

Kaufen

Kursziel: 7,00 €

Kurs: 5,85 €
3.12.2006
Schlusskurs

Letztes Rating/ Kursz.:
n.a. / n.a. €

Letzte Analyse:
n.a.

S&P-Rating: n.a.
n.a.

Anzahl Aktien:
5,4 Mio.

Marktkapitalisierung:
31,6 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,06 %

Beta: 1,1

Rechnungslegung:
IFRS

Kalender: GB 2006
am 28.3.2007

Dividende 2006e: 0,00

ISIN: DE0005110001

Bloomberg: ACV GY

Reuters: ACVG.DE

Thomas Hofmann

Diplom-Kaufmann, CEFA
Investmentanalyst
Tel. +49 711 127-42775
Thomas.Hofmann@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

www.lbbw.de

AC Service

5.12.2006

Fokussierung auf SAP-Dienstleistungen

AC-Service zählt akquisitionsbedingt zur Top-Liga im deutschsprachigen SAP-Dienstleistungsmarkt. Nach der Integration der All for One Midmarket Solutions erwarten wir 2007 den Turnaround, mit weiterem Ergebnispotenzial. Unser Optimismus basiert auf: 1) der erfolgreichen SAP-Vertriebsoffensive im Mittelstand und 2) der Abdeckung der gesamten SAP-Wertschöpfungskette mit entsprechenden Wettbewerbsvorteilen. Daher empfehlen wir die Aktie mit einem Kursziel von 7,0 € zum Kauf.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2005	0,27	0,27	0,6	3,8	21,7
2006e	-0,22	-0,22	0,0	0,0	n.a.
2007e	0,32	0,32	0,0	0,0	18,3
2008e	0,52	0,52	0,0	0,0	11,3

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto- ergebnis Mio. €
2005	45,7	6,6	1,6	3,4 %	1,4
2006e	69,8	4,8	1,6	2,3 %	-1,1
2007e	76,0	7,1	3,1	4,1 %	1,7
2008e	82,0	8,9	4,5	5,5 %	2,7



Stenogramm

- | | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>++ Fokussierung auf Dienstleistungen im SAP-Umfeld
Wettbewerbsvorteil durch</p> <ul style="list-style-type: none"> + Abdeckung der gesamten IT-Wertschöpfungskette Attraktive Bewertung | <p>-- Verlustausweis im laufenden Geschäftsjahr</p> <ul style="list-style-type: none"> - Anhaltend hoher Preisdruck - Geringe Free-Float-Marktkapitalisierung Strategie des Großaktionärs |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie.

Ansprechpartner

Equity Research +49 711 127 -

Leitung Equity Research

Horst Soulier - 74061

horst.soulier@LBBW.de

Leitung Large Caps

Ingo Frommen - 74648

ingo.frommen@LBBW.de

Leitung Mid/Small Caps

Jürgen Graf - 74114

juergen.graf@LBBW.de

Leitung Strategy

Werner Bader - 73063

werner.bader@LBBW.de

Equity Sales +49 711 127 -

Leitung Equity Sales

Uwe Müller-Kasporick - 25050

uwe.mueller-kasporick@LBBW.de

Institutional Sales

Manfred Kuntzsch - 25070

manfred.kuntzsch@LBBW.de

Institutional Client Management

Felix von Lewinski - 25022

felix.vonlewinski@LBBW.de

Verbund Sales Trading

Ralf Schiller - 25060

ralf.schiller@LBBW.de

Institutional Sales Trading

Andreas Radtke - 25065

andreas.radtke@LBBW.de

Derivatives Sales +49 711 127 -

Leitung Derivatives Sales

Jan Krüger - 25110

jan.krueger@LBBW.de

Derivatives Marketing

Oliver Gerst - 25120

oliver.gerst@LBBW.de

Derivatives Sales Institutionals

Jan Krüger - 25110

jan.krueger@LBBW.de

Derivatives Product Management

Volker Honold - 25008

volker.honold@LBBW.de

Inhaltsverzeichnis

Investment Case	4
SWOT-Profil	5
Bewertung	6
Empfehlung	11
Unternehmensprofil	12
Markt und Wettbewerb	16
Unternehmensstrategie / Ausblick	17
Anhang	21

Investment Case

SAP-Dienstleistungsmarkt im Fokus

Durch die Übernahme der All for One Systemhaus GmbH Midmarket Solutions (All for One) hat sich die AC-Service AG auf IT-Dienstleistungen im SAP-Umfeld fokussiert und ist in die Top-Positionen im deutschsprachigen Mittelstand aufgerückt. In den ersten 9 Monaten 2006 trug das Segment SAP-Solutions etwas mehr als die Hälfte (52%) zum Konzernumsatz bei, im Vorjahr lag der Anteil noch bei 25%.

AC-Service als Komplettanbieter

Mit der Übernahme hat sich AC-Service als Komplettanbieter positioniert, der die gesamte Wertschöpfungskette - SAP-Lösungen, Branchenlösungen, Einführungsberatung, Softwarewartung, Betrieb im Managed IT Service-Center - anbietet.

Cross-Selling Potenzial zeigt erste Erfolge

In der betrieblichen Zusammenarbeit mit All for One wird ein mit abgestimmtes Komplettangebot erarbeitet, welches Cross-Selling Potenziale eröffnet. Das dies nicht rein theoretischer Natur ist, zeigt sich schon im laufenden Jahr: Etwa jeder dritte Neukunde des Segments SAP-Solutions entscheidet sich mittlerweile auch für Leistungen von AC-Service aus dem Bereich Managed IT Services.

Dynamisches Marktumfeld

AC-Service agiert in einem vielversprechenden Marktumfeld. Diese Einschätzung gründet auf der wieder anziehenden binnenwirtschaftlichen Nachfrage sowie der allgemein noch geringen Marktdurchdringung des Mittelstandes mit ERP-Software. Hinzu kommt die stärker wachstumsorientierte Anpassung des SAP-Partnermodells, das den Partnern einen größeren Teil des Kuchens zukommen lässt.

Einmalige Ergebnisbelastung durch Übernahme

Der Kauf der All for One verursachte einmalige Kosten für die Kreditbereitstellung und die Arrangierung der Akquisitionsfinanzierung. Das Nettoergebnis konnte daher nicht mit dem Wachstum von Umsatz und operativem Ergebnis mithalten.

Solide Bilanzrelationen

Der komplett fremdfinanzierte Erwerb von All for One lässt die Eigenkapitalquote von 63% per Ende 2005 auf 40% per 30.09.2006 abschmelzen. Die Bilanzrelationen sind allerdings nach wie vor als solide zu bezeichnen, zumal die Ertragslage sowie der operative Mittelzufluss mittelfristig wieder eine Quote von über 50% erwarten lassen.


Umsatz- und Gewinnprognose für AC-Service

(Mio. €)	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	48,3	44,5	45,7	69,8	76,0	82,0
Veränd. ggü. Vj. (in %)	n.a.	-7,8	2,7	52,8	8,9	7,9
EBITDA	7,7	6,4	6,6	4,8	7,1	8,9
Marge (in %)	16,0	14,3	14,5	6,9	9,3	10,8
EBIT	1,3	-0,9	1,6	1,6	3,1	4,5
Marge (in %)	2,7	-2,0	3,4	2,3	4,1	5,5
Jahresüberschuss	1,4	-2,1	1,3	-1,1	1,7	2,7
Marge (in %)	2,9	-4,8	2,8	-1,6	2,2	3,3
EPS (in €)	0,21	-0,43	0,27	-0,22	0,32	0,52

Quelle: LBBW

Kursziel: 7,0 €
Rating: Kaufen

Im zweiten Halbjahr 2006 wird AC-Service unseres Ermessens wieder ein positives Ergebnis ausweisen, das jedoch die Verluste des ersten Semesters nicht ausgleichen dürfte. Erst im nächsten Geschäftsjahr sollte die Gewinnschwelle nachhaltig erreicht werden können, um danach sukzessive wieder an „normale“ Renditeniveaus anzuknüpfen. Auf Basis unserer Umsatz- und Gewinnerwartungen haben wir anhand verschiedener Bewertungsmodelle ein Kursziel



der Aktie von AC-Service in Höhe von 7,0 € ermittelt womit der Titel sich als Kaufkandidat klassifiziert.

SWOT-Profil

Stärken

- Die klare Profilierung von AC-Service als Komplettanbieter im auf SAP-Produkte fokussierten IT-Dienstleistungssektor ist ein klarer Wettbewerbsvorteil.
- AC-Service hat sich in der Top-Liga der SAP-Dienstleister im deutschsprachigen Raum etabliert. Diese Position bietet den Kunden eine gewisse Sicherheit, dass AC-Service auch längerfristig noch als Ansprechpartner zur Verfügung steht.
- Langjährige Branchenerfahrung auch mit Blick auf die Partnerschaft mit SAP.
- Auch nach den Übernahmen weist AC-Service solide Bilanzrelationen auf.

Schwächen

- Durch die geografische Fokussierung auf Deutschland, Österreich und Schweiz kann AC-Service nicht an der überdurchschnittlichen Dynamik internationaler Wachstumsregionen teilhaben.
- Geringer Free Float schränkt Engagement großer Kapitalanleger ein.

Chancen

- Durch die enge Anbindung an SAP-Produkte kann AC-Service von der Vertriebs-offensive der Walldorfer im Mittelstandssegment profitieren.
- Die Konzernstruktur bietet nach der Übernahme von All for One umfangreiches Cross Selling Potenzial.
- Die zunehmend freundlichere Binnenkonjunktur dürfte auch die Investitionsbereitschaft der Zielkunden von AC-Service positiv beeinflussen.

Risiken

- Der IT-Dienstleistungsmarkt ist geprägt durch einen aggressiven Wettbewerb. Hier könnte AC-Service zu Preiszugeständnissen gezwungen sein, die in unserer Umsatz- und Gewinnprognose nicht vollumfänglich berücksichtigt wurden.
- Die Rekrutierung von qualifiziertem Personal gestaltet sich zunehmend schwieriger, so dass AC-Service stärker als von uns angenommen auf Fremdleistungen angewiesen sein könnte mit den entsprechend negativen Auswirkungen auf die Rentabilitätssituation.
- Die zukünftige Entwicklung von AC-Service hängt im Wesentlichen von einer erfolgreichen Umsetzung der Vertriebsoffensive von SAP und deren Zusammenarbeit mit den Partnern ab.
- Unklare strategische Marschrichtung des Großaktionärs BEKO Holding.
- Das Segment Managed IT-Services weist eine unausgewogene Kundenstruktur auf, so dass der Wegfall einzelner Kunden spürbare negative Folgen auf Umsatz- und Ertragsseite nach sich ziehen könnte.

Bewertung

Multiplikatorbewertung

PeerGroup

Bei der Zusammenstellung einer Vergleichsgruppe zur relativen Bewertung der Aktie von AC-Service haben wir uns auf deutsche Unternehmen konzentriert, deren Geschäftsschwerpunkt im IT-Service-Bereich liegt. Idealerweise wäre eine weitere Einschränkung auf Dienstleistungen im SAP-Umfeld erfolgt, was jedoch die Anzahl der Vergleichsunternehmen unseres Ermessens zu stark begrenzt hätte.

Der strategische Fokus der **CENIT AG** liegt auf Beratungs- und Servicedienstleistungen für Product Lifecycle Management, Outsourcing und Enterprise Content Management Lösungen. Das Angebot reicht über die Auswahl geeigneter PLM Software über die Prozesskettenberatung und Einführungen der Lösungen beim Kunden bis hin zu umfassenden Serverice-Leistungen rund um PLM und IT-Outsourcing.

Das Leistungsspektrum der **GFT Technologies AG** reicht von Beratung, Systemintegration, Anwendungsentwicklung und -betrieb bis zu Outsourcing von IT-Einkaufsprozessen. Die Schwerpunkte liegen im Bereich der Finanzdienstleistungs-IT, auf Portallösungen zur Unterstützung von Vertriebs- und Serviceprozessen sowie Software und Lösungen für das Dokumenten-Prozessmanagement.

Das Software- und IT-Beratungshaus **IDS Scheer AG** entwickelt Lösungen für Geschäftsprozessmanagement in Unternehmen und Behörden. Der Absatz der eigenen ARIS-Software erfolgt neben der eigenen Vertriebsmannschaft auch in Zusammenarbeit mit renommierten Softwareentwicklern wie SAP oder Oracle. Der Umsatzschwerpunkt von IDS Scheer liegt noch im Beratungsgeschäft.

Als SAP Business-, Service- und Support-Alliance- sowie Global Partner Hosting und Global Services Partner realisiert die **itelligence AG** für über 2.500 Kunden weltweit komplexe Projekte im SAP-Umfeld. Wie AC-Service erhielt auch itelligence den Gold-Partner-Status der SAP. Mit dem umfassenden Leistungsspektrum – von SAP-Strategie-Beratung, SAP-Lizenzvertrieb über selbstentwickelte SAP-Branchenlösungen bis hin zu Outsourcing & Services ist itelligence das am besten mit AC-Service vergleichbare Unternehmen.

Die **PC-Ware Information Technologies AG** zählt sich zu den führenden herstellerunabhängigen IT-Dienstleistern in Europa und bietet ihren Kunden ein breites Dienstleistungsspektrum von der Lizenzierung von Standardsoftware und Softwaremanagement über Systemsupport und selbst entwickelte Software-Lösungen bis hin zur kompletten Systemhausleistung und Finanzierungsmöglichkeiten über eigene Tochtergesellschaften.

Die **REALTECH AG** entwickelt Softwarelösungen und IT-Dienstleister für Technologie-Consulting. Zielsetzung ist es, die IT-Struktur der Kunden sicher, hochverfügbar und effizient zu gestalten. Das Produktportfolio des wie SAP in Walldorf beheimateten Unternehmens wird mit umfassenden Softwarelösungen für das Applikations- und Systemmanagement abgerundet.

Auf Basis marktführender Standardsoftware betätigt sich die **syskoplan AG** als Software-Integrator und Beratungspartner, mit auf spezifische Kundenanforderungen angepassten Lösungen, die in deren vorhandene Infrastruktur integriert werden. Dabei konzentriert sich syskoplan auf ganzheitliche CRM-Lösungen für die die Geschäftsfelder Customer Relationship Management, Business Intelligence, Supply Chain Management und IT-Management relevant sind. Außerdem bietet syskoplan branchenneutral Rechenzentrumsdienstleistungen an.

Die nachfolgende Tabelle enthält die Basisdaten für die vergleichende Bewertung von AC-Service in Relation zu den durchschnittlichen Multiples der Peer Group:

Basisdaten des Multiplikatorenvergleichs

Unternehmen	Kurs (€)	Anzahl Aktien (Mio.)	Marktkapit. (Mio. €)	Net debt (Mio. €)	Enterpr. Value (Mio. €)	Eigenkapital (Mio. €)	Umsatz (Mio. €)		
	29.11.06						06e	07e	08e
AC-Service	5,76	5,2	29,8	5,6	35,4	24,9	69,8	76,0	82,0
CENIT AG	13,87	8,4	116,1	-6,8	109,3	21,6	81,6	86,4	92,8
GFT Techn.	2,7	26,3	71,1	-12,5	58,6	46,5	172,8	195,0	217,2
IDS Scheer	15,12	32,0	483,7	-27,9	455,8	192,7	343,5	390,0	445,0
Intelligence	3,33	22,3	74,2	2,0	76,3	28,0	160,0	176,0	183,7
PC-Ware AG	13,8	6,1	84,5	-15,2	69,3	61,7	710,0	812,0	937,8
REALTECH AG	9,2	5,1	46,8	-27,7	19,1	44,4	53,7	57,5	61,4
syskoplan AG	7,62	4,2	32,0	-14,2	17,8	25,5	46,4	51,2	55,4

Unternehmen	EBITDA (Mio. €)			EBIT (Mio. €)			EPS (€)		
	06e	07e	08e	06e	07e	08e	06e	07e	08e
AC-Service	4,80	7,05	8,9	1,6	3,1	4,5	-0,22	0,32	0,52
CENIT AG	12,4	14,6	16,2	11,3	13,6	15	0,97	1,13	1,22
GFT Techn.	7,1	11,4	12,8	5,9	9,8	10,3	0,14	0,26	0,29
IDS Scheer	37,1	46,8	56,3	28	39,0	48	0,55	0,76	0,96
Intelligence	10,3	14,2	16,1	6,6	10,2	12	0,18	0,26	0,32
PC-Ware AG	13,8	18,8	24,7	11,8	16,8	20,4	1,12	1,59	1,85
REALTECH AG	4,1	4,9	5,7	2,7	3,2	3,7	0,37	0,43	0,52
syskoplan AG	5,9	6,4	6,8	4,2	4,5	4,7	0,60	0,54	0,58

Quelle: LBBW, JCF, Reuters, Bloomberg

Die Analyse der verschiedenen Multiplikatoren zeigt – mit Ausnahme des Kurs-Buchwert-Verhältnisses – eine überdurchschnittliche Bewertung der Aktie von AC-Service auf Basis unserer Prognosen für das laufende Geschäftsjahr. Im Zeitablauf relativiert sich diese allerdings spürbar und kehrt sich auf Basis unserer Schätzungen für 2008 bei den Multiplikatoren EV/EBIDA und KGV sogar in eine unterdurchschnittliche Bewertung um. Dieser Verlauf ist auf die von einer niedrigeren Basis ausgehend überdurchschnittlich dynamisch steigende Rentabilität zurückzuführen. Das prognostizierte EBITDA der Peer Group steigt von 2006 bis 2008 um durchschnittlich 50%, das von AC-Service um 105%. Bei der Kennzahl EBIT betragen die erwarteten Zuwachsraten 55% für die Peer Group bzw. 161% für AC-Service. Im Ergebnis liefert der relative Vergleich somit keine eindeutige Aussage pro oder contra AC-Service. Sollte der Markt allerdings die Ergebnisdynamik zur Kenntnis nehmen, halten wir einen Aufschlag gegenüber der Peer Group für durchaus wahrscheinlich.

Multiplikatorenvergleich AC-Service AG

Unternehmen	Kurs-/ Buchwert	EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT			KGV		
		06e	07e	08e	06e	07e	08e	06e	07e	08e	06e	07e	08e
CENIT AG	5,4	1,3	1,3	1,2	8,8	7,5	6,7	9,7	8,0	7,3	14,3	12,3	11,4
GFT Techn.	1,5	0,3	0,3	0,3	8,3	5,1	4,6	9,9	6,0	5,7	19,3	10,4	9,3
IDS Scheer	2,5	1,3	1,2	1,0	12,3	9,7	8,1	16,3	11,7	9,5	27,5	19,9	15,8
Intelligence	2,6	0,5	0,4	0,4	7,4	5,4	4,7	11,6	7,5	6,4	18,5	12,8	10,4
PC-Ware AG	1,4	0,1	0,1	0,1	5,0	3,7	2,8	5,9	4,1	3,4	12,3	8,7	7,5
REALTECH AG	1,1	0,4	0,3	0,3	4,7	3,9	3,4	7,1	6,0	5,2	24,9	21,4	17,7
syskoplan AG	1,3	0,4	0,3	0,3	3,0	2,8	2,6	4,2	4,0	3,8	12,7	14,1	13,1
Median	1,5	0,4	0,3	0,3	7,4	5,1	4,6	9,7	6,0	5,7	18,5	12,8	11,4
AC-Service	1,2	0,5	0,5	0,4	7,4	5,0	4,0	22,1	11,4	7,8	neg.	18,0	11,1

Quelle: LBBW

Wertschöpfungsanalyse

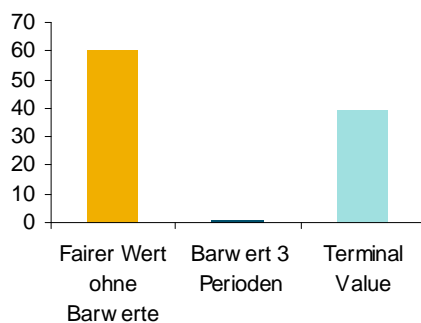
Ein Unternehmen schafft Wert, wenn der Return auf das investierte Vermögen (ROCE) dessen Opportunitätskosten (WACC) übersteigt. Die Differenz bezeichnen wir als Wertschöpfung. Der Barwert der zukünftigen Wertschöpfung zuzüglich des investierten Vermögens (Capital employed), abzüglich der Verbindlichkeiten stellt den fairen Wert des Eigenkapitals (FW) dar. Verdient ein Unternehmen genau seine Kapitalkosten (Wertschöpfung gleich Null), sollte finanzmarkttheoretisch der faire Wert des Eigenkapitals dem fairen Wert des (schuldenfreien) investierten Vermögens entsprechen. Weicht die Marktkapitalisierung vom fairen Wert der Aktie ab, so signalisiert dies eine Unter- (Marktkapitalisierung < Fairer Wert) bzw. Überwertung (MK > FW) des Titels. Im Fall der AC-Service AG ergibt unser Modell einen fairen Wert der Aktie, der mit rd. 7,40 € relativ deutlich über dem aktuellen Börsenkurs von 5,9 € liegt.

Bewertung		Modellparameter	
Barwerte	Mio €	Mittelfristig (2009 - 2013)	
12/2006e	(0)	ROCE (%)	7,5
12/2007e	(0)	WACC	6,5
12/2008e	1	Wachstum Capital employed (%)	3,0
Terminal / Continuing value	14		
Summe künftiger Wertschöpfung	14		
Capital employed (12/2005)	29	Langfristig (ab 2014)	
Fairen Wert (EK + FK)	44	ROCE (%)	7,5
Adjustierungsfaktor	1,06	WACC	6,2
Fairen aktueller Wert (EK + FK)	47	Wachstum Capital employed (%)	3,0
Verbindlichkeiten (12/2005)	(8)		
Fairen Wert des Eigenkapitals	38		
Marktkapitalisierung	30		
Abschlag (%)	21		
Fair value je Aktie (€)	7,4		

Quelle: LBBW

Wir verwenden ein dreiphasiges Modell, um den erwarteten Geschäftsverlauf besser abbilden zu können. 2006 bis 2008 ist unsere Detailplanungsperiode. Ab 2009 beginnt unsere mittelfristige Periode und erstreckt sich über einen Zeitraum von 5 Jahren. Die Wachstums- und Renditeprognosen orientieren sich stark an der Entwicklung der Detailplanungsperiode, sofern dem keine unternehmensspezifischen Gründe entgegenstehen. Wie schon bei der Beurteilung der Ergebnisse der Multiplikatorbewertung, basiert der faire Wert nicht so sehr auf der Wertschöpfung der Detailplanungsperiode (weniger als 5% Wertanteil) als vielmehr auf dem Wert des Capital employed (58%) sowie des Terminal value (38%).

Zusammensetzung fairer Wert



Quelle: LBBW

Die wesentlichen Einflussfaktoren zur Ermittlung des fairen Wertes nach unserem Shareholder value Modell sind in der folgenden Tabelle nachzuvollziehen:

in %	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	Mittelfr.	Langfr.
ROCE	3,4	-3,1	6,1	5,1	5,6	8,3	7,5	7,5
WACC	7,2	7,9	7,0	7,0	5,6	6,4	6,5	6,3
Wertschöpfung	-3,9	-11,0	-0,9	-1,9	0,0	1,9	1,0	1,2
Wachstum CE	-1,9	-19,7	12,6	54,4	-1,0	1,1	3,0	3,0

Quelle: LBBW

Die Variation der wichtigsten Werttreiber zeigt, dass die sich ergebende Unterbewertung relativ stabil ist. So führt auch ein Anstieg der langfristigen Kapitalmarktzinsen um 50 Basispunkte ceteris paribus nur zu einer Verringerung des fairen Wertes auf 6 €. Gleiches gilt, wenn wir unsere Prognose für den langfristigen ROCE um 50 Bp verringern.

Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert nach einer Zinsänderung		LBBW							
Kapitalmarktzins (%)	2,76	3,01	3,26	3,51	3,76	4,01	4,26	4,51	4,76
WACC (%)	5,6	5,8	6,1	6,3	6,5	6,7	6,9	7,2	7,4
Fairer Wert je Aktie (€)	11,6	10,3	9,2	8,2	7,4	6,7	6,1	5,5	5,0
Fairer Wert in Relation zu mittelfr. ROCE		LBBW							
Mfr. ROCE (%)	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5
Fairer Wert je Aktie (€)	6,0	6,4	6,7	7,1	7,4	7,8	8,1	8,5	8,8
Fairer Wert in Relation zu langfr. ROCE		LBBW							
Lfr. ROCE (%)	6,5	6,75	7	7,25	7,5	7,75	8	8,25	8,5
Fairer Wert je Aktie (€)	5,4	5,9	6,4	6,9	7,4	7,9	8,4	9,0	9,5

Quelle: LBBW

Empfehlung

Der Multiplikatorenvergleich signalisiert erst bei einem weiter in der Zukunft liegenden Zeithorizont eine attraktive Bewertung. Der aus unserem Shareholder value Modell abgeleitete faire Wert der Aktie liegt mit 7,4 € deutlich höher als der aktuelle Börsenkurs, aber auch hier beginnen die wertschaffenden Perioden erst am Ende unserer Detailplanungsperiode. Vor diesem Hintergrund halten wir einen Abschlag von 5% auf den ermittelten fairen Wert für angemessen und beurteilen die Aktie daher mit einem Kursziel von 7 € als Kaufkandidat.

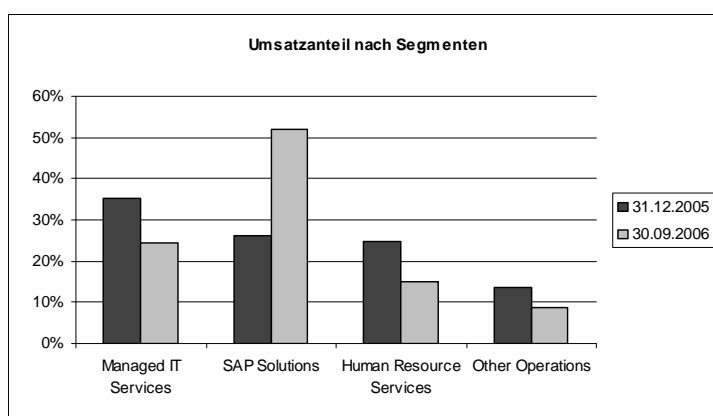
Unternehmensprofil

Die AC-Service AG ist ein schwerpunktmäßig in Deutschland (55% Anteil am Konzernumsatz per Ende 2005), Österreich (7%) und der Schweiz (24%) tätiger IT-Komplettanbieter für Mittelstandslösungen. Das Leistungsangebot entlang der gesamten IT-Wertschöpfungskette umfasst unter anderem SAP-Lizenzen, Softwarewartung, Branchenlösungen, Business Consulting, Business Intelligence, Managed IT-Services, Payroll und Human Capital Management sowie HR Business Process Outsourcing. Auf die drei Kernbranchen Maschinenbau, Automotive und Service-Provider fokussiert, betreut die seit über 45 Jahren tätige AC-Gruppe mittlerweile über 1.200 Kunden. Daneben betreibt AC-Service noch spezielle IT-Hardware Dienstleistung für kommunale Einrichtungen in Luxemburg.

Rund 52% der insgesamt 5,17 Mio. umlaufenden Aktien befinden sich in den Händen des Großaktionärs BEKO HOLDING, knapp 3% hält der Vorstand so dass der Free float bei ca. 45% liegt. Bei einem Aktienkurs von 6 € entspricht dies einem Betrag in Höhe von ca. 14 Mio. €. Das ursprünglich als reine Finanzbeteiligung eingegangene Engagement besitzt mittlerweile strategische Bedeutung, wobei die starke Präsenz des Großaktionärs in Österreich der AC-Service AG bei der Erschließung dieses Marktes zugute kommt. Neben der AC-Service ist die BEKO HOLDING auch Großaktionär bei anderen Technologieunternehmen (TRIPLAN AG, TeleTrader Software AG, Brain Force Holding AG).

Fokussierung auf IT-Dienstleistungen im SAP-Umfeld

Nach der Übernahme der All for One stellt der Bereich SAP Solutions mit über 50% das bedeutendste Geschäftssegment dar. Managed IT-Services repräsentiert 25% des Konzernumsatzes, Human Resource Services 15% und die sonstigen Tätigkeiten knapp 10%. Im laufenden Geschäftsjahr geht das Management davon aus, inklusive der Akquisition von All for One einen Umsatz in Höhe von 67 bis 70 Mio. (+50% gegenüber 2005) generieren zu können. Per 30.09.2006 beschäftigte AC-Service 435 Mitarbeiter, was im Jahresvergleich – ebenfalls weitgehend akquisitionsbedingt – einem Zuwachs um gut 40% entspricht.



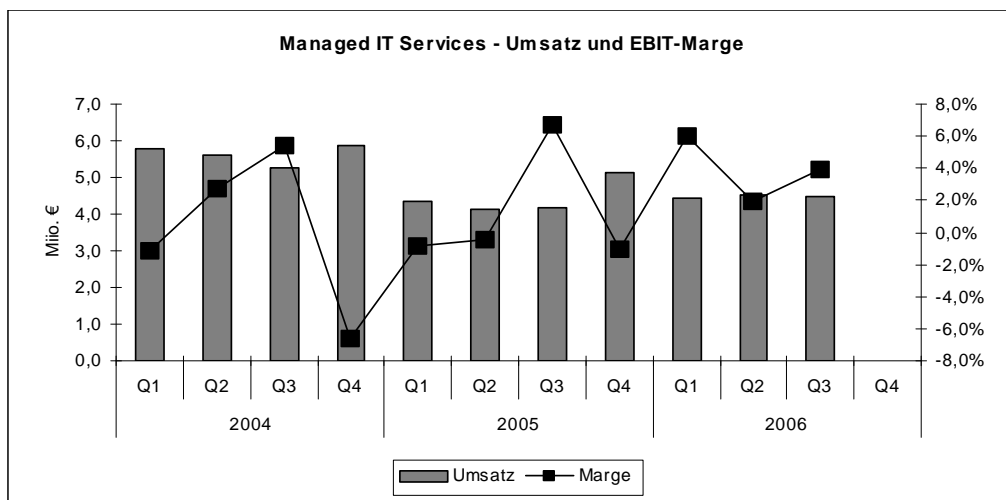
Quelle: AC-Service AG

Der größte Anteil des Umsatzes wurde 2005 in Deutschland mit 55% erzielt, gefolgt von der Schweiz (24%) und Österreich mit 7%.

Die Umsätze mit Outsourcing-Dienstleistungen waren 2005 entsprechend der Bedeutung des Segments Managed IT-Services die bedeutendste Dienstleistung (42%) gefolgt von Umsätzen aus Beratungsleistungen (33%). Die restlichen 25% verteilten sich auf Umsätze aus Vermietung (9%), Softwarewartung (4%), Softwarelizenzen (4%), Hardwareverkauf (2%) und sonstigen Dienstleistungen (6%). Die Akquisition von All for One dürfte, wie bei der segmentspezifischen Aufteilung, zu einer deutlichen Verschiebung zugunsten der Umsätze aus IT-Beratung sowie Softwarelizenzen und Softwarewartung führen.

Managed IT-Services

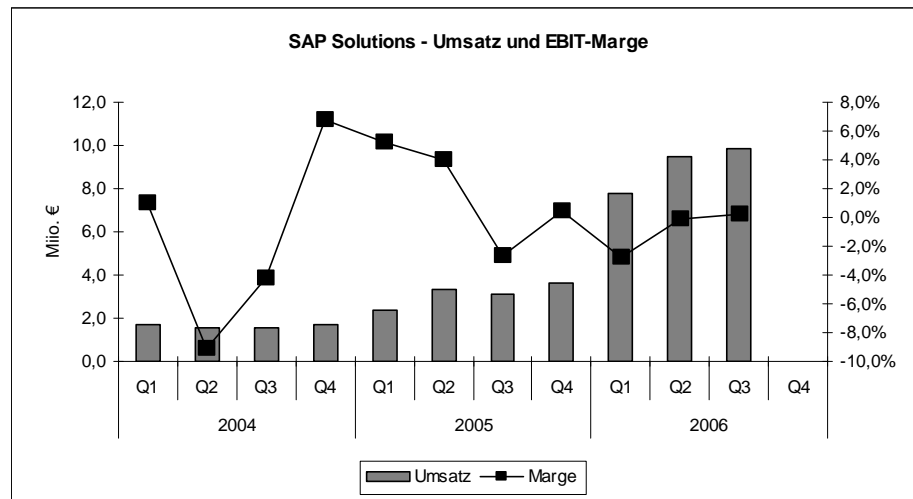
Im Geschäftsbereich Managed IT Services entwickelt, plant und realisiert AC-Service umfassende Betriebskonzepte für komplexe IT-Infrastruktur-Projekte, wie sie vor allem bei mittleren und größeren sowie oft international tätigen Unternehmen anzutreffen sind. Die technische Betreuung der Systeme und Anwendungen erfolgt im Outsourcing-Service-Center, zunehmend jedoch auch über Fernbetreuung, so genannten „Remote Support Services“ oder vor Ort im Hause der Anwenderunternehmen. Damit übersteigt das Leistungsangebot des Geschäftsbereichs die reinen Outsourcing-Dienstleistungen bei weitem. Als sogenannter „SAP Business Partner“ arbeitet der Geschäftsbereich zudem auch im Bereich von SAP-Lizenzen eng mit dem Geschäftsbereich SAP Solutions und weiteren ausgewählten, konzernfremden Partnern zusammen. Die Outsourcing-Service-Center befinden sich in Deutschland, Österreich und der Schweiz und werden durch so genannte „Back-up-Service-Center“ ergänzt. Diese Rechenzentrumsstandorte verfügen über eine nahezu identische Ausstattung wie die primären Outsourcing-Service-Centern und übernehmen in Ernstfällen die Fortsetzung des IT-Betriebs. In der jüngeren Vergangenheit wurde auch die Geschäftstätigkeit des Segments Managed IT Services durch eine vertiefte vertriebliche Zusammenarbeit mit All for One geprägt.



Quelle: AC-Service AG

SAP Solutions

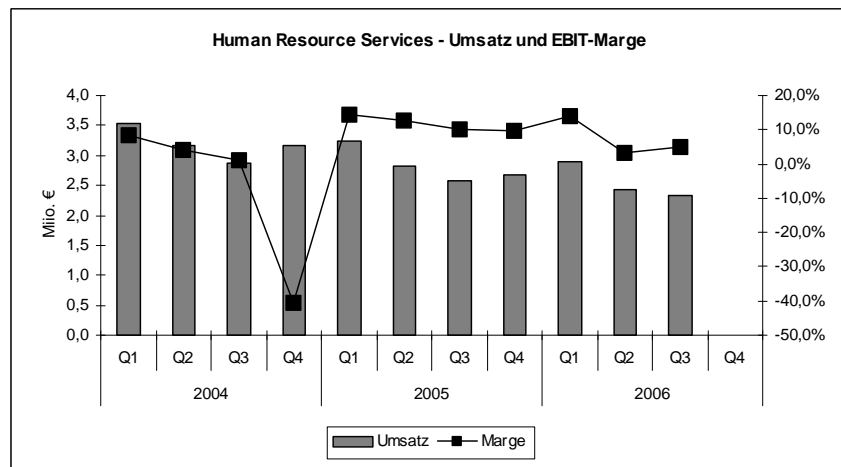
SAP Solutions ist das am dynamischsten wachsende Segment von AC-Service. Mit dem Einbezug der Akquisitionen Process Partner und KWP in 2005 sowie All for One Anfang 2006 ist AC-Service in die Gruppe der im deutschsprachigen Raum führenden SAP-Dienstleister aufgerückt. Das Leistungsangebot ist auf die drei Kernbranchen Maschinenbau, Automotive und Service-Provider fokussiert und umfasst zudem branchenübergreifende Angebote wie Business Intelligence, Dienstleistungsprozesse, Spezielle Geschäftsabläufe sowie Personalwesen. Im Bereich Business Intelligence stehen Lösungen für Geschäftsdatenanalyse und -präsentationen (Business Information Warehouse) sowie unternehmensweite Informationsportale (Enterprise Portals) auf der Basis der Anwendungs- und Integrationsplattform SAP Netweaver im Vordergrund. Der Kern des Angebots im Bereich der Speziellen Geschäftsprozesse bilden Lösungen für Dokumentenmanagement, Eingangsbearbeitung (Work flow), Management von Kundenbeziehungen (CRM) oder überbetrieblichen Geschäftsabläufen (SCM).



Quelle: AC-Service AG

Human Resource Services

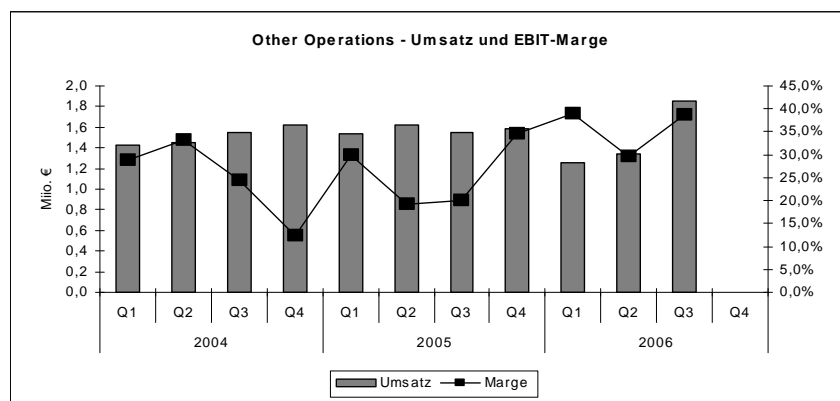
Unter der Dachmarke ACCURAT ist das Segment Human Resource Services auf Beratungs- und Outsourcing-Dienstleistungen für Personaladministration sowie auf Geschäftsprozessoptimierung und Systemintegration spezialisiert. Im Wesentlichen umfasst die Kundenliste Unternehmen aus den drei Kernbereichen Public Sector (Öffentlicher Dienst), sowie Dienstleistung/Handel/Industrie und Banken/Finanzwesen/Versicherungen. Zudem wird auch die Übernahme der gesamten Personaladministration (HR Business Process Outsourcing) auf Basis der eigenen Softwareplattform ACCURAT Multipers für die Entgeltabrechnung sowie ACCURAT Office für das Personalmanagement angeboten.



Quelle: AC-Service AG

Other Operations

Unter dem Segment Other Operations ist im Wesentlichen das IT-Leistungsangebot der AC-Service in Zusammenarbeit mit der Syndicat Intercommunal de Gestion Informatique (SIGI) für die rund 100 Gemeinden von Luxemburg, sowie Ministerien, Regierungsbehörden und Kammern zusammengefasst. Das Leistungsangebot von AC-Service umfasst Technologieservices, Bereitstellung von Hard- und Softwaresystemen, Vor-Ort-Unterstützung, eGovernment für interkommunale Zusammenarbeit sowie die Übernahme von Betriebsverantwortung für die dem Interessenverband angeschlossenen Abnehmer.



Quelle: AC-Service AG

Markt und Wettbewerb

Der Markt für Informationstechnik und Telekommunikation (ITK) wird gemäß den Prognosen des Branchenverbandes BITKOM 2006 um 2,5% und 2007 um 1,6% auf dann knapp 150 Mrd. € zulegen. Dem im Zusammenhang mit AC-Service stärker interessierenden Marktsegment Informationstechnologie traut BITKOM ein hierzu überdurchschnittliches Wachstum zu. So sollen die Softwareumsätze in Deutschland im laufenden Jahr um 5,5% auf 17 Mrd. € ansteigen um 2007 mit +5,7% sogar noch etwas an Dynamik zulegen. Dem deutlich größeren Markt für IT-Dienstleistungen wird mit +4,5 bzw. +4,6% ein nur leicht niedrigeres Wachstum prognostiziert. Aktuelle Marktumfragen bestätigen dieses Bild: Die Mehrzahl der im Rahmen des BITKOM-Branchenbarometers befragten Unternehmen erwarten steigende Umsätze und Erträge wobei auch die Segmente Software und IT-Dienstleistungen ein sehr freundliches Szenario skizzieren. Dieser Optimismus gilt dank der mittlerweile wieder anziehenden Binnenkonjunktur auch hinsichtlich der Umsatzerwartungen mit Abnehmern aus dem Mittelstand. Im Zusammenhang mit der Initiative von SAP, die Software der Walldorfer unter intensiverer Einbeziehung von Partnern stärker im Mittelstand zu etablieren sehen die branchenspezifischen Aussichten für AC-Service sehr gut aus.

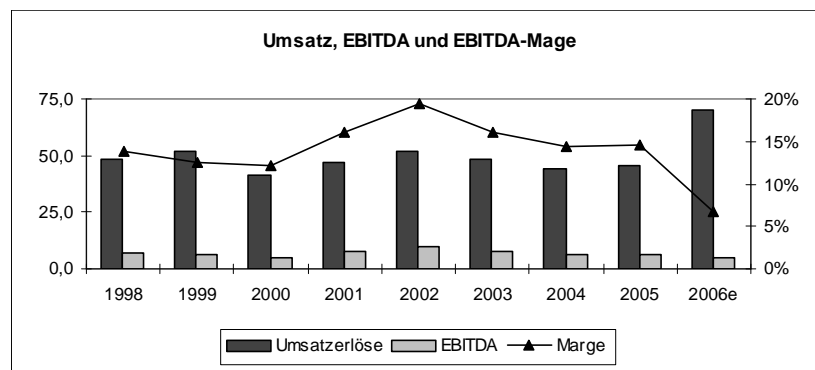
Allerdings zeigt das Wachstum auch zunehmend seine Schattenseiten: Der zur Erzielung höherer Umsätze notwendige Personalausbau wird zunehmend zum Problem. So gaben 2006 rund 1/3 aller befragten ITK-Unternehmen an, Probleme bei der Rekrutierung neuer Fachkräfte zu haben. Im Vorjahr lag der Anteil noch bei 23% und 2004 bei lediglich 15%. Wir rechnen hier nicht mit einer baldigen Besserung.

AC-Service konkurriert auf den wichtigsten Teilmärkten (SAP-Lösungen, Outsourcing, Human Resource Lösungen) mit wenigen, ebenso fokussierten Wettbewerbern. Die großen Player der Branche haben den Mittelstand noch nicht für sich entdeckt, allenfalls das Thema Outsourcing ist zunehmend als Commodity anzusehen. Solange SAP mit der Mittelstandsoffensive erfolgreich bleibt - wofür wir derzeit keine gegenläufigen Anhaltspunkte haben - stellt die Wettbewerbssituation zumindest mittelfristig kein ernsthaftes Problem für AC-Service dar.

Unternehmensstrategie / Ausblick

Historie mit nur verhaltener Geschäftsdynamik

In der Vergangenheit konnte die Geschäftsentwicklung von AC-Service keine Begeisterungstürme auslösen. Der Umsatz schwankte um 50 Mio. € mit zuletzt fallender Tendenz, die EBITDA-Marge verharrte im Bereich von 15%, so dass auch das absolute EBITDA in einer Spanne zwischen 5 und 10 Mio. € pendelte. Ursachen hierfür waren vor allem der anhaltende Margendruck im IT-Outsourcing sowie die allgemeine Investitionszurückhaltung in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends.



Quelle: AC-Service AG, LBBW

Die obige Grafik zeigt, dass 2006 aller Voraussicht nach ein im historischen Vergleich auffälliger Umsatzsprung generiert werden kann. Daran schließen sich unseres Ermessens automatisch zwei für die Beurteilung der Aktie zentrale Fragen an:

- **Wird das Ergebnis den Umsatzsprung nachvollziehen?**
- **Führt die Akquisition von All for One nur zu einer Fortsetzung der „lethargischen“ Umsatz- und Ergebnisentwicklung auf höherem Niveau oder besteht eine realistische Chance auf eine dynamischere Aufwärtsbewegung?**

2006 noch von Sondereinflüssen geprägt

In den ersten 9 Monaten des laufenden Geschäftsjahres konnte AC-Service dem Umsatz um 54% auf 51,3 Mio. € steigern. Der Zuwachs ist überwiegend auf den All for One erweiterten Konsolidierungskreis zurückzuführen, wie auch aus der segmentspezifischen Analyse hervorgeht:

Segmentberichterstattung 9 Monate 2006

(Mio. €)	2006	2005
Umsätze		
Managed IT-Services	12.622	11.430
Delta YoY	10,4%	
SAP Solutions	26.607	8.504
Delta YoY	212,9%	
HR Services	7.668	8.628
Delta YoY	-11,1%	
Others	4.447	4.730
Delta YoY	-6,0%	
Konzern	51.344	33.292
Delta YoY	54,2%	
EBIT		
Managed IT-Services	526	20
Marge	4,2%	0,2%
SAP Solutions	-205	105
Marge	-0,8%	1,2%
HR Services	600	1089
Marge	7,8%	12,6%
Others	1.606	1.256
Marge	36,1%	26,6%
Konzern	1.042	1.195
Marge	2,0%	3,6%

Quelle: AC-Service AG

Das Segment SAP Solutions weist nach 9 Monaten einen mehr als verdoppelten Umsatz von 26,6 Mio € auf. Hier spiegelt sich die Einbeziehung der Umsätze von All for One und KWP wider. Während die Umsätze mit Softwarelizenzen und -beratung besser als von AC-Service erwartet ausfielen, blieben die Beratungsumsätze hinter diesen zurück. Ursächlich für letzteres waren Kapazitätsprobleme bei dem Personaleinsatz. Das gemessen am Umsatz zweitgrößte Segment Managed IT-Services konnte den Umsatz um gut 10% ausweiten. Diese über den Erwartungen liegende (organische) Entwicklung beruht auf einer Erweiterung des Leistungsangebotes, erfreulich verlaufenden Projektumsätzen mit technologischen Beratungsleistungen und einer intensivierten Zusammenarbeit mit All for One. Vor allem der sich verschärfende Preisdruck im klassischen Abrechnungsgeschäft führten im Segment Human Resource Services zu einem spürbaren Umsatzrückgang von knapp 12%. Der Ausbau des HR Business Process Outsourcing Angebots konnte diesen Rückgang nicht kompensieren.

Die Ertragslage ist im laufenden Geschäftsjahr von mehreren Sondereffekten geprägt. Die Akquisition von All for One verursachte Kosten im Zusammenhang mit der Kreditbereitstellung in Höhe von 0,2 Mio. € und weitere 0,4 Mio. € für die Arrangierung des Kreditvertrages. Auf die laufenden steuerlichen Verluste wurden zudem keine latenten Steuererträge angesetzt, so dass der ausge-

wiesene Steueraufwand mit 1,6 Mio. € deutlich über dem Vorjahr lag. Liquiditätswirksam waren hiervon allerdings nur 0,5 Mio. €. Nicht außerordentlicher aber vorübergehender Natur waren nicht näher quantifizierte Probleme bei der Personalentwicklung, die nicht mit der besser als erwartet ausgefallenen Zunahme des Neu- und Bestandskundengeschäfts mithalten konnte, so dass verstärkt Fremdleistungen genutzt werden mussten. Per Saldo verzerren somit die ausgewiesenen Ergebnisgrößen EBIT (-12,8% YoY) und negativer Jahresüberschuss (-1,3 Mio. € nach +0,6 Mio. € im Vorjahr) die operative Ergebnisentwicklung. Das für diesen Vergleich besser geeignete EBITA konnte nach 9 Monaten um 0,4 Mio. € auf 1,757 Mio. (+28,4%) gesteigert werden. Mit Blick auf das letzte Quartal des laufenden Geschäftsjahres hält das Management an den bisherigen Aussagen fest, dass für 2006 ein Umsatz in Höhe von 67 bis 70 Mio. € und ein EBITA von 2,4 bis 2,9 Mio. € erzielt werden soll. Wir sehen keinen Grund dies anzuzweifeln, so dass unsere Schätzung für 2006 (Umsatz: 69,8 Mio. €, EBITA 2,6 Mio. €, EPS -0,22 €) diese Guidance widerspiegelt.

Strategische Fokussierung verspricht spürbare Umsatz- und Ergebnissteigerung

Mit der Übernahme der All for One Systemhaus GmbH im Februar dieses Jahres hat AC-Service den Grundstein für die aussichtsreiche strategische Weiterentwicklung gelegt. All for one ist ein klar fokussiertes SAP-Systemhaus, das mit einem Umsatz von 23 Mio. € auch in absoluten Zahlen zu spürbaren Veränderungen bei Umsatz und Ergebnis führt. Die „neue“ AC-Service AG zählt zu den führenden SAP-Dienstleistern im deutschsprachigen Mittelstand, die zudem als Komplettanbieter die komplette Wertschöpfungskette abdeckt. Wir gehen daher davon aus, dass das Unternehmen maßgeblich von der Mittelstandsoffensive von SAP profitieren wird. Im wesentlichen ist unser Optimismus auf folgende Punkte zurückzuführen:

- SAP plant bis 2010 die Kundenzahl von aktuell rd. 40.000 auf 100.000 zu steigern. Dabei kommt vor allem Unternehmen aus dem Mittelstand eine hohe Bedeutung zu.
- Diese massive Reichweitensteigerung soll unter stärkerer Einbindung von Vertriebspartnern realisiert werden, weshalb SAP die Vertriebsbedingungen spürbar verbessert hat.
- AC-Service und All for One arbeiten schon seit Anfang Juli 1998 als Systemhauspartner mit SAP zusammen und wurde vor kurzem mit dem Gold-Partner-Status (All for One) ausgezeichnet. Das neue Channel-Programm der SAP unterscheidet zwischen Associate-, Silber- und Goldpartnern. Letztere können alle Angebote der Walldorfer (spezifische Ressourcen und Bonusprogramme wie z.B. Vertriebs- und Marketingunterstützung oder erweiterter Zugriff auf die technischen Ressourcen von SAP) voll ausschöpfen.
- Seit Anfang 2006 hat SAP das Marktsegment für den Vertrieb durch Partner ausgeweitet und arbeitet nach einem hybriden Modell, in dem der Markt mit Unternehmen bis zu einem Umsatz bis 500 Mio. € von SAP-Partnern und der SAP gemeinsam bearbeitet wird. Vorher lag diese Umsatzgrenze für den Partnervertrieb mit 130 Mio. € deutlich niedriger.

Neben der absehbaren Geschäftsbelebung im Kielwasser der Walldorfer Vertriebsoffensive bietet die Übernahme von All for One aber auch dem Geschäftsbereich Managed IT-Services Wachstumspotenziale. Durch eine Vertiefung der Zusammenarbeit mit All for One ist es absehbar, dass sowohl einige der etwa 160 Bestandskunden als auch ein Teil der Neukunden von All for One zusätzlich Leistungen von AC-Service in Anspruch nehmen. Dieser Effekt lässt sich nicht quantifizieren aber bereits im 9 Monatsbericht wurde darauf hingewiesen, dass sich bereits etwa jeder dritte Neukunde auch für Leistungen von AC-Service im Bereich Managed IT-Services entscheidet.

Vor diesem Hintergrund rechnen wir für die nächsten Jahre mit folgender segmentspezifischen Entwicklung:

	2006e	2007e	2008e
Managed IT-Services			
Umsatz	17.929	19.600	20.600
Delta YoY		9,3%	5,1%
EBIT	676	800	1.000
Marge	3,8%	4,1%	4,9%
SAP Solutions			
Umsatz	37.319	42.000	47.000
Delta YoY		12,5%	11,9%
EBIT	-178	1.400	2.400
Marge	-0,5%	3,3%	5,1%
HR-Services			
Umsatz	9.968	9.800	9.850
Delta YoY		-1,7%	0,5%
EBIT	700	500	600
Marge	7,0%	5,1%	6,1%
Other Operations			
Umsatz	6.323	6.350	6.350
Delta YoY		0,4%	0,0%
EBIT	2.206	2.100	2.100
Marge	34,9%	33,1%	33,1%
Konsolidierung			
Umsatz	-1.739	-1.750	-1.800
EBIT	-1.804	-1.700	-1.600
Konzern			
Umsatz	69.800	76.000	82.000
Delta YoY		8,9%	7,9%
EBIT	1.600	3.100	4.500
Marge	2,3%	4,1%	5,5%

Quelle: LBBW

Die beiden Segmente SAP Solutions sowie Managed IT-Services werden somit unseres Ermessens die Wachstumstreiber von AC-Service sein und auf Konzernebene zu einem knapp zweistelligen Umsatzanstieg führen. Zusätzlich rechnen wir mit einer sprunghaften Verbesserung der Ertragslage im Segment SAP Solutions. Dabei ist zu berücksichtigen, dass wir bewusst eher konservative Annahmen getroffen haben. Für 2008 wäre z.B. auch eine EBIT-Marge von 7% bei SAP Solutions ebenso wie bei Managed IT-Services nicht vollkommen unrealistisch, was auf Konzernebene einem EBIT von gut 6 Mio. € entsprechen würde.

Anhang

GuV-Rechnung

	2.003	2004	2005	2006e	2007e	2008e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Umsatzerlöse	48,3	44,5	45,7	69,8	76,0	82,0
Veränderung (%)	(7,1)	(7,8)	2,7	52,8	8,9	7,9
Materialkosten	(5,0)	(5,9)	(5,9)	(19,1)	(20,0)	(21,2)
Personalkosten	(25,6)	(24,2)	(24,5)	(34,0)	(36,8)	(39,3)
Sonstige betriebliche Erträge	1,1	1,5	0,9	0,3	0,4	0,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(11,0)	(9,4)	(9,6)	(12,2)	(12,5)	(13,1)
EBITDA	7,7	6,4	6,6	4,8	7,1	8,9
Marge (%)	16,0	14,3	14,5	6,9	9,3	10,8
Abschreibungen	(6)	(7)	(5)	(3)	(4)	(4)
EBIT	1,3	(0,9)	1,6	1,6	3,1	4,5
Finanzergebnis	0,2	0,0	(0,1)	(0,9)	(0,4)	(0,3)
Ergebnis der gew. Geschäftstätig.	1,5	(0,8)	1,5	0,7	2,7	4,2
A.o. Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vorsteuerergebnis	1,5	(0,8)	1,5	0,7	2,7	4,2
EE-Steuern	(0,2)	(1,3)	(0,2)	(1,9)	(0,8)	(1,3)
Steuerquote (%)	9,8	n/m	13,0	263,9	30,0	30,0
Anteile Dritter	(0)	(0)	0	0	(0)	(0)
Jahresüberschuss n. Ant. Dritter	1	(2)	1	(1)	2	3
Veränderung (%)	(6,4)	n/m	n/m	n/m	n/m	61,6
Anzahl der Aktien	5	5	5	5	5	5
Jahresüberschuss pro Aktie (€)	0,21	(0,43)	0,27	(0,22)	0,32	0,52
Veränderung (%)	(4,5)	n/m	n/m	n/m	n/m	62,5

Bilanz

Aktiva	2.003	2004	2005	2006e	2007e	2008e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Langfristige Vermögenswerte	22	19	20	38	36	34
Immaterielle Vermögensgegenstände	3	3	6	20	19	17
davon Goodwill	3	3	4	6	6	6
Sachanlagen	13	11	11	9	8	8
Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0
Sonstige Vermögensgegenstände	0	0	0	3	3	3
Latente Steuern	5	4	4	6	6	6
Kurzfristige Vermögenswerte	21	20	20	29	29	32
Vorräte	0	0	0	1	1	1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6	6	7	10	11	12
Sonstige Vermögensgegenstände	1	1	1	5	4	4
Wertpapiere	0	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	13	13	12	13	13	15
Summe Aktiva	43	39	40	67	65	66
Passiva						
Eigenkapital	28	24	25	25	26	29
in % der Bilanzsumme	66,5	60,5	63,0	36,7	40,4	44,8
Gezeichnetes Kapital	16	16	16	16	16	16
Eigene Aktien (Nennwert)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Kapitalrücklage	21	18	12	12	12	12
Gewinnrücklage	0	0	0	0	0	1
Bilanzverlust	(9)	(10)	(3)	(4)	(2)	0
Sonstige Eigenkapitalveränderungen	(0)	(0)	(0)	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	2	0	0	1	1	1
Langfristige Verbindlichkeiten	3	3	4	21	17	12
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Ubrige Rückstellungen	0	1	2	2	1	1
Finanzverbindlichkeiten	2	2	1	14	11	7
Sonstige Verbindlichkeiten	0	0	1	0	0	0
Latente Steuern	1	0	1	5	5	5
Kurzfristige Verbindlichkeiten	11	12	11	22	22	24
Ubrige Rückstellungen	1	1	0	0	1	0
Finanzverbindlichkeiten	1	1	2	4	5	6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2	1	2	10	9	10
Sonstige Verbindlichkeiten	6	8	7	8	8	8
Summe Passiva	43	39	40	67	65	66

Cash-Flow-Rechnung

	2.003	2004	2005	2006e	2007e	2008e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Jahresüberschuß vor Anteilen Dritter	1	(2)	1	(1)	2	3
Abschreibungen	6	7	5	3	4	4
Veränderung Rückstellungen	0	1	(0)	(0)	(0)	(1)
Veränderung Working capital	(0)	1	(1)	(2)	(1)	1
Veränderung latenter Steuern	(1)	1	(0)	2	0	0
Operativer Cash flow	7	8	5	2	4	7
Investitionen in immaterielle Vermögensgege	(0)	(1)	(2)	(15)	0	0
Investitionen in Sachanlagen	(5)	(4)	(4)	(3)	(2)	(3)
Investitionen in Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	1	(0)	(0)	2	0	0
Cash flow aus Investitionstätigkeit	(4)	(5)	(6)	(16)	(2)	(3)
Kapitalmaßnahmen	(0)	(3)	(6)	0	0	0
Dividendensumme	0	(1)	0	0	0	0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	(0)	(1)	0	15	(2)	(3)
Cash flow aus Finanzierungstätigkeit	(1)	(4)	(6)	15	(2)	(3)
Sonstiges	(1)	1	6	1	(0)	0
Veränderung der liquiden Mittel incl. We	1	(0)	(1)	1	0	2
Free Cash flow	3	3	(2)	(14)	2	5

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW		
Kaufen	Halten	Verkaufen
46,1 %	43,2 %	10,8 %

Ratingänderungen der letzten 12 Monate

Datum	Rating
-------	--------

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben