Chancen

- Engere Kooperation zwischen der BEKO E & I und der TRIPLAN AG kann sich infolge der Nutzung von Synergien und der gemeinsamen Erschließung neuer Absatzmärkte positiv auf die Umsatzsituation auswirken
- Weiterhin freundlicher Markt für Ingenieursdienstleistungen sollte zu einer hohen Nachfrage bei den Tochtergesellschaften führen
- SAP-Mittelstandsoffensive kann positiven Effekt auf das Geschäft der großen SAP-Dienstleister haben
- Gutes Kapitalmarktumfeld kann sich positiv auf das Finanzergebnis auswirken

Risiken

- Gefahr der Abwerbung hochqualifizierter Mitarbeiter durch Wettbewerber bei weiter anhaltender Knappheit an Arbeitskräften
- Gesamtwirtschaftliche Abschwächung kann Projektverschiebungen und Reduzierung der Budgets im IT-Bereich zur Folge haben

Prognose und Modellannahmen

BEKO E & I wird auch in 2008 weiter wachsen

BEKO E & I AG

Die BEKO E & I sieht sich auch im laufenden Jahr mit der Herausforderung konfrontiert, ausreichend hochqualifiziertes Fachpersonal an den verschiedenen Standorten zu rekrutieren, um der hohen Nachfrage nach Ingenieursdienstleistungen gerecht zu werden. Wir rechnen weiterhin mit einer hohen Kapazitätsauslastung der Mitarbeiter im Bereich Engineering-Services für das laufende Jahr, aber auch darüber hinaus. Die Sonderaufwendungen von rund 0,5 Mio. € im Zusammenhang mit einem Managementwechsel im Bereich Informatik werden sich in 2008 nicht wiederholen. Wir erwarten im Jahr 2008 bei einem Umsatzanstieg auf 53,20 Mio. € (VJ: 49,64 Mio. €) ein deutlich verbessertes operatives Ergebnis von 3,20 Mio. €. Unter Berücksichtigung eines positiven Finanzergebnisses sowie einer Steuerlast von rund 0,5 Mio. € sehen wir das Nachsteuerergebnis in 2008 bei 3,00 Mio. €.

TRIPLAN AG

Auch nach der mehrheitlichen Übernahme durch die BEKO HOLDING AG soll die TRIPLAN AG als eigenständiges Unternehmen auf dem Markt auftreten. Jedoch erwarten wir in Zukunft eine noch engere Zusammenarbeit zwischen den beiden Unternehmen, um so gemeinsam neue Absatzmärkte zu erschließen, die Vorteile eines flächendeckenden Vertriebs zu nutzen und gegenseitig den Know-How Austausch zu forcieren.

TRIPLAN wird in 2008 von der hohen Investitionsbereitschaft der Chemie- und Petrochemiebranche profitieren

Gestützt durch eine anhaltend hohe Nachfrage aus der chemischen und petrochemischen Industrie nach Ingenieurdienstleistungen gelang es der Gesellschaft, die Umsatzerlöse in 2007 um 10,3 % auf 44,13 Mio. € zu steigern. Das EBIT erhöhte sich dabei überproportional von 1,56 Mio. € in 2006 auf 2,67 Mio. € in 2007. Wir gehen davon aus, dass die TRIPLAN AG auch im laufenden Jahr an die erfreuliche Geschäftsentwicklung des letzten Jahres wieder anknüpfen wird. Der Vorstand hat für 2008 einen Umsatz von 42,3 Mio. € sowie ein EBIT von 2,6 Mio. € in Aussicht gestellt. Wir halten die Prognosen vor dem Hintergrund des nach wie vor sehr freundlichen Marktumfeldes für Ingenieurdienstleistungen für konservativ und sind daher zuversichtlich, dass diese im Jahresverlauf übertroffen werden. Durch den Verkauf von Teilen des Technology-Services-Bereichs an die indische Neilsoft wird in 2008 jedoch Umsatz wegfallen, den es zu kompensieren gilt.

AC-Service AG

Bei der AC-Service AG sollte sich die strategische Ausrichtung als SAP-Komplettdienstleister mit Fokus auf mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum auszahlen und in 2008 steigende Umsatzerlöse zur Folge haben. Wie erwarten für 2008 einen Umsatz in Höhe von 84,0 Mio. €. Die zufließenden Mittel aus dem Verkauf der ACCURAT von rund 8 Mio. € werden nach unserer Einschätzung sowohl für die Rückführung von Bankverbindlichkeiten als auch für die in diesem Jahr anstehenden hohen Investitionen verwendet werden. Das Investitionsvolumen für Erweiterungen der IT-Infrastruktur im Bereich Managed Services sowie für den weiteren Ausbau des Mitarbeiterstamms wird in 2008 nicht aus dem operativen Cash Flow zu finanzieren sein. Folglich wird es im laufenden Jahr aber auch in den Folgejahren zu einem Anstieg der Abschreibungen kommen. Für 2008 sieht unsere Schätzung ein EBIT von 1,5 Mio. € bei der AC-Service vor.

Hohe Investitionen und weiterer Personalausbau werden das Ergebnis der AC-Service belasten

Umsatzwachstum bei den osteuropäischen Töchtern erwartet

BEKO Engineering Kft und BEKO Engineering s.r.o.

In den beiden Tochtergesellschaften BEKO Engineering Kft., Ungarn sowie BEKO Engineering s.r.o., Tschechien sollte sich die positive Entwicklung des operativen Geschäfts auch im laufenden Jahr 2008 weiter fortsetzen. In Ungarn ist für das zweite Quartal 2008 die Eröffnung eines neuen Büros in Győr vorgesehen. Gegen Jahresende beschäftigte die ungarische Tochtergesellschaft bereits 94 feste Mitarbeiter und diese Zahl wird dieses Jahr weiter ansteigen. Auch bei der tschechischen Tochter wird das Wachstum eine weitere Aufstockung des Mitarbeiterstamms von aktuell 40 notwendig machen. Bei beiden Gesellschaften rechnen wir mit Verbesserungen beim operativen Ergebnis in 2008. Bei der BEKO Engineering Kft., Ungarn erwarten wir ein Nachsteuerergebnis von rund 0,25 Mio. €, während wir bei der BEKO Engineering s.r.o., Tschechien von einem Jahresüberschuss von 0,15 Mio. € ausgehen.

Bewertung

Bei der BEKO HOLDING AG haben wir die Sum-of-Parts-Bewertung der Bewertung durch ein DCF-Modell vorgezogen. Die Gründe hierfür liegen im Geschäftsmodell und in der damit starken Abhängigkeit vom Wert der einzelnen Beteiligungen. Anhand unserer aktuellen Sum-of-Parts-Bewertung ergibt sich ein fairer Wert von **4,13 €** (zuvor: 3,98 €).

Sum-Of-Parts-Bewertung BEKO HOLDING AG	GJ 2007
Sonstige Wertpapiere	0,64
Assoziierte Unternehmen	0,23
Beteiligungen	10,26
	11,12
Konsolidierte Unternehmen	
AC-Service AG*	12,41
TRIPLAN AG*	12,89
BEKO Engineering & Informatik AG	37,10
BEKO Engineering s.r.o, Tschechien	1,86
BEKO Engineering Kft, Szombathely	3,09
*Stand 21.4.2008	67,35
Nettoliquidität	9,05
Gesamtunternehmenswert	87,52
Abschlag 15% für mögliche Beteiligungsrisiken	13,13
Fairer Unternehmenswert in Mio. €	74,39
Fairer Wert je Aktie bei 18,0 Mio. Aktien (in €)	4,13

Die Bewertung der BEKO HOLDING AG wurde anhand der Bilanz vom 31.12.2007 vorgenommen. Bei den Bilanzpositionen Wertpapiere und Beteiligungen ist der Wert der IFRS-Bilanz angesetzt. Die Bilanzposition Assoziierte Unternehmen haben wir mit dem Wertansatz der Beteiligung an der TRIPLAN AG saldiert und weiter unten als eigenständige Position ausgewiesen. Dabei wurde der Aktienkurs vom 21.4.2008 (2,88 €) zugrunde gelegt. Die Beteiligung AC-Service haben wir ebenfalls mit dem Kurs vom 21.4.2008 bewertet.

Bei der Bewertung der BEKO E & I, der BEKO Kft. und der BEKO s.r.o. haben wir den erwarteten Nachsteuergewinn auf Basis 2008 mit einem Multiple von 12,37 angesetzt. Den Multiple haben wir im Rahmen eines Peer-Group-Vergleichs ermittelt (siehe nachfolgende Tabelle).

	EPS 08e	Kurs 21.4.2008	KGV 08e
TRIPLAN	0,21	2,88	13,71
Rücker	0,72	8,00	11,11
PSI	0,31	4,96	16,00
Bertrandt	2,89	25,00	8,65
			12,37

Quelle: GBC, JCF

Die Nettoliquidität ergibt sich aus dem Saldo der liquiden Mittel und den Bankverbindlichkeiten der BEKO HOLDING ohne der AC-Service. Zudem haben wir einen konservativen Abschlag für mögliche Beteiligungsrisiken von 15 % berücksichtigt (siehe Shleifer 1992).

Fazit

Durch die erstmalige Vollkonsolidierung der TRIPLAN AG wird der Umsatz der BEKO HOLDING AG in diesem Jahr in eine andere Größenordnung hineinwachsen. Auf Konzernebene sehen wir einen deutlichen Umsatzzuwachs von über 30 % auf dann 187,30 Mio. €. Das Wachstum wird dabei nach unserer Einschätzung ausnahmslos von allen Tochtergesellschaften getragen. Unsere Erwartung für das EBIT in 2008 liegt bei 4,68 Mio. €. Eine Prognose für das Finanzergebnis gestaltet sich aufgrund der Abhängigkeit von den Kapitalmärkten als schwierig. Maßgeblich hierfür sind die Aktienkursentwicklungen der wichtigen Beteiligungen Rücker und BRAIN FORCE. Des Weiteren können wir uns vorstellen, dass es im Zusammenhang mit der erstmaligen Konsolidierung der TRIPLAN AG zu einem außerordentlichen positiven Effekt durch einen bargain purchase kommt.

Bei der BEKO E & I, der BEKO Kft. und der BEKO s.r.o. erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr weiteres Umsatzwachstum bei einer gleichzeitigen Verbesserung des operativen Ergebnisses. 2008 wird bei der AC-Service AG ein Übergangsjahr sein, das geprägt ist durch hohe Investitionen in die IT-Infrastruktur und den Marktauftritt sowie durch eine deutliche Personalaufstockung. Damit wird sich der Ertragsprung voraussichtlich erst im Jahr 2009 einstellen.

Die Aktienkursentwicklung der AC-Service AG in den letzten Monaten hat im Rahmen der Sum-of-Parts Analyse zu einem niedrigeren Wertansatz der Beteiligung geführt. Einen entsprechend positiven Einfluss auf die Sum-of-Parts-Analyse hatte die Aktienkursentwicklung der TRIPLAN AG. So stieg der Aktienkurs seit Anfang 2007 von 2,20 € auf inzwischen 2,85 €.

Zudem halten wir es für gut möglich, dass die BEKO HOLDING AG im Sinne einer stetigen Dividendenpolitik für das abgelaufene Geschäftsjahr eine Dividende von 0,03 bis 0,05 € an die Aktionäre ausschütten wird. Die bilanztechnischen Voraussetzungen im Einzelabschluss wären hierfür gegeben.

Im Rahmen der Sum-of-Parts-Analyse haben wir für die Aktie der BEKO HOLDING AG einen fairen Wert in Höhe von 4,13 € (bislang: 3,98 €) ermittelt. Wir stufen die Aktie der BEKO HOLDING AG daher weiterhin mit KAUFEN ein.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

einsehbar.

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse (n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de

Analysten für diese Studie:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst