



29. März 2007

Equity Research Institutionals

Company

Flash

AC Service

Rating

Kaufen (unverändert)

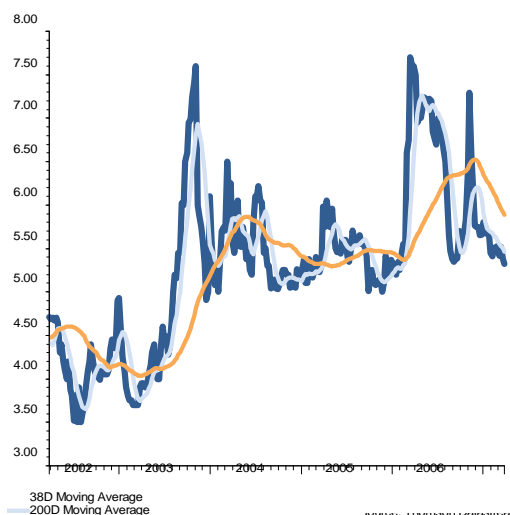
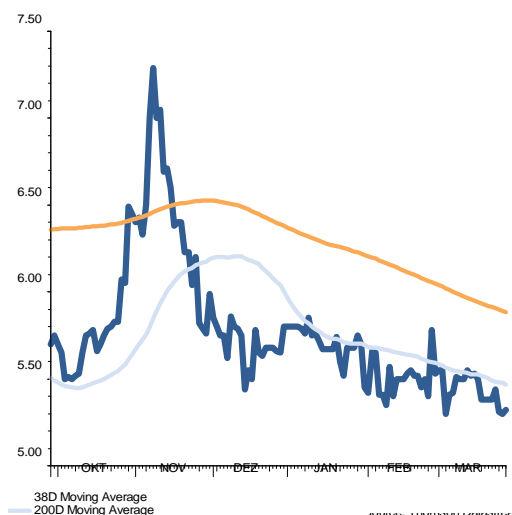
Wachstum frisst Marge

2006 weitgehend im Rahmen der Erwartungen

Kräftiger konjunktureller Rückenwind

Investitionen in Wachstum beeinträchtigen Rendite

Kursziel auf 6,50 € reduziert, Votum weiterhin Kaufen





Kaufen

Kursziel: 6,50 €

Kurs: 5,32 €

28.3.2007

Schlusskurs

Letztes Rating/ Kursz.:
Kaufen / 7,00 €

Letzte Analyse:
05.12.2006

S&P-Rating: n.a.

Technologie

Anzahl Aktien:
5,4 Mio.

Marktkapitalisierung:
28,7 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,04 %

Beta: n.a.

Rechnungslegung:
IFRS

Kalender:
am

Dividende 2007e: 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

29.03.2007

Anlass: Analystenkonferenz zu Ergebnis 2006

2007 im Zeichen des Wachstums

Nachdem AC-Service 2006 mit einem akquisitionsbedingten Umsatzsprung in neue Dimensionen vorgestoßen ist, steht Wachstum auch weiterhin auf der Agenda. 2007 dürfte der Umsatz organisch um rd. 8% zulegen, 2008 sogar um 14%. Rückenwind kommt hierfür neben dem günstigen konjunkturellen Umfeld vor allem von der Mittelstandsoffensive der SAP. Zur Realisierung der Wachstumsziele wird AC-Service den Personalbestand und die Investitionen deutlich aufstocken, wodurch die Rentabilität temporär belastet wird. Dies führt zu deutlich niedrigeren EPS-Schätzungen. Vor diesem Hintergrund reduzieren wir unser Kursziel von 7 auf 6,50 €, stufen die Aktie allerdings unverändert mit Kaufen ein.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2005	0,27	0,27	0,6	3,8	19,7
2006e	-0,35	-0,35	0,4	7,2	n.a.
2007e	-0,09	0,32	0,4	5,2	n.a.
2008e	0,41	0,52	0,4	3,5	13,0

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	72,9	4,5	1,4	1,9 %	-1,8
2007e	79,0	6,2	1,5	1,9 %	-0,4
2008e	90,0	9,2	3,3	3,6 %	2,1

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte AC-Service den Umsatz um 63% auf 72,9 Mio. € steigern und damit die eigene Guidance von 67 bis 70 Mio. € deutlich übertreffen. Der Ergebnisanstieg fiel noch dynamischer aus, hier wirkten sich allerdings hohe Kosten aus Personalrekrutierung und dem Einsatz von Fremdleistungen negativ aus. Das EBITA lag daher mit 2,4 Mio. € nur am unteren Rand der Guidance. Unter dem Strich führten schließlich höhere latente Steueraufwendungen dazu, dass der Nettoverlust etwas höher ausfiel als von uns erwartet.
- Angesichts des sich zunehmend auflösenden Investitionsstaus im Mittelstand, dem Zielsegment von AC-Service, sowie der massiven Mittelstandsoffensive der SAP haben sich die Stuttgarter ehrgeizige Wachstumsziele gesetzt. Mit einem jährlich um 12% ansteigenden Personalbestand ist bis 2009 ein Umsatz in der Größenordnung von 100 Mio. € geplant. Zeitverzögert sollte dann auch das Ergebnis dynamisch zulegen können. 2007 ist auf operativer Ebene allerdings mit einer Stagnation zu rechnen und das Nettoergebnis dürfte aufgrund steuerlicher Effekte im negativen Bereich verharren.

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

Bewertung

Multiplikatorbewertung

Unternehmen	Kurs-/ Buchwert	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV	
		07e	08e	07e	08e	07e	08e	07e	08e
CENIT AG	4,8	1,1	1,1	6,9	6,4	7,4	6,9	7,9	5,5
GFT Techn.	1,7	0,3	0,3	6,1	5,2	7,5	5,6	12,7	10,1
IDS Scheer	2,5	1,2	1,0	10,1	8,1	11,9	9,4	20,6	16,2
Itelligence	3,5	0,6	0,5	7,2	5,9	10,0	7,7	15,7	11,9
PC-Ware AG	1,3	0,1	0,1	3,6	2,7	4,3	3,3	9,4	7,3
REALTECH AG	1,2	0,5	0,4	4,4	4,4	6,6	6,6	25,9	24,1
syskoplan AG	1,4	0,4	0,4	2,8	2,8	3,7	3,7	12,8	12,1
Median	1,7	0,5	0,4	6,1	5,2	7,4	6,6	12,8	11,9
AC-Service	1,1	0,4	0,3	5,0	3,4	20,6	9,4	neg.	13,0

Quelle: LBBW, JCF, Reuters

- Auf Basis des Multiplikators Enterprise value / Umsatz weist die Aktie von AC-Service eine deutlich niedrigere Bewertung als der Median der Vergleichsgruppe auf. Gleiches gilt auch für das Verhältnis EV/EBITDA.
- Vergleicht man hingegen die Relationen EV/EBIT und KGV für die Basisjahre 2007 und 2008 mit dem Median der Vergleichsgruppe kehrt sich die Aussage um. AC-Service weist hier deutlich höhere Multiples aus und ist mit Blick auf 2007 das einzige Unternehmen der Gruppe, für das ein Nettoverlust erwartet wird.
- **FAZIT:** Der Multiplikatorvergleich liefert keine eindeutige Aussage. Wenn wir jedoch unterstellen, dass der Markt in erster Linie das Augenmerk auf die Nettorentabilität legt, wirken sich die wachstumsfördernden Investitionen der Stuttgarter negativ aus. Mögliche überdurchschnittliche Ergebnissteigerungen 2009 bleiben unberücksichtigt. Unser bisheriges Kursziel von 7 € mit einem Zeithorizont von 6 Monaten erscheint vor diesem Hintergrund etwas zu ambitioniert.

Shareholder value Bewertung

Bewertung (Wertschöpfungsanalyse)

Barwerte	Mio €
12/2006e	1
12/2007e	(1)
12/2008e	1
Terminal / Continuing value	10
Summe künftiger Wertschöpfung	11
Capital employed (12/2005)	29
Fairer Wert (EK + FK)	40
Adjustierungsfaktor	1,07
Fairer aktueller Wert (EK + FK)	43
Verbindlichkeiten (12/2005)	(8)
Fairer Wert des Eigenkapitals	35
Marktkapitalisierung	28
Abschlag (%)	21
Fair value je Aktie (€)	6,8

Modellparameter

Mittelfristig (2009 - 2013)	
ROCE (%)	7,5
WACC	5,4
Wachstum Capital employed (%)	3,0
Langfristig (ab 2014)	
ROCE (%)	7,0
WACC	6,3
Wachstum Capital employed (%)	3,0

Anhand unserer Wertschöpfungsanalyse haben wir einen fairen Wert der Aktie von AC-Service in Höhe von 6,8 € ermittelt. Gegenüber unserer letzten Bewertung entspricht dies einem Rückgang um rd. 8 %. Dies ist primär auf etwas vorsichtigere Annahmen hinsichtlich des langfristigen ROCE zurückzuführen, den wir von bisher 7,5 auf 7,0% reduziert haben. Hintergrund dieser Überlegung ist, dass es AC-Service auf Dauer nicht gelingen dürfte, die ROCE aus der Phase eines zyklischen Hochs von 7 bis 8% zu erwirtschaften.

Empfehlung

In Anbetracht der revidierten Ergebnisschätzungen für 2007 und 2008 erscheint unser bisheriges Kursziel zu optimistisch. Sowohl ein Vergleich mit der Peer Group als auch unser Wertschöpfungsmodell bekräftigen diese Einschätzung. Wir reduzieren daher unser Kursziel mit einem Zeithorizont von 6 Monaten von bisher 7 auf 6,50 €. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses erwarten wir somit dennoch eine Performance von über 20%, daher klassifiziert sich die Aktie in unserem Ratingsystematik unverändert als Kaufkandidat.

Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

Die Rahmenbedingungen für AC-Service bleiben 2007 unverändert aussichtsreich. Der Mittelstand profitiert von der anhaltend guten wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland, so dass auch die IT-Budgets nicht mehr so restriktiv ausgelegt werden wie noch 2005. Zusätzlich geht SAP die mittelständischen Unternehmen offensiv mit einer speziell für sie zugeschnittenen Software an. Davon werden die Partner der Walldorfer erheblich profitieren können. Allerdings gibt es auch negative Tendenzen: Der Personalmarkt für IT-Berater dürfte auch 2007 schwierig bleiben, so dass der geplante Ausbau des Personalbestandes zunächst mit überproportional steigenden Kosten verbunden sein wird, bevor sich Lernkurveneffekte positiv bemerkbar machen. Der Preisdruck im IT-Service Markt dürfte sich unseres Ermessens nicht deutlich abschwächen, vor allem hinsichtlich der Commodities.

In diesem Umfeld plant AC-Service eine organische Ausweitung des Umsatzes um 6 bis 8%, wobei das größte Segment SAP Solutions sogar zweistellig zulegen dürfte. Der geplante Umsatzzuwachs ist mit einer Aufstockung des Personalbestandes um 12% auf 472 Mitarbeiter (im Jahresdurchschnitt) gekoppelt. Zusätzlich sind deutlich höhere Investitionen in den Ausbau der Rechenzentren und die Infrastruktur geplant (6,1 Mio. € nach 3,3 Mio. € in 2006). Diese beiden Effekte führen dazu, dass die operative Marge auf dem Vorjahresniveau stagnieren sollte. Die Guidance des Unternehmens sieht auch für 2007 einen Steueraufwand vor, der mit 1,7 bis 1,9 Mio. € über der EBIT-Planung (1,2 bis 1,6 Mio. €) liegt. Unter dem Strich werden somit operative und nicht-operative Effekte dazu führen, dass sich der geplante Umsatzanstieg von rd. 8% nicht im Ergebnis widerspiegelt. Wir haben diese Unternehmensguidance weitgehend in unserer Schätzung übernommen, so dass unserer bisherigen Annahme eines positiven Nettoergebnisses (0,32 € je Aktie) nun ein erwarteter Verlust für 2007 in Höhe von 0,09 € je Aktie gegenübersteht.

Ausblick

Auch über 2007 hinaus rechnet AC-Service bei weitgehend unveränderten Rahmenbedingungen mit einem weiteren Umsatzwachstum auf im Mittel rd. 90 Mio. €, wobei der Personalbestand mit +12% auf 529 Mitarbeiter (Jahresdurchschnittswert) leicht unterproportional zulegen sollte. Im Gegensatz zu 2007 ist allerdings davon auszugehen, dass sich 2008 auch ergebnisseitig ein kräftiges Wachstum einstellen wird. Zunehmende positive Lernkurveneffekte der neuen Mitarbeiter, eine Normalisierung der Investitionsquote und auch eine Normalisierung der Steuerquote sind die wesentliche Treiber für eine im Vergleich zum Umsatz überproportionale Ergebnissteigerung. Wir gehen davon aus, dass sich die EBIT- und Vorsteuerquote (von einem niedrigen Niveau kommend) verdoppeln und je Aktie ein Ergebnis von 0,41 € ausgewiesen werden kann. 2009 rechnen wir bei einem Umsatzanstieg um nochmals rd. 10% mit einem EPS von gut 0,50 € je Aktie.

Gewinn- und Verlustrechnung

	12/2003	12/2004	12/2005	12/2006e	12/2007e	12/2008e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Umsatzerlöse	48	44	46	73	79	90
Veränderung (%)	(7,1)	(7,8)	2,7	59,6	8,4	13,9
Bestandserhöhungen und andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	0	0	1	1
Gesamtleistung	48	44	46	73	80	91
	100,0	100,0	100,0	100,7	100,6	100,6
Materialkosten	(5)	(6)	(6)	(22)	(23)	(26)
Personalkosten	(26)	(24)	(24)	(35)	(38)	(43)
	0	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Erträge	1	1	1	0	1	1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(11)	(9)	(10)	(13)	(13)	(14)
Restrukturierungsaufwendungen	0	0	0	0	0	0
EBITDA	8	6	7	4	6	9
Marge (%)	16,0	14,3	14,5	6,1	7,8	10,2
Abschreibungen	(6)	(7)	(5)	(3)	(5)	(6)
EBIT	1	(1)	2	1	2	3
Finanzergebnis	0	0	(0)	(1)	(0)	(0)
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	2	(1)	1	1	1	3
A.o. Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Vorsteuerergebnis	2	(1)	1	1	1	3
EE-Steuern	(0)	(1)	(0)	(3)	(2)	(1)
Steuerquote (%)	9,8	n/m	13,0	359,3	133,3	30,0
Ergebnis fortgeführtes Geschäft vor Anteilen Dritter	1	(2)	1	(2)	(0)	2
Anteile Dritter	(0)	(0)	0	0	0	(0)
Ergebnis fortgeführtes Geschäft	1	(2)	1	(2)	(0)	2
Nicht fortgeführte Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	1	(2)	1	(2)	(0)	2
Veränderung (%)	(6,4)	n/m	n/m	n/m	n/m	n/m
Anzahl der Aktien	5	5	5	5	5	5
Jahresüberschuss pro Stammaktie (€)	0,21	(0,43)	0,27	(0,35)	(0,09)	0,41
Jahresüberschuss pro Vorzugsaktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung (%)	(4,5)	n/m	n/m	n/m	n/m	n/m

Bilanz**Aktiva**

	12/2003	12/2004	12/2005	12/2006e	12/2007e	12/2008e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Langfristige Vermögenswerte	22	19	20	37	39	37
Immaterielle Vermögensgegenstände	3	3	6	19	19	19
davon Goodwill	3	3	4	7	7	7
Sachanlagen	13	11	11	7	9	7
Finanzanlagen	0	0	0	4	4	4
Sonstige Vermögensgegenstände	0	0	0	0	1	1
Latente Steuern	5	4	4	7	7	7
Kurzfristige Vermögenswerte	21	20	20	28	24	28
Vorräte	0	0	0	1	1	1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6	6	7	13	15	17
Sonstige Vermögensgegenstände	1	1	1	1	1	1
Wertpapiere	0	0	0	3	3	3
Flüssige Mittel	13	13	12	9	4	6
Vermögenswerte aus Absatzfinanzierung	0	0	0	0	0	0
Vermögenswerte der nicht fortgeführten Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
Summe Aktiva	43	39	40	64	63	65

Passiva

Eigenkapital	28	24	25	25	25	26
in % der Bilanzsumme	66,5	60,5	63,0	38,6	39,1	40,7
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	0
Bilanzverlust	(9)	(10)	(3)	(3)	(3)	(2)
Sonstige Eigenkapitalveränderungen	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EK der nicht fortgeführten Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	2	0	0	0	1	1
Genußrechtskapital	0	0	0	0	0	0
Langfristige Verbindlichkeiten	3	3	4	20	18	16
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Übrige Rückstellungen	0	1	2	2	2	2
Finanzverbindlichkeiten	2	2	1	12	10	8
Sonstige Verbindlichkeiten	0	0	1	1	1	1
Latente Steuern	1	0	1	5	5	5
Kurzfristige Verbindlichkeiten	11	12	11	19	21	22
Übrige Rückstellungen	1	1	0	0	1	1
Finanzverbindlichkeiten	1	1	2	3	4	4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2	1	2	5	6	6
Sonstige Verbindlichkeiten	6	8	7	10	11	12
Verpflichtungen aus Absatzfinanzierung	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten der nicht fortgeführten Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
Summe Passiva	43	39	40	64	63	65

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
47,3 %	39,1 %	13,6 %

Rating-Chronik

Datum	Rating
05.12.2006	Kaufen

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