

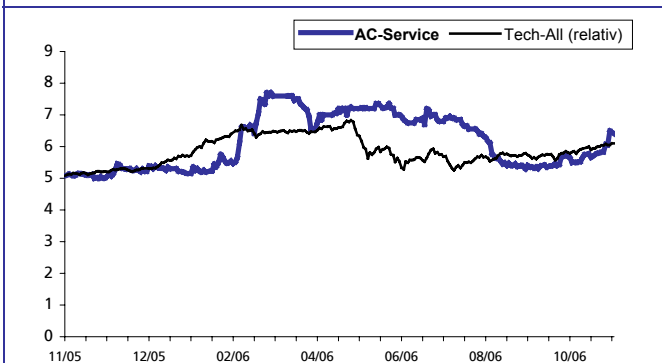
Kaufen
(Ersteinschätzung)

Risiko:
Mittel

Kursziel: 8,40 €

Schritt voran mit All for One

Bloomberg: ACV GY Kurs: 6,40 €
Reuters: ACVG.DE Tec-AS: 873,73
ISIN: DE0005110001
Internet: www.ac-service.com
Segment: Prime Standard
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 01.11.2006 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: 7,81€ / 5,00 €
Marktkapitalisierung: 34,56 Mio. €
Aktienzahl: 5,40 Mio.

Aktionäre: BEKO Holding 52%
Freefloat 48%

Termine:
Zahlen Q3/06 14.11.2006
Bilanzpressekonferenz 28.03.2007

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 02.11.2006
Frank Biller (Analyst) +49-(0)40 309537-14

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636

Institutional Equity Sales

Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Ann-Katrin Gross +49-(0)40 3282-2635
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663

Sales Trading

Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Tobias Rothaler +49-(0)40 3282-2701
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668

Sales Assistance

Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

- Durch die im Februar 2006 vollzogene Übernahme der All for One Midmarket Solutions hat AC-Service das SAP-Geschäft zum Kerngeschäft ausgebaut und mit einem klaren Profil die Marktpräsenz deutlich gestärkt.
- Neben Größenvorteilen ergeben sich durch die Akquisition auch Cross-Selling-Möglichkeiten, die mittelfristig positive Wachstumsimpulse bieten.
- Die konjunkturelle Belebung in Deutschland hat mittlerweile auch den Mittelstand, die wichtigste Kundengruppe von AC-Service, erreicht. Die Investitionsneigung des Mittelstandes hat sich dementsprechend verbessert.
- Eine relativ geringe Marktdurchdringung mit betriebswirtschaftlicher Standardsoftware im Mittelstand und das verstärkte Bemühen von SAP zur Erschließung des Mittelstandes sprechen für ein überdurchschnittlich wachsendes Marktsegment.
- Im laufenden Jahr belasten Sondereffekte das Ergebnis (einmaliger Aufwand durch die Akquisition, veränderte Rechnungslegungsbestimmungen, knappe Kapazitäten im SAP-Consulting). In den kommenden Geschäftsjahren erwarten wir eine deutliche Ergebnisverbesserung.

Anlageurteil

Mit der Anfang des Jahres vollzogenen Akquisition der All for One Systemhaus GmbH Midmarket Solutions hat AC-Service den Schritt zu einem der führenden Anbieter für SAP-Lösungen für mittelständische Unternehmen vollzogen. Darüber hinaus dürften von der Akquisition durch Cross-Selling-Effekte auch die IT-Outsourcing Aktivitäten einen positiven Impuls erhalten.

Im laufenden Geschäftsjahr belasten noch einige Faktoren die Ergebnissituation. Der Wegfall der belastenden Faktoren ist weitgehend absehbar. Wir erwarten, dass AC-Service in den kommenden Geschäftsjahren das Margenniveau signifikant verbessern kann. Auf Basis eines DCF-Modells sehen wir das Kursziel bei 8,40 €. Wir nehmen das Coverage mit dem Rating „Kaufen“ auf.

| Geschäftsjahresende | 12/05 | 12/06e | 12/07e | 12/08e | CAGR |
|--|--------|--------|--------|--------|-------|
| Umsatz | 45,7 | 69,2 | 76,6 | 81,9 | 21,5% |
| EBITDA | 6,6 | 4,5 | 7,2 | 9,0 | 10,7% |
| <i>Marge</i> | 14,51% | 6,46% | 9,38% | 10,96% | |
| EBIT | 1,6 | 1,2 | 3,2 | 4,8 | 45,6% |
| <i>Marge</i> | 3,40% | 1,72% | 4,21% | 5,85% | |
| Nettoerg. | 1,4 | -1,2 | 1,5 | 3,0 | 29,1% |
| <i>Marge</i> | 3,11% | -1,77% | 1,96% | 3,72% | |
| EpA | 0,27 | -0,24 | 0,29 | 0,59 | 29,1% |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | n.m. |
| <i>Rendite</i> | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | |
| EpA in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 6,40 € | | | | | |
| KUV | 0,72 | 0,48 | 0,43 | 0,40 | |
| KGv | 23,33 | n.m. | 22,01 | 10,86 | |
| EV/Umsatz | 0,86 | 0,57 | 0,51 | 0,48 | |
| EV/EBITDA | 5,93 | 8,80 | 5,47 | 4,38 | |

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|

Chancen

- AC-Service gehört zu den führenden Anbietern von SAP-Lösungen und Dienstleistungen für den Mittelstand im deutschsprachigen Raum. Mit ihrem Lösungsangebot verfügt AC-Service über ein klares Profil.
- Die Akquisition der All for One stärkt nicht nur die SAP-Beratungs- und Systemhaus-Aktivitäten, sondern dürfte auch zu der verstärkten Gewinnung von Kunden im Bereich Managed IT Services (IT-Outsourcing) führen.
- AC-Service pflegt verschiedene Partnerschaften mit SAP. Die hohe SAP-Kompetenz sollte AC-Service auch von dem Bemühen SAPs profitieren lassen, die Marktdurchdringung im Mittelstand zu erhöhen.
- Mit zeitlicher Verzögerung hat die konjunkturelle Belebung auch den Mittelstand erreicht. Wir sehen hier konjunkturbedingt derzeit eine höhere Investitionsneigung.
- Der Wegfall bzw. die Abschwächung von Faktoren, die die Ergebnissituation im laufenden Jahr belasten, machen eine Ergebnisverbesserung in den kommenden Quartalen und Geschäftsjahren absehbar.

Risiken

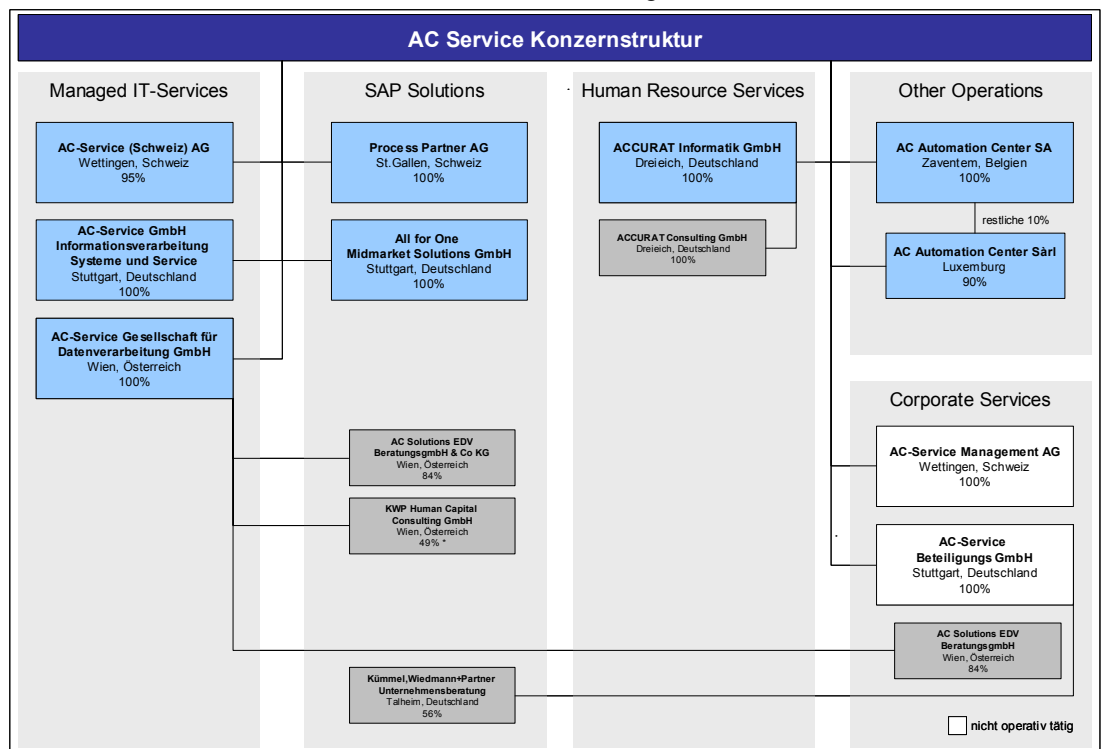
- Im Bereich Managed IT Services haben einzelne Kunden eine hohe Bedeutung. Trotz langer Vertragslaufzeiten kann der Wegfall einzelner Kunden – wie bereits in der jüngeren Vergangenheit geschehen – spürbare Umsatz- und Ergebniseffekte haben.
- Sollte das Cross-Selling-Potenzial nach der Übernahme von All for One nicht im angenommenen Umfang genutzt werden können, so dürften die angestrebten Umsatz- und Ergebnisziele nicht erreicht werden.
- Gelingt es AC-Service nicht, die hohe Materialaufwandsquote zu senken, indem die eigenen Kapazitäten im Bereich SAP-Solutions angemessen erweitert werden, so könnte die Ergebnisentwicklung hinter der erwarteten Entwicklung zurück bleiben.
- Durch die bestehende Ausrichtung hat der Erfolg der SAP-Produkte auf dem Markt für betriebswirtschaftliche Standardsoftware eine hohe Bedeutung für AC-Service. Bedeutende Gewinne von Marktanteilen durch Wettbewerber von SAP hätten auch negative Auswirkungen auf AC-Service. Aufgrund der Marktstellung von SAP ist dieses Risiko derzeit nicht akut.
- Durch die Ausrichtung auf den Mittelstand ist AC-Service abhängig von der Investitionsneigung des Mittelstandes. Der jüngste konjunkturelle Aufschwung hat den Mittelstand erst mit spürbarer zeitlicher Verzögerung erreicht. Eine konjunkturelle Abkühlung im kommenden Jahr könnte auch die Investitionsneigung des Mittelstands belasten.

| | | | | | | |
|-------------------|---------------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|---------------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|

Die AC-Service AG ist ein schwerpunktmäßig in Deutschland, Österreich und der Schweiz tätiger, branchenfokussierter IT-Komplettanbieter für den Mittelstand mit den Tätigkeitsbereichen SAP Solutions, Managed IT Services (IT Outsourcing, Rechenzentrumsdienstleistungen) und IT-Lösungen und Services für personalwirtschaftliche Geschäftsprozesse.

Das Lösungsangebot im Kerngeschäft SAP-Solutions richtet sich schwerpunktmäßig an mittelständische Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Dabei verfügt AC-Service in ausgewählten Branchen wie Maschinenbau und Automobilzulieferunternehmen über eine ausgeprägte Kompetenz für branchenspezifische Geschäftsprozesse. Auf dieser Basis werden kundenindividuell ausgeprägte Standardlösungen realisiert. Mit ihrem Leistungsspektrum und der bestehenden Kundenbasis gehört die AC-Service AG zu den führenden SAP-Integratoren für mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum. Mit der Marke ACCURAT zählt AC-Service mit zu der Gruppe der marktführenden Anbieter für Outsourcing-Lösungen im Umfeld von personalwirtschaftlichen Geschäftsprozessen und Personalabrechnung.

Die AC-Service AG fungiert als Holding und erfüllt Zentralfunktionen für die operativ tätigen Tochter- und Landesgesellschaften. Insgesamt beschäftigt das Unternehmen 425 Mitarbeiter. Die Konzernstruktur stellt sich wie folgt dar:



Grafik 1; Quelle AC-Service

Historische Entwicklung

Die in Stuttgart ansässige AC-Service AG geht auf die 1959 gegründete AC Automation Center AG, CH Wettingen zurück. 1995 übernahmen die Private Equity Fonds 3i, Apax und Alpha sowie Herbert Werle die Gesellschaft durch einen Management-Buyout. Darauf folgte die Ausrichtung des Unternehmen auf die drei Ge-

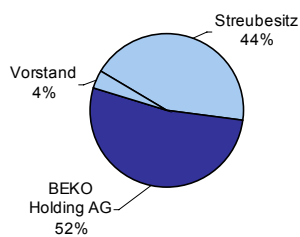
| | | | | | | |
|-------------------|---------------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|---------------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|

Ausbau der SAP-Aktivitäten durch Zukäufe

schäftsfelder IT-Outsourcing, Distribution Solutions sowie Human Resource Services. Die Umfirmierung in AC-Service AG wurde 1998 vorgenommen, im gleichen Jahr erfolgte der Börsengang der Gesellschaft. Derzeit ist die Gesellschaft im Prime Standard notiert. Seit Oktober 2003 ist die österreichische börsennotierte BEKO Holding AG mit knapp über 50% an AC-Service AG beteiligt.

Mit dem Erwerb von 100% der Anteile der Process Partner AG, St. Gallen, Ende 2004 und der mehrheitlichen Übernahme der Kümmerl, Wiedmann + Partner Unternehmensberatung, Talheim, (KWP) Anfang 2005 hat AC-Service in der jüngeren Vergangenheit das Leistungsspektrum im SAP-Umfeld und im Bereich Personalwirtschaft ausgeweitet. Mit der vollständigen Übernahme der All for One Systemhaus GmbH Midmarket Solutions (All for One) Anfang 2006 hat sich AC-Service als ein führender Komplettanbieter für SAP-Lösungen für mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum etabliert. Damit hat AC-Service als SAP-Lösungsanbieter eine relevante Größe erreicht und einen wichtigen Schritt zur strategischen Entwicklung der Gesellschaft getan.

Aktionärsstruktur der AC-Service AG



Grafik 2; Quelle: AC-Service AG

Aktionärsstruktur

Mit gut 52% hält die österreichische BEKO Holding AG die Mehrheit an der AC-Service AG. Die BEKO Holding verfügt über ein Beteiligungsportfolio im Technologie-Umfeld. Die ursprünglich als reine Finanzbeteiligung eingegangene Beteiligung hat auch einen strategischen Aspekt bekommen. Mit der starken Präsenz in Österreich kann die BEKO Holding AC-Service bei der Erschließung des österreichischen Marktes unterstützen. Gleichzeitig unterstützt die BEKO Holding die strategische Entwicklung der AC-Service AG. Der AC-Service Vorstand ist mit rund 4% an der Gesellschaft beteiligt, wobei der wesentliche Anteil auf den Vorstandsvorsitzenden Herbert Werle entfällt. Die verbleibenden 44% befinden sich im Streubesitz.

Management

AC-Service wird von einem dreiköpfigen Vorstand geführt. Sowohl der Vorstandsvorsitzende Herbert Werle als auch Finanzvorstand Marco Fontana waren in ihren Positionen vor dem Börsengang in ihrer jetzigen Funktion für AC-Service tätig. Herbert Werle trat 1990 in die AC-Gruppe ein, Marco Fontana ist seit 1994 für das Unternehmen tätig.

Mit der Übernahme aller Anteile an der All for One Systemhaus GmbH Midmarket Solutions wurde der Vorstand um eine Person erweitert. Der Geschäftsführer der All for One, Lars Landwehrkamp, ist in den Vorstand der AC-Service gerückt. Insgesamt weist AC-Service eine hohe Kontinuität auf Vorstandsebene auf.

Regionale Präsenz und Umsatzverteilung

Auf die Kernregion Deutschland entfallen rund 55% des Umsatzes (Geschäftsjahr 2005). Durch die Übernahme der All for One dürfte der Anteil des in Deutschland erzielten Umsatzes weiter steigen. In 2006 sollte der Anteil bei knapp 70% liegen. Mit knapp 24% des Umsatzes stellt die Schweiz die zweitwichtigste Region für AC-Service dar. In Österreich wurden im vergangenen Geschäftsjahr ca. 7% des Umsatzes generiert. Die verbleibenden rund 14% des Gesamtumsatzes entfallen auf die Region „Übriges Europa“. Hier-

Konstanz im Vorstand

Kernregion deutschsprachige Länder

Chancen & Risiken

Unternehmensprofil

Equity-Story

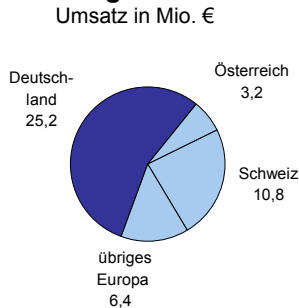
Marktumfeld

Finanzen

Bewertung

Kennzahlen

Umsatzverteilung nach Ländern 2005



Grafik 3; Quelle: AC-Service AG

unter fallen vor allem die Aktivitäten in Belgien und Luxemburg. Während in der Schweiz und in Österreich in 2005 signifikante Umsatzrückgänge hingenommen werden mussten, konnte in der Kernregion Deutschland der Umsatz deutlich sowie in den unter „Übriges Europa“ zusammengefassten Aktivitäten moderat gesteigert werden.

Bei der Segmentberichtserstattung ist zu beachten, dass die Geschäftsbereiche „IT Outsourcing“ und „SAP Consulting“ seit dem Jahresabschluss 2005 in „Managed IT-Services“ und „SAP Solutions“ umbenannt sind. Veränderungen in der Umsatzzuordnung haben sich nicht ergeben. Die weiteren beiden Segmente „Human Resource Services“ und „Other Operations“ haben ihre Bezeichnung beibehalten.

Betrachtet nach Segmenten war, gemessen an den unkonsolidierten Umsätzen des vergangenen Geschäftsjahres (2005), der Bereich Managed IT Services (IT-Outsourcing) mit einem Anteil von ca. 37% am Gesamtumsatz das bedeutendste Geschäftsfeld. Auf den Geschäftsbereich SAP Solutions entfielen 26% des Umsatzes, das Segment Human Resource Services steuerte knapp 24% des Konzernumsatzes bei. Die verbleibenden ca. 14% des Gesamtumsatzes wurden von den unter „Other Operations“ zusammengefassten Tätigkeiten generiert. Während der Geschäftsbereich Managed IT-Services im vergangenen Geschäftsjahr einen signifikanten Umsatzrückgang aufgrund eines ausgelaufenen bedeutenden Outsourcing-Vertrages verzeichnete, konnte der Geschäftsbereich SAP Solutions vor allem durch die Erstkonsolidierung der KWP einen starken Umsatzsprung verzeichnen. Der Geschäftsbereich Human Resource Services wies ein etwas rückläufiges Geschäftsvolumen in 2005 auf, im Segment „Other Operations“ wurde hingegen ein leichter Umsatzanstieg verzeichnet. Mit der Stärkung der SAP-Aktivitäten (Akquisition All for One) hat das Segment SAP Solutions erheblich an Bedeutung gewonnen und stellt nun den bedeutendsten Geschäftsbereich dar.

Geschäftsentwicklung

Im vergangenen Geschäftsjahr konnte AC-Service bei moderatem Wachstum die Ertragslage deutlich verbessern. Auf Konzernebene wurde der Umsatz in 2005 gegenüber 2004 um 2,7% von 44,5 Mio. € auf 45,7 Mio. € gesteigert. Bei der Umsatzentwicklung profitierte AC-Service von anorganischem Wachstum. Auf die im März 2005 konsolidierte KWP entfielen 5,8 Mio. € Umsatz. Ohne dieses anorganische Wachstum ergab sich in 2005 ein Umsatzrückgang von ca. 10%. Während das EBITDA moderat von 6,4 Mio. € auf 6,6 Mio. € verbessert wurde, profitierte AC-Service auf EBIT-Basis auch vom Wegfall der planmäßigen Firmenwertabschreibungen aufgrund der Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS. Diese lagen in 2004 bei 0,84 Mio. €. Auch die Abschreibungen auf Sachanlagen fielen deutlich geringer aus. Einhergehend stieg das EBIT deutlich von minus 0,9 Mio. € (2004) auf 1,6 Mio. € in 2005. Die Ertragssteuern im Vorjahresvergleich ebenfalls niedriger aus, weswegen das Nettoergebnis überproportional von minus 2,2 Mio. € in 2004 auf 1,4 Mio. € in 2005 verbessert werden konnte.

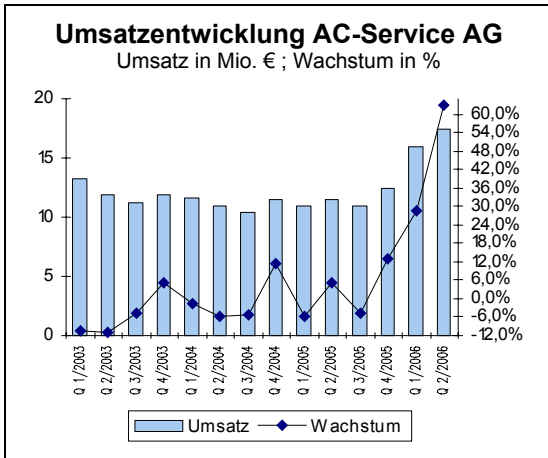
Die erste Hälfte des Geschäftsjahres 2006 war von der Akquisition der All for One geprägt. Zudem wurde im ersten Quartal letztmalig anorganisches Wachstum aus der Übernahme der Mehrheit an der

Segment SAP Solutions gewinnt an Bedeutung

Wachstum vor allem anorganischer Natur

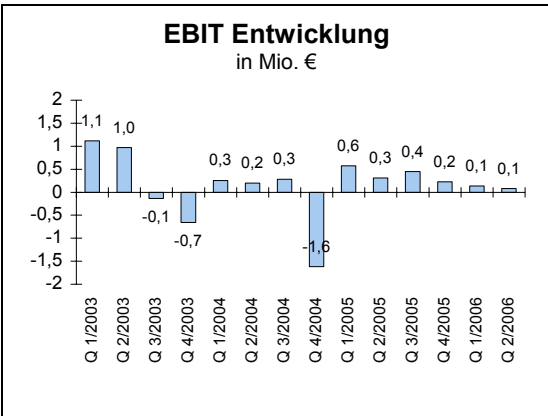
Einmaliger Aufwand durch die Akquisition von All for One

| | | | | | | |
|-------------------|---------------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|---------------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|



Grafik 4; Quelle: AC-Service AG

KWP im vorangegangenen Geschäftsjahr verzeichnet. Insgesamt stieg im ersten Halbjahr 2006 der Umsatz um 50% auf 33,3 Mio. € (Vorjahr 22,2 Mio. €). Das Wachstum wurde durch das Geschäftsfeld SAP Solutions getragen. Dabei entfielen auf die ab Februar 2006 erstmalig konsolidierte All for One GmbH 10,4 Mio. €. Der Umsatz der KWP, der im ersten Quartal bei ca. 2 Mio. € lag, entfiel ebenfalls auf das Segment SAP Solutions. Damit war das Wachstum in der ersten Jahreshälfte 2006 im Wesentlichen anorganisch, lediglich der Bereich Managed IT Services erzielte ein organisches Umsatzwachstum, das bei rund 5% lag.



Grafik 5; Quelle: AC-Service AG

Aus der Akquisition der All for One resultierten auch ergebnisbelastende Faktoren. Das EBITA, hieran richtet AC-Service die Guideline aus, bewegte sich im ersten Halbjahr 2006 mit ca. 0,7 Mio. € in etwa auf Vorjahresniveau. Das Ergebnis wurde durch einen einmaligen Aufwand von rund 0,2 Mio. € für Beratungsleistungen im Zusammenhang mit der Bereitstellung eines Kredites für die Akquisitionsfinanzierung belastet. Das EBIT, das einhergehend von 0,6 Mio. € auf 0,2 Mio. € zurückging, enthielt zudem im Zusammenhang mit der Akquisition Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände von knapp 0,5 Mio. €. Das Nettoergebnis, das mit minus 1,3 Mio. € um 1,6 Mio. € unter dem Vorjahresniveau lag, beinhaltete zudem noch einmaligen Aufwand von 0,4 Mio. € (Finanzergebnis) für die Arrangierung der Akquisitionsfinanzierung für die All for One. Außerdem fiel trotz des leicht negativen Vorsteuerergebnisses ein Ertragssteueraufwand von ca. 1 Mio. € an, der allerdings größtenteils nicht liquiditätswirksam ist. Damit waren bedeutende einmalige und nicht liquiditätswirksame Komponenten Bestandteil des Ergebnisses. Der operative Cash flow fiel im ersten Halbjahr mit 1,8 Mio. € deutlich positiv aus.

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|

Übernahme von All for One bringt AC-Service strategisch einen bedeutenden Schritt voran

Mit der Akquisition der All for One zu Beginn des Jahres 2006 gelang AC-Service der Sprung unter die führenden Anbieter für SAP-Mittelstandslösungen im deutschsprachigen Raum. Gleichzeitig wurden die bestehenden eigenen SAP-Aktivitäten, die bis dahin wenig Gewicht am Markt hatten, sinnvoll ausgebaut. Das Leistungsspektrum erlaubt eine vollständige Abdeckung der Wertschöpfungskette, wodurch sich AC-Service mit den Geschäftsbereichen SAP Solutions, Managed IT Services und Human Resource Services als Komplettanbieter mit verschiedenen Branchenschwerpunkten positioniert. Im Geschäftsfeld Managed IT Services (Outsourcing) zu sehen, betreibt AC-Service schwerpunktmäßig IT-Infrastrukturen der Kunden in eigenen Rechenzentren

Das Geschäftsfeld Human Resource Services bietet unter der Marke ACCURAT das Outsourcing der Lohn- und Gehaltsabrechnung sowie zugehörige Dienstleistungen an. Mit dieser Marke verfügt AC-Service über eine starke Präsenz im deutschen Markt. Personalwirtschaftliche Prozesse deckt AC-Service unter der Marke KWP auch auf Basis von SAP-Technologie ab. Aufgrund der SAP-Technologie werden diese Aktivitäten jedoch nicht dem Segment Human Resource Services zugerechnet, sondern sind Bestandteil der Segmentes SAP Solutions.

Neben den Kernaktivitäten Managed IT-Services, SAP Solutions und Human Resource Services fallen in die übrigen Geschäftsaktivitäten hardwarenahe Dienstleistungen für den öffentlichen Sektor in der Region Luxemburg.

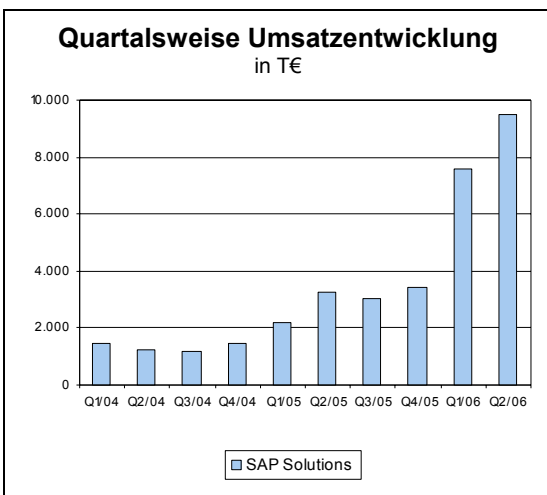
Akquisition All for One

Die Akquisition der All for One Systemhaus GmbH Midmarket Solutions stellt einen entscheidenden Meilenstein zur strategischen Weiterentwicklung der AC-Service-Gruppe dar. Die All for One Midmarket Solutions GmbH (All for One) ist ein klar fokussiertes SAP-Systemhaus. All for One wurde mit Wirkung zum 17.02.2006 erworben. Abzüglich liquider Mittel betrug der Kaufpreis 14,5 Mio. €. Bei einem Umsatz von ca. 23 Mio. € dürfte das Unternehmen in der Lage sein, eine EBIT-Marge von 10-12% vor Zentralkosten zu generieren. Dies hat das Unternehmen bereits in der Vergangenheit gezeigt. Damit hat AC-Service ca. das Sechsfache des EBIT bezahlt. Angesichts der hohen strategischen Bedeutung der Akquisition für AC-Service und der starken Marktstellung der All for One, stellt sich der Kaufpreis als angemessen bis günstig dar. Es ist zwar möglich, nicht börsennotierte IT-Unternehmen zu niedrigeren Ergebnismultiplikatoren zu erwerben, jedoch nicht von dieser Qualität und Marktstellung. Die derzeitige marktübliche Bewertung vergleichbarer börsennotierter Unternehmen liegt für 2007 bei ca. 8,8 EV/EBIT (AC-Service: 2007: 12,2 EV/EBIT, 2008: 8,2). Somit resultierte aus der Akquisition ein positiver Werteffekt.

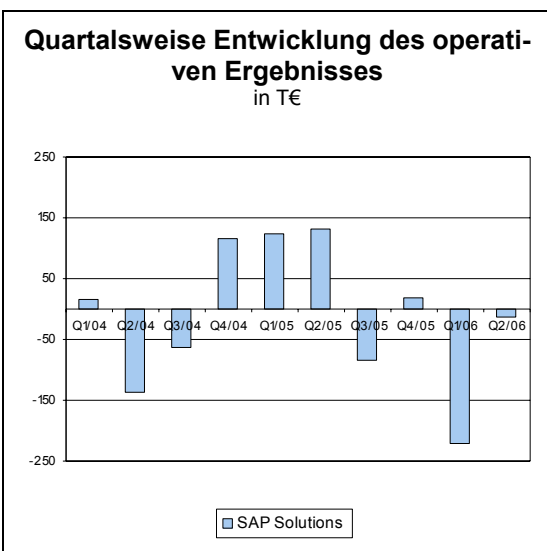
Akquisition bietet Cross Selling-Potenzial

Neben dem Aufbau einer starken Stellung im Markt für SAP-Mittelstandslösungen bietet die Akquisition erhebliches Potenzial durch die Möglichkeit einen bedeutenden Teil der 160 Kunden der All for One sowie künftige Kunden des Segments SAP Solutions für das Leistungsspektrum im Bereich Managed IT Services (IT-Outsourcing) zu öffnen.

Die grafische Darstellung des Leistungsspektrums der Segmente SAP Solutions und Managed IT-Services verdeutlicht die vertriebs-



Grafik 6; Quelle: AC Service

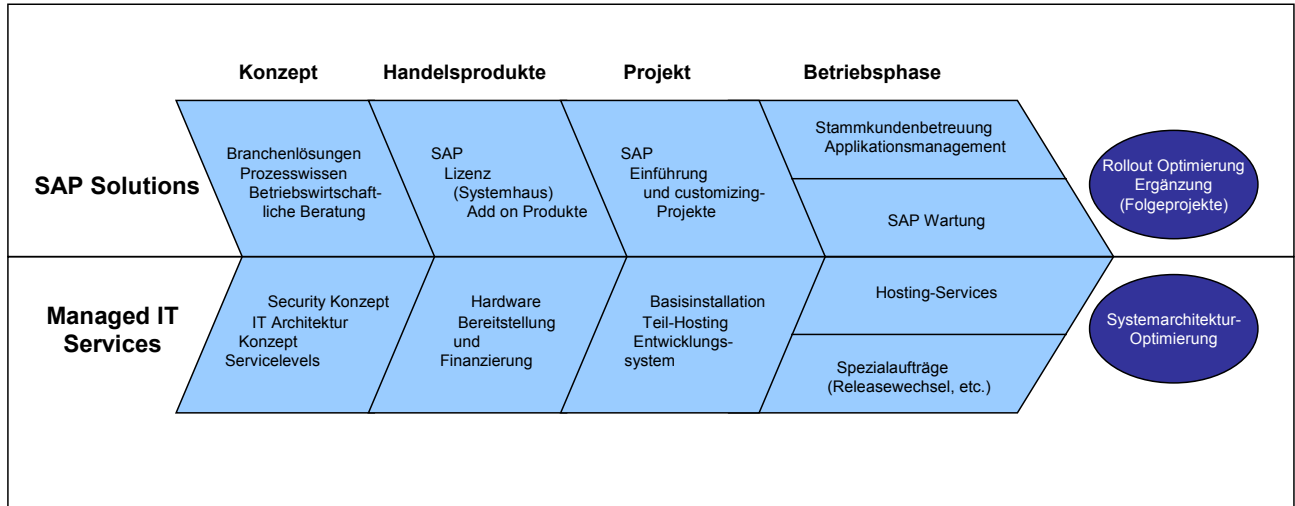


Grafik 7; Quelle: AC Service

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|---------------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|---------------------|-------------|----------|-----------|------------|

Akquisition bietet Cross-Selling-Ansätze

seitigen Synergien beider Segmente. Das Ineinandergreifen der Leistungsspektren beider Segmente bietet Anknüpfungspunkte für Folgegeschäft und Cross-Selling.



Grafik 8; Quelle AC-Service

Ausrichtung als Komplettanbieter für den Mittelstand

Das Profil von AC-Service im SAP-Umfeld zeichnet sich durch Mittelstandskompetenz, Technologiekompetenz und Branchenkompetenz aus. Die daraus resultierende Differenzierung stellt einen wichtigen Wettbewerbsfaktor dar. Die Branchenkompetenz basiert auf der tiefgreifenden Kenntnis der Geschäftsprozesse der jeweiligen Branche und standardisierten Komplettlösungen (Vorkonfiguriert) und Zusatzlösungen auf Basis von SAP-Technologie. Derzeit verfügt All for One über eine starke Lösungskompetenz für Automobilindustrie, Elektroindustrie, Kunststoffindustrie, Maschinen- und Anlagenbau sowie die Metallbe- und verarbeitung. Diese Spezialisierung reduziert den Implementierungsaufwand neuer Lösungen und sorgt für einen reibungsloseren und schnelleren Ablauf der Einführung. Damit kann eine bedeutende Hürde für die Bereitschaft mittelständischer Unternehmen zur Einführung von SAP-Lösungen überwunden werden. Neben der Branchenkompetenz basiert die Mittelstandsstrategie auch auf Kundennähe, um die Bedürfnisse auf Augenhöhe zu erörtern. Mit seinem mittelstandsorientierten Vertrieb und dem guten Track Record besitzt AC-Service hier Wettbewerbsvorteile. Die ausgeprägte SAP-Kompetenz wird durch verschiedene SAP-Partnerschaften untermauert. Neben dem Status als SAP-Goldpartner (All for One) ist AC-Service für alle für den Mittelstand relevanten Produkte (my SAP All-in-One,) sowie für den Betrieb der Anwendungen (SAP-Hosting-Partner) SAP-Partner. Mit dem Leistungsspektrum hat sich AC-Service als Komplettanbieter positioniert. Das Leistungsspektrum umfasst im Wesentlichen Beratung, den Lizenzhandel, die Implementierung und Anpassung der Software sowie die nachgelagerte Wartung. Das Hosting der Anwendungen übernimmt das Geschäftsfeld Managed IT-Services.

Branchenkompetenz

Mittelstandskompetenz

Technologiekompetenz

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|

All for One zeigt noch nicht volles Ergebnispotenzial

Margenpotenzial noch nicht ausgeschöpft

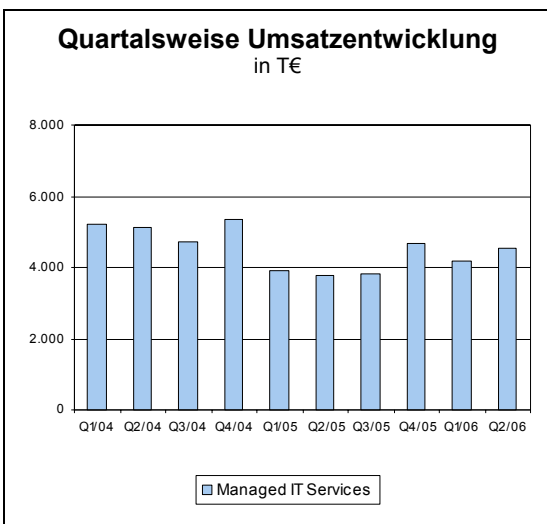
Die Umsätze des Segmentes setzen sich im Wesentlichen aus Erlösen aus dem Verkauf von SAP-Lizenzen sowie damit verbundenen Softwarewartungserträgen und aus Umsätzen aus dem Consulting zusammen. Im Mittelstandssegment sind die Margen auf SAP-Lizenzen mit 30-40% komfortabel. Allerdings liegen die Preise für Lizenzen auch unter denen von Großunternehmen. Die Beratungsdienstleistungen, die üblicherweise auch mit den Lizenzen abgesetzt werden sind hingegen margenschwächer und im einstelligen Bereich angesiedelt. Die aus dem Umsatzmix resultierende operative Marge von 10-12% konnte das Segment zuletzt jedoch nicht zeigen. Hierfür war vor allem die Kostenseite verantwortlich. Mangels ausreichender eigener Kapazitäten im Consulting zur Bewältigung des hohen Auftragseingangs mussten vorübergehend Leistungen von externen Partnern, d.h. Freelancern und Drittunternehmen, hinzugekauft werden. Der hohe Aufwand für „Bezogene Leistungen und Materialaufwand“ ließ die Marge zusammenschmelzen, so dass das Segment im ersten Halbjahr 2006 ein negatives operatives Ergebnis von minus 0,2 Mio. € aufwies. Für das Gesamtjahr 2006 erwarten wir, dass der kostenseitige Margendruck anhält und bis weit in das Geschäftsjahr 2007 Bestand hat. Erst wenn genügend eigene Kapazitäten für das Consulting-Geschäft aufgebaut sind, dürfte die Marge wieder Normalniveau erreichen. Hieran wird intensiv gearbeitet. Allerdings ist qualifiziertes Personal aufgrund der Marktlage nur in geringem Umfang kurzfristig verfügbar. Im späten Jahresverlauf 2007 dürften die notwendigen Kapazitätsanpassungen weitgehend erfolgt sein.

Managed IT-Services

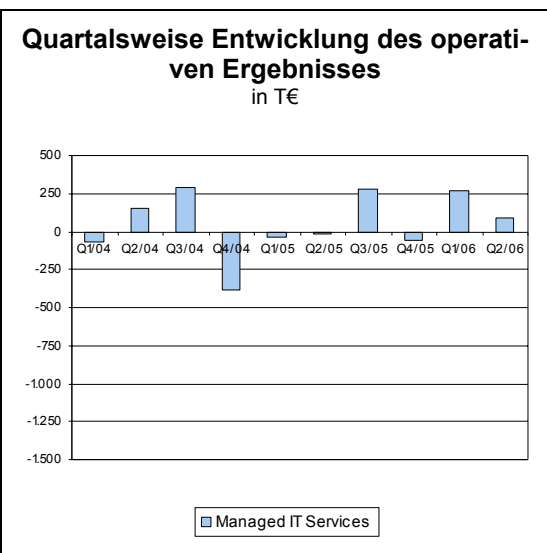
Der Bereich Managed IT-Services bietet die Entwicklung von IT-Betriebskonzepten sowie Outsourcing Lösungen sowohl für SAP Anwendungen als auch im nicht SAP-Umfeld an. Dies umfasst im Wesentlichen die Konzeption der IT-Architektur, die Hardware-Beschaffung sowie das Hosting der Anwendungen in Rechenzentren. Damit sind die Aktivitäten komplementär zum Geschäftsfeld SAP Solutions. Das Geschäftsfeld sollte erhebliche Impulse durch die Akquisition der All for One erhalten. Bis zur Übernahme der All for One durch AC-Service kooperierte All for One bei Outsourcing-Aufträgen mit externen Partnern. Durch die Öffnung der 160 Kunden der All for One sowie der Neukunden für das Leistungsspektrum des Geschäftsbereiches Managed IT-Services lassen sich erhebliche Synergien realisieren. Aus diesem Grund sehen wir das Geschäftsfeld kurz und mittelfristig über dem Marktdurchschnitt wachsen. Aus den Outsourcing-Verträgen resultiert ein recht kontinuierlicher Zahlungsstrom. Im Vergleich zum Projektgeschäft liefert das Geschäftsfeld aufgrund der längerfristigen Verträge und der kontinuierlichen Leistungserbringung einen planbareren Zahlungsstrom, zudem entsteht eine ausgeprägte Kundenbindung. In der Folge kann das Projektgeschäft wieder durch die Nähe zum Kunden bei Wartung und Hosting profitieren. Dies ist neben dem Potenzial aus den zugekauften Kunden ein weiterer wesentlicher Nutzen der Akquisition der All for One.

Belastungen durch neue Rechnungslegungsvorschriften

Die Konkretisierung der Rechnungslegungsvorschriften für bestimmte Verträge mit Leasingelementen durch IFRIC 4 dürfte für eine höhere Volatilität der Erlöse des Segments sorgen. Die Um-



Grafik 9; Quelle: AC-Service



Grafik 10; Quelle: AC-Service

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|

IFRIC 4

IFRIC 4 führt zu der Klassifizierung einer vertraglichen Vereinbarung als Leasingverhältnis, sofern bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind. Dadurch werden auch rechtliche Vereinbarungen, bei denen es sich nicht um ein Leasingverhältnis handelt, bei der Rechnungslegung als Leasingverhältnis (IAS 17) behandelt. Demnach erfüllt eine Vereinbarung die Kriterien für ein Leasingverhältnis, wenn die Erfüllung des Vertrages von der Nutzung eines oder mehrerer bestimmter Vermögenswerte abhängt und dem Leistungsnehmer das Recht einräumt den Gegenstand zu kontrollieren. Diese Kriterien treffen oftmals auf IT-Outsourcingverträge zu, wenn feste, vom Nutzungsumfang unabhängige Zahlungen vom Leistungsnehmer zu leisten sind.

Diese seit dem 01.01.2006 geltende Vorschrift führt dazu, dass bestimmte Hardwarebereitstellungen nicht mehr als kontinuierliche Erlöse aus Rechenzentrumsdienstleistungen und der Vermietung von Hardware erfasst wird, sondern als Finanzierungsleasing. Der Leasinggegenstand wird beim Leasingnehmer aktiviert. Der Leasinggeber (AC-Service) verbucht einen einmaligen Handelsumsatz. Die Finanzierungskomponente des Leasingverhältnisses wird im Finanzergebnis erfasst. Obwohl die Regelung erst mit dem Geschäftsjahr 2006 von AC-Service angewendet wird, gilt die Regelung auch rückwirkend für Anfang 2005 bestehende Verträge. Die damit ursprünglich verbundenen kontinuierlichen Mietzahlungen fallen damit weg. Gewinnanteile aus diesen „Altverträgen“ wurden dem Eigenkapital hinzugezogen. Zum 31.12.05 wurden ca. 1,4 Mio. € dem Eigenkapital zugeführt. Dieser Betrag entfällt als Ertrag in 2006 und den beiden Folgejahren.

stellung hat auch vorübergehend einen signifikanten Effekt auf die ausgewiesene Profitabilität des Geschäftsfelds. Die veränderte Rechnungslegung reduziert spürbar die ausgewiesenen Erlöse und Erträge im laufenden und den kommenden Geschäftsjahren. Das Unternehmen beziffert die Minderung des ausgewiesenen operativen Ergebnisses für 2006 auf 0,8 bis 1 Mio. € und in den beiden Folgejahren 2007 und 2008 auf 0,2 bis 0,4 Mio. €. Diese durch die veränderte Rechnungslegung verursachten Effekte sind bei einem Vorjahresvergleich zu beachten.

Die Regelung gilt jedoch üblicherweise nicht für die von AC-Service erbrachten Outsourcing-Dienstleistungen im SAP-Umfeld, da die Leistungserbringung hier nicht an bestimmte Hardware gebunden ist. Betroffen sind vor allem Kundenverträge für die dezidierte Hardware (Server) bereitgestellt wird.

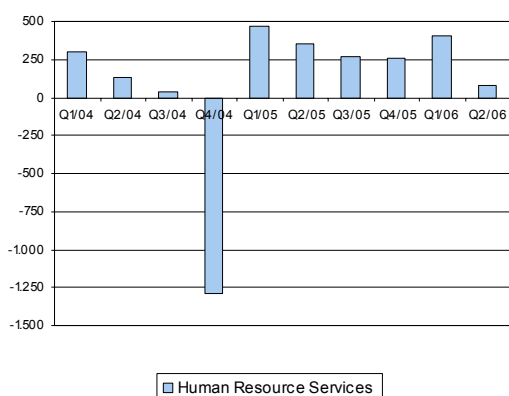
HR Services

Im Markt für HR-Lösungen ist AC-Service durch die Marke ACCURAT sowie als Anbieter von Personalmanagementlösungen auf Basis von SAP (my SAP HR) präsent.

ACCURAT gehört zu den führenden Marken im deutschen Markt für Human Resource Services. Das Leistungsspektrum umfasst Beratungs- und Outsourcing-Dienstleistungen für Personaladministration und die Optimierung der entsprechenden Geschäftsprozesse. Schwerpunktmäßig übernimmt AC-Service auf Basis der Abrechnungsplattform ACCURAT Multipers die Abwicklung und Erstellung von Lohn- und Gehaltszahlungen unter Berücksichtigung steuerlicher, sozialversicherungsrechtlicher und branchenspezifischer Aspekte (Payrollprocessing). Dies ermöglicht Kunden das Outsourcing aller Prozesse, die die Lohn- und Gehaltsabrechnungen betreffen. Auch in diesem Geschäftsfeld besteht eine Branchenausrichtung. Branchenlösungen bestehen für den öffentlichen Sektor, Dienstleistungen / Handel / Industrie und Banken / Finanzwesen / Versicherungen. Das Dienstleistungsspektrum des Segments baut AC-Service sukzessive aus, um neben der Übernahme stark standardisierter Prozesse individuelle Dienstleistungen anzubieten. Hierdurch sollen Margen und Kundenbindung verbessert werden.

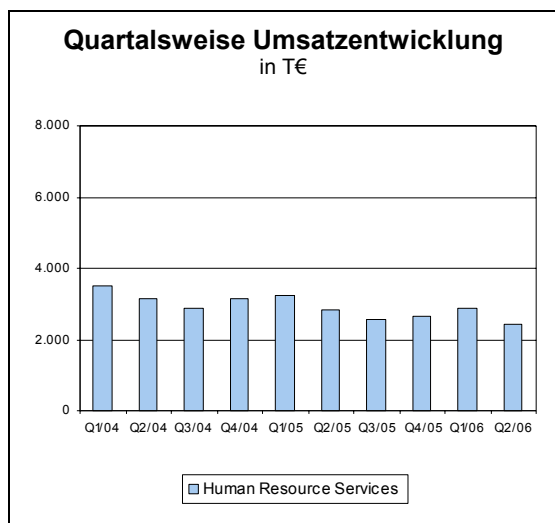
Die Kompetenz für Personalmanagementlösungen auf Basis von SAP ist bei der Kümmel, Wiedmann + Partner Unternehmensberatung GmbH (KWP) angesiedelt. Diese hat AC-Service mehrheitlich im März 2005 übernommen. Obwohl die KWP Spezialkompetenz im Bereich Personalwesen besitzt, wird sie wegen ihrer Ausrichtung auf Funktionen und Prozesse von SAP-Software dem Segment SAP Solutions zugerechnet. Neben eigenen Kunden betreut KWP auch über 150 Lizenzkunden der SAP-Tochter Steeb GmbH.

Quartalsweise Entwicklung des operativen Ergebnisses
in T€



Grafik 12; Quelle: AC-Service

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|



Grafik 11; Quelle: AC-Service

Referenzkunden

Die Referenzkundenliste von AC-Service ist geprägt von der Ausrichtung auf den Mittelstand. Die Branchen die AC-Service abdeckt, sind teilweise in besonderem Maße durch den Mittelstand besetzt. Im Bereich Managed IT-Services finden sich jedoch auch einige große Konzerne im Kundenkreis. Durch die Kundenstruktur sind die Unternehmen auf der Kundenliste teilweise nicht geläufig. Es finden sich jedoch im deutschen Mittelstand zahlreiche innovative Unternehmen, die wenig bekannt, allerdings in ihren Märkten führend sind. Insgesamt zeigt die Kundenstruktur, dass AC-Service nach der Übernahme der All for One den Mittelstand umfassend und glaubhaft abdeckt.

| Referenzkunden der AC-Service AG (Auszug) | | |
|---|-----------------------|-------------------------|
| - Alldos | - Deutsche Messe AG | - Post.at |
| - Allianz | - durst | - Pfullendorfer |
| - Alupress ag | - DZ Bank | - Sanitas |
| - Augsburg Airways | - Eduscho.at | - Schlösser |
| - austriamicrosystems AG | - EFESIS | - Securitas Deutschland |
| - Bacardy GmbH | - Felsomat | - Stauff |
| - Bank Austria | - Geiger Technik | - STERIS |
| - BASLER | - Implenia | - STILL |
| - Battenfeld | - KKL | - suki. |
| - Betronik GmbH | - KMF | - Telekurs Service AG |
| - BEHA | - Kurtz | - Troester |
| - Bruker-Gruppe | - Magna Cosma | - Unilever |
| - B/S/H | - MEA Bausysteme GmbH | - UTA |
| - Bystronic | - NextiraOne Schweiz | - Wintersteiger AG |
| - Coperion Werner & Pflieger | - Multivac | - ZEG |
| - CORA | - ORF | - Zuvo AG |

Tabelle 1; Quelle: AC-Service

Klare Ausrichtung in allen Geschäftsreichen

Konklusion

Mit den Bereichen SAP Solutions, Managed IT-Services und Human Resource Services steht AC-Service auf drei Standbeinen, die jedoch eng ineinander greifen. Innerhalb dieser Bereiche ist AC-Service klar fokussiert.

Mit den jüngsten Zukäufen – insbesondere All for One – hat das Geschäftsfeld SAP Solutions deutlich an Gewicht gewonnen. Für mittelstandsorientierte SAP-Lösungen gehört AC-Service nun zu den führenden Marktteilnehmern. Dadurch hat AC-Service eine kritische Größe erreicht und kann Größenvorteile und Cross-Selling-Möglichkeiten nutzen.

Im laufenden Geschäftsjahr ist die Geschäftsentwicklung ergebnisseitig durch verschiedene Sondereffekte geprägt. Dem akquisitionsbedingten starken Umsatzanstieg im laufenden Jahr dürfte in den kommenden Jahren auch eine sukzessive Margenverbesserung folgen.

Chancen & Risiken

Unternehmensprofil

Equity-Story

Marktumfeld

Finanzen

Bewertung

Kennzahlen

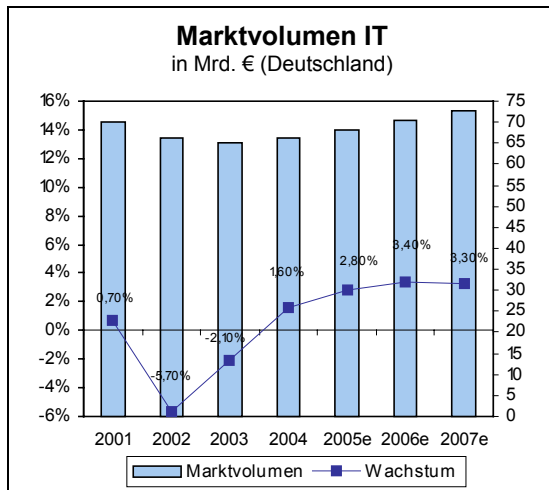
Marktumfeld

Entsprechend dem Leistungsspektrum von AC-Service sind verschiedene Bereiche des IT-Marktes für AC-Service relevant. Derzeit verzeichnet der IT-Markt in der Kernregion von AC-Service einen anhaltenden Aufschwung. Gemäß den Prognosen des Branchenverbandes Bitkom sollte der deutsche IT-Markt in 2006 um 3,4% wachsen, nachdem für das Vorjahr der Anstieg des Marktvolumens auf 2,8% beziffert wird. Insgesamt ist die Branche optimistisch in das Jahr 2006 gestartet. 73% aller IT-Dienstleister rechnen mit einem Umsatzplus. In 2007 sollte das Wachstum mit einem Anstieg des Marktvolumens um 3,3% anhalten.

In dem für AC-Service wichtigen Mittelstand hat sich die Stimmung in den letzten Monaten stark verbessert. Vor allem seit Mitte 2005 verspürt auch der Mittelstand einen moderaten Aufschwung. Der konjunkturelle Rückstand zu den großen Firmen hat sich deutlich reduziert, nachdem das mittelständische Geschäftsklima in den Jahren zuvor sehr deutlich hinter das der Großunternehmen zurückgefallen war. Im Frühjahr 2006 hat sich der Anteil der mittelständischen Unternehmen, die ihre Geschäftslage als gut bis sehr gut bezeichnen, gegenüber 2005 auf 44,6% fast verdoppelt (Creditreform). Angetrieben durch diese positive Grundeinstellung, nimmt auch die Investitionsbereitschaft im Mittelstand zu. Während in den Vorjahren Ersatzinvestitionen im Vordergrund standen, werden zunehmend Erweiterungsinvestitionen getätigt. Dies spiegelt sich auch in steigenden IT-Investitionen des Mittelstands wider.

Neben dem Konjunktur bedingten Nachfrageanstieg dürfte auch die im Vergleich zu Großunternehmen geringe Marktdurchdringung von betriebswirtschaftlicher Standardsoftware im Mittelstand Wachstumsmöglichkeiten bieten. Vor allem kleine und mittlere Unternehmen (bis 1000 Mitarbeiter) sehen sich aufgrund zunehmender Internationalität und komplexer werdenden Geschäftsprozessen zum Austausch der oftmals veralteten Software veranlasst. Allerdings ist die im Vergleich zu Großunternehmen geringe Marktdurchdringung von SAP-Lösungen im Mittelstand auch auf Vorbehalte aufgrund des hohen Integrationsaufwandes zurückzuführen. Wir gehen davon aus, dass der Markt für ERP-Anwendungen mittelfristig im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich wächst. Unterstützend dürfte sich für AC-Service auswirken, dass für SAP die stärkere Erschließung des Marktes der kleineren und mittleren Unternehmen eine hohe Priorität genießt. Derzeit erzielt SAP ca. 30% des Umsatzes im Mittelstand, bis 2010 strebt das Unternehmen einen Anteil von ca. 40% bis 45% an. Im Mittelstand setzt SAP im besonderen Maße auf Partner. Gemeinsam mit All for One ist AC-Service für alle für den Mittelstand relevanten Produkte (my SAP All-in-One) sowie für den Betrieb der Anwendungen (SAP-Hosting-Partner) SAP-Partner.

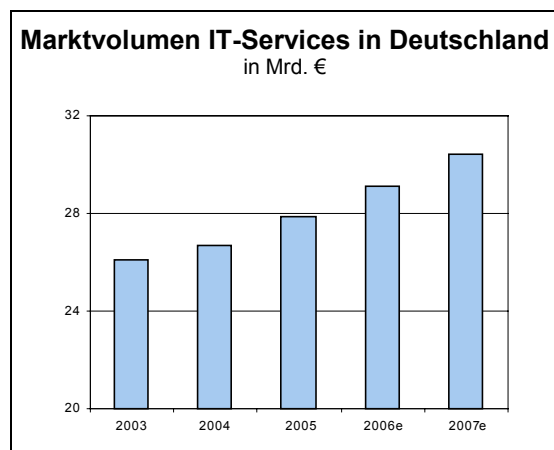
Im Bereich Managed IT-Services tritt AC-Service auch als Outsourcing-Dienstleister auf (Hosting und Services). Das Verlagern von IT-Aufgaben auf externe Dienstleister hat sich weitgehend durchgesetzt. Dadurch werden im Unternehmen weniger Ressourcen gebunden und die Konzentration auf die Kernaktivitäten wird erleichtert. Der IT-Outsourcing-Markt wächst im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich. Für den gesamten IT-Service-Markt prognostiziert der Branchenverband Bitkom in 2006 ein Marktvolumen von 29,1 Mrd. € und in 2007 von 30,4 Mrd. €. Dies ent-



Grafik 13; Quelle: Bitkom 2006

Investitionsneigung im Mittelstand steigt

Rückenwind durch SAP



Grafik 14; Quelle: Bitkom

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|--------------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|--------------------|----------|-----------|------------|

spricht einer Wachstumsrate von ca. 4,5%. Marktforschungsunternehmen sehen das Marktsegment IT-Outsourcing in den kommenden Jahren um etwa 8% jährlich wachsen.

Insgesamt sollten die Märkte in denen AC-Service tätig ist, ein nominales Wachstum von durchschnittlich 6 - 8% ermöglichen.

Wettbewerb

Wettbewerbsseitig sind bei AC-Service zwei Ebenen zu beachten. Zum einen die Marktstellung von SAP auf dem Markt für ERP-Lösungen. Als SAP fokussierter Systemintegrator besteht hier für AC-Service eine gewisse Abhängigkeit. Zum anderen ist der Wettbewerb durch Anbieter mit einer ähnlichen Ausrichtung wie AC-Service relevant.

Wettbewerber zu SAP sind vor allem Oracle, Sage und Microsoft, die ebenfalls ERP-Anwendungen anbieten. In der jüngeren Vergangenheit konnte SAP allerdings die Marktstellung tendenziell ausbauen. Von dieser Seite sehen wir derzeit keine Unsicherheit für AC-Service.

SAP Lösungen

Die bedeutendsten Wettbewerber im Kerngeschäft SAP-Lösungen für den Mittelstand sind die beiden börsennotierten SAP-Systemhäuser Itelligence und TDS sowie die Steeb GmbH. Hier erfolgt die Differenzierung überwiegend über Branchenkompetenz. Je größer die Kunden desto stärker tritt AC-Service auch in Wettbewerb zu den großen IT-Consulting-Häusern. Der Schlüssel liegt hier - für die Behauptung im Wettbewerb - in einem klaren Profil und wiederverwendbaren Standardlösungen, die Effizienzgewinne bringen. Wir halten bei einer klaren Ausrichtung auch in dem wettbewerbsintensiven Umfeld eine nachhaltige EBIT-Marge von 7-9% für realistisch.

| SAP-Systemhäuser in Deutschland | | | | |
|---------------------------------|--------|-------|------|------|
| in Mio € | Umsatz | | EBIT | |
| | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 |
| Itelligence | 131,0 | 139,1 | 5,9 | 5,5 |
| TDS | 92,2 | 93,4 | -5,6 | 3,1 |
| Steeb | 58,3 | 60,8 | n.a. | n.a. |
| AC-Service | 44,5 | 68* | 0,9 | 4,2* |

Tabelle 2; Quelle: AC-Service, SES Research

* Werte für 2005 inkl. All for One GmbH, geschätzt

Outsourcing

Rechenzentrumsdienstleistungen sind mittlerweile weitgehend eine Standarddienstleistung. Damit erfolgt der Wettbewerb stark über den Preis. Die Differenzierung erfolgt über Zertifizierungen der Rechenzentren, Sicherheit und Verfügbarkeit. Entscheidend ist jedoch das Know-how für die betriebenen Anwendungen. Wir sehen dieses Geschäftsfeld künftig stark in Abhängigkeit vom Erfolg des Geschäftsfeldes SAP-Solutions.

Anhaltender Erfolg von SAP als Voraussetzung

Spezialisierte SAP-Systemhäuser als Wettbewerber

Outsourcing ist eine standardisierte Dienstleistung

| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|

ACCURAT – starke Marke unter starken Wettbewerbern

HR-Lösungen

Im Geschäftsbereich Human Resource Services bewegt sich AC-Service mit der Marke ACCURAT in einem Markt mit einer Handvoll weiterer starker Marktteilnehmer. Die börsennotierte P&I verfügt mit der Lösung P&I Loga über eine starke Marktstellung bei Lösungen für die Lohn- und Gehaltsabrechnung. Ebenfalls eine bedeutende Rolle auf diesem Markt – mit dem Fokus auf den Mittelstand – hat Paisy, ein Produkt des amerikanischen IT-Unternehmens ADP. Die Lösung von DATEV, der Genossenschaft für Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Anwälte hat ebenfalls eine starke Stellung für das Outsourcing der Erstellung der Lohn- und Gehaltsabrechnungen. Zielgruppe sind kleine und mittelständische Unternehmen. Im Bereich von gemeinnützigen Einrichtungen ist GOD-Personal die führende Lösung. In diesem Wettbewerbsumfeld hat das Geschäftsfeld Human Resource Services in der Vergangenheit ein gutes Margenniveau gezeigt, wenngleich der Wettbewerb für Preisdruck sorgt. Diesem setzt AC-Service die Ausweitung des Beratungsangebotes und der Serviceleistungen entgegen. Zudem verfügt AC-Service auch in diesem Geschäftsfeld über eine Branchenausrichtung. Die Branchenlösungen richten sich an den öffentlichen Sektor, Dienstleistungen/Handel/Industrie und Banken/Finanzwesen/Versicherungen. Wir sehen AC-Service mit ACCURAT in der Lage sich in diesem Umfeld weiterhin und nachhaltig zu behaupten.

Chancen & Risiken

Unternehmensprofil

Equity-Story

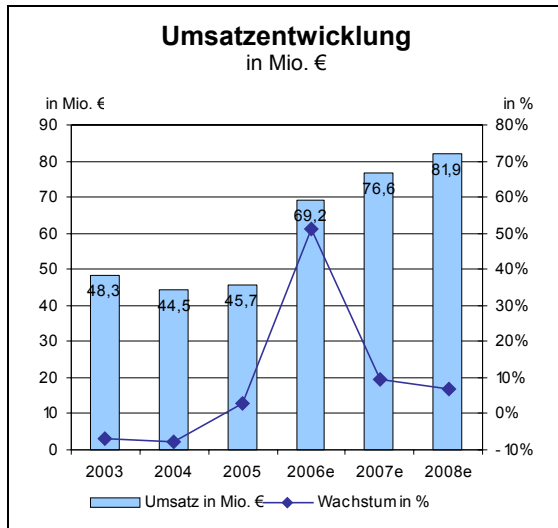
Marktumfeld

Finanzen

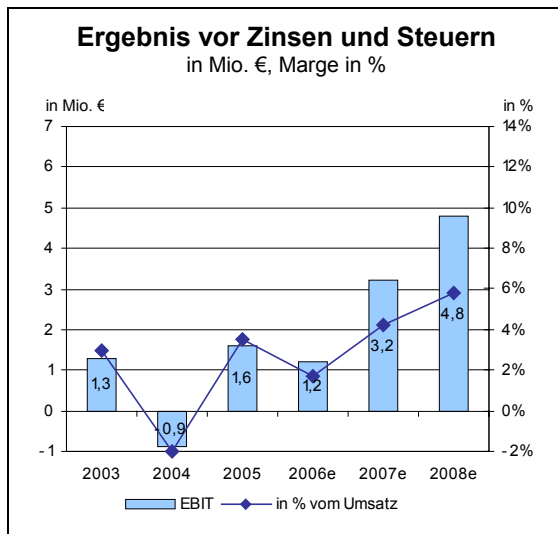
Bewertung

Kennzahlen

Umsatzentwicklung



Grafik 15; Quelle: AC-Service, SES Research



Grafik 16; Quelle: AC-Service, SES Research

Die Umsatzentwicklung im laufenden Geschäftsjahr 2006 erhält erhebliche Impulse aus anorganischem Wachstum. Die seit Februar vollkonsolidierte All for One generierte zuletzt im Gesamtjahr rund 23 Mio. € Umsatz. Weiteres anorganisches Wachstum – jedoch gemessen am Volumen von geringerer Bedeutung – steuerte im ersten Quartal 2006 die KWP bei, die seit März 2005 vollkonsolidiert ist.

Einen gegenläufigen Effekt hat die Umstellung der Rechnungslegung für bestimmte Verträge im Geschäftsfeld Managed IT-Services. Dies überlagert das organische Wachstum, das wir aufgrund des Marktumfeldes im hohen einstelligen Prozentbereich sehen. Vor allem ab der zweiten Jahreshälfte 2006 sehen wir positive Impulse aus Cross-Selling-Potenzial, das zwischen den Geschäftsfeldern nach der jüngsten Akquisition genutzt werden könnte.

Im kommenden Geschäftsjahr dürfte sich das Wachstum deutlich abschwächen. Dies ist bedingt durch den Rückgang des anorganischen Wachstums. In 2007 fällt im Vorjahrsvergleich nur für den Monat Januar anorganisches Wachstum aus der Akquisition der All for One an. Wir sehen allerdings vor allem positive Effekte aus Cross-Selling und den verstärkten Bemühungen SAPs zur Erschließung des Mittelstandes. In 2008 setzen wir entsprechend unserer Erwartung für die Marktentwicklung ein Umsatzwachstum von 7% an.

Mit diesen Umsatzschätzungen bewegen wir uns im Rahmen der Guideline von AC-Service. Das Unternehmen hat bis einschließlich 2008 Bandbreiten für den erwarteten Umsatz angegeben. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 67 und 70 Mio. €. In 2007 strebt AC-Service einen Umsatz zwischen 76 und 80 Mio. € an. Für 2008 liegt die Bandbreite für den erwarteten Umsatz zwischen 80 und 85 Mio. €.

Ertragsentwicklung

Die mit dem deutlichen Umsatzanstieg einhergehenden positiven Ergebniseffekte werden im laufenden Jahr durch die zuvor geschilderten Sonderfaktoren gedämpft. Negativ auf das operative Ergebnis wirken sich die Vorschriften aus IFRIC 4 und die hohe Materialaufwandsquote, die aus dem Einsatz externer Kräfte im Bereich SAP-Solutions resultiert, aus. Sowohl das operative (0,2 Mio. €) als auch das Finanzergebnis (0,4 Mio. €) werden in 2006 durch einen einmaligen Aufwand, der im Zusammenhang mit der Finanzierung der Übernahme der All for One angefallen ist, belastet. Dieser Aufwand wurde bereits im Q1 2006 verbucht. Vor diesem Hintergrund kann AC-Service im laufenden Geschäftsjahr noch nicht die volle Ertragskraft zeigen.

Mit der Normalisierung des Materialaufwandes, dem Rückgang der negativen Effekte aus der Rechnungslegungsumstellung (IFRIC 4), dem Wegfall des einmaligen Aufwandes für die Akquisition von All for One sowie weiterem Wachstum dürfte AC-Service in 2007 das Margenniveau verbessern. Wir gehen von einer EBIT-Marge von 4,2% aus. In 2008 sollte das Synergiepotenzial der Geschäftsbereiche vollständig ausgeschöpft werden können. Insbesondere die Geschäftsbereiche SAP Solutions und Managed IT-Services dürf-

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|-----------------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|-----------------|-----------|------------|

Langfristige Guideline

ten ein branchenübliches EBIT-Margenniveau im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich erreichen. Gleichzeitig sehen wir die Holding-Kosten bis 2008 leicht rückläufig bis konstant bei ca. 1,6 Mio. €. Bei steigenden Umsätzen stellt dies einen weiteren bedeutenden Faktor bei der erwartenden Margenentwicklung dar. Die mittel- bis langfristige nachhaltige EBIT-Marge auf Konzernebene sehen wir bei 7% bis 9%. Derzeit wird das EBIT durch Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte, insbesondere durch den Zugang an immateriellen Vermögenswerten durch die Akquisition der All for One (10,9 Mio. €) belastet. Diese Abschreibungen liegen derzeit bei etwas über 1 Mio. € pro Jahr. Langfristig wird der Wegfall dieser Abschreibungen eine weitere Verbesserung der EBIT-Marge bringen. Aufgrund der bedeutenden Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte richtet AC-Service die Guideline am EBITA aus. Für 2006 erwartet der Vorstand ein EBITA zwischen 2,4 € und 2,9 Mio. €. Aufgrund vorsichtiger Äußerungen des Unternehmens nach dem Q2/2006 erachten wir eher einen Wert knapp am unteren Ende der Guideline als wahrscheinlich. In 2007 liegt die Bandbreite des angestrebten EBITA bei 4,6 € bis 5,4 Mio. €. In 2008 soll gemäß den Unternehmensplanungen das EBITA einen Wert zwischen 6 und 7 Mio. € erreichen. Wir halten die Planungen für realistisch und plausibel. Unsere Schätzungen bewegen sich im Rahmen der Guideline, wenngleich wir aufgrund der derzeitigen Entwicklung im Bereich SAP-Solutions von Ergebnissen am unteren Ende der Bandbreiten der Guideline ausgehen.

| Angaben nach IFRS | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatz in Mio. € | 45,69 | 69,19 | 76,58 | 81,95 |
| <i>Veränderung in %</i> | 2,68% | 51,44% | 10,69% | 7,00% |
| EBITA in Mio. € | 1,55 | 2,37 | 4,45 | 6,01 |
| <i>in % vom Umsatz</i> | 14,51% | 6,46% | 9,38% | 10,96% |
| EBIT in Mio. € | 1,55 | 1,19 | 3,23 | 4,79 |
| <i>in % vom Umsatz</i> | 3,40% | 1,72% | 4,21% | 5,85% |
| Ergebnis in Mio. € | 1,42 | -1,22 | 1,50 | 3,05 |
| <i>Veränderung in %</i> | <i>n.m.</i> | <i>n.m.</i> | <i>n.m.</i> | 102,74% |
| <i>in % vom Umsatz</i> | 3,11% | -1,77% | 1,96% | 3,72% |

Tabelle 3; Quelle: AC-Service

Bilanzsumme ausgeweitet

Bilanzielle Situation

Mit der Übernahme der All for One hat sich die Bilanzsumme gegenüber dem Jahresabschluss 2005 signifikant von 42,1 auf 62,4 Mio. € (30.06.2006) ausgeweitet. Einhergehend wurde, bedingt durch die Akquisition, eine Zunahme der immateriellen Vermögenswerte um rund 10,6 Mio. € verzeichnet. Diese werden planmäßig abgeschrieben. Auf Firmenwerte entfielen nur ca. 2 Mio. € des Kaufpreises. Mit der Ausweitung des Geschäftsvolumens stiegen auch die Forderungen aus Lieferung und Leistung von 6,6 Mio. € auf 9,9 Mio. €. Die liquiden Mittel verringerten sich leicht um 0,6 Mio. € auf 11,3 Mio. €. Die vorhandene Liquidität erachten wir als komfortabel für das erwartete Wachstum. Zudem sollten AC-Service weitere Kreditlinien zur Verfügung stehen.

| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|

Stärkerer finanzieller Leverage sinnvoll

Finanzierungsseitig sind durch die Akquisition der All for One die Finanzverbindlichkeiten signifikant angestiegen. Der überwiegende Anteil entfällt auf langfristige Finanzverbindlichkeiten. Diese erhöhten sich gegenüber dem Jahresabschluss 2005 von 1,4 auf 13,6 Mio. €. Die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten stiegen von 1,7 Mio. € auf 3,9 Mio. €. Aufgrund des bis zur Akquisition der All for One geringen Fremdkapitaleinsatzes halten wir die vollständige Fremdfinanzierung der Akquisition für sehr sinnvoll. Gegenüber einer Verwässerung durch eine Eigenkapitalzuführung erscheint der Weg, die Eigenkapitalrendite durch einen höheren finanziellen Leverage (bei einem akzeptablen Risikoprofil) zu steigern, die attraktivere Konstruktion.

Das Eigenkapital betrug zum Halbjahr 25,3 Mio. € und damit rund 41% der Bilanzsumme. Damit liegt der Buchwert je Aktie bei ca. 4,70 € je Aktie.

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|------------------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|------------------|------------|

Bewertungskennzahlen

| | | | | |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Kurs: 6,40 € | 12/05 | 12/06e | 12/07e | 12/08e |
| KGV | 23,3 | n.m. | 22,0 | 10,9 |
| KUV | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Umsatz | 0,9 | 0,6 | 0,5 | 0,5 |
| EV/EBITDA | 5,9 | 8,8 | 5,5 | 4,4 |
| EV/EBIT | 25,3 | 33,1 | 12,2 | 8,2 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Tabelle 4; Quellen: SES Research (Prognosen), Bloomberg (Kursdaten)

DCF Modell

Ausgangsbasis für das DCF-Modell bilden unsere Detailschätzungen des Abschnitts „Finanzen“. Die über diesen Zeithorizont hinausgehenden Parameter und die für das DCF-Modell getroffenen Annahmen sind in der untenstehenden Tabelle zusammengefasst.

Kurzfristig erhält das Umsatzwachstum durch die vorgenommene Akquisition einen Schub. Mittelfristig halten wir hohe einstellige Wachstumsraten aufgrund der Marktentwicklung und des vorhandenen Cross-Selling-Potenzials für angemessen. Langfristig haben wir mittlere bis niedrige einstellige Wachstumsraten unterstellt.

Mit dem Wegfall der kurzfristig belastenden Effekte gehen wir in den kommenden Jahren von einem sukzessiven Margenanstieg aus. In 2008 dürfte ein normales Margenniveau erreicht werden. Die langfristig nachhaltige EBIT-Marge sehen wir bei 8%. Das Beta hat mit Blick auf die Größe von AC-Service und die Branche einen üblichen Wert. Zudem gehen wir von einem Rückgang des finanziellen Leverage aus. In das DCF-Modell sind gegenüber den Ergebnisschätzungen abweichende Steuerquoten eingegangen. Im wesentlichen bedingt durch latente Steueransprüche in Zusammenhang mit Verlustvorträgen sind bedeutende Anteile der ausgewiesenen Steuern nicht liquiditätswirksam.

Auf Basis der gewählten Prämissen ergibt sich ein fairer Wert von 8,44 € je Aktie. Die Sensitivitätsanalyse stellt den fairen Wert in Abhängigkeit alternativer ewiger Wachstumsraten und Abzinsungsfaktoren dar.

DCF Modell

| | 2006e | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 69,2 | 76,6 | 81,9 | 86,4 | 91,2 | 96,2 | 101,0 | 106,1 | 111,4 | 116,9 | 121,6 | 126,5 | 131,5 | 135,5 |
| Veränderung | 51,4% | 10,7% | 7,0% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 3,0% |
| EBIT | 1,2 | 3,2 | 4,8 | 6,5 | 7,0 | 7,7 | 8,1 | 8,5 | 8,9 | 9,4 | 9,7 | 10,1 | 10,5 | 10,8 |
| EBIT-Marge | 1,7% | 4,2% | 5,8% | 7,5% | 7,7% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% |
| Steuerquote | 74,0% | 22,0% | 18,5% | 14,5% | 17,0% | 25,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% |
| Abschreibungen | 3,3 | 4,0 | 4,2 | 4,6 | 4,8 | 3,8 | 3,8 | 3,8 | 3,9 | 4,1 | 4,3 | 4,4 | 4,6 | 4,7 |
| in % vom Umsatz | 4,7% | 5,2% | 5,1% | 5,3% | 5,3% | 4,0% | 3,8% | 3,6% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | | | | | | | |
| - Working Capital | -1,8 | -0,6 | -0,6 | -0,4 | -0,5 | -0,7 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | -0,6 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | -0,4 |
| - Investitionen | -17,6 | -3,3 | -3,3 | -3,4 | -3,4 | -3,4 | -3,5 | -3,7 | -3,9 | -4,1 | -4,3 | -4,4 | -4,6 | -4,7 |
| Investitionsquote | 25,5% | 4,3% | 4,0% | 3,9% | 3,7% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |
| Übriges | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | -15,8 | 2,7 | 4,3 | 6,4 | 6,9 | 5,5 | 5,2 | 5,2 | 5,4 | 5,7 | 6,0 | 6,2 | 6,5 | 6,7 |

Wertermittlung (Mio. €)

| | Wert | Modellparameter | Wert |
|--------------------------|-------------|---------------------|--------|
| Barwerte bis 2019 | 22,5 | Fremdkapitalquote | 15,00% |
| Terminal Value | 27,4 | Fremdkapitalzins | 4,5% |
| Verbindlichkeiten | -18,4 | Marktrendite | 9,50% |
| Liquide Mittel | 12,1 | risikofreie Rendite | 3,60% |
| Eigenkapitalwert | 43,7 | | |
| | | Beta | 1,25 |
| Aktienzahl (Mio.) | 5,17 | WACC | 9,77% |
| Wert je Aktie (€) | 8,44 | ewiges Wachstum | 2,50% |

Sensitivität Wert je Aktie (€)

| WACC | 1,75% | 2,00% | 2,25% | 2,50% | 2,75% | 3,00% | 3,25% |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|
| ewiges Wachstum | 6,53 | 6,64 | 6,75 | 6,87 | 7,00 | 7,14 | 7,29 |
| | 7,20 | 7,32 | 7,46 | 7,61 | 7,76 | 7,93 | 8,11 |
| | 7,56 | 7,70 | 7,85 | 8,01 | 8,18 | 8,37 | 8,56 |
| | 9,77% | 7,95 | 8,10 | 8,27 | 8,44 | 8,63 | 8,83 |
| | 9,52% | 8,36 | 8,53 | 8,71 | 8,90 | 9,11 | 9,34 |
| | 9,27% | 8,80 | 8,98 | 9,18 | 9,40 | 9,63 | 9,88 |
| | 8,77% | 9,77 | 10,00 | 10,24 | 10,51 | 10,80 | 11,11 |

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|------------------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|------------------|------------|

Peer Group

Bei TDS und Itelligence handelt es sich um die „closest comparables“ innerhalb der Peer Group von AC-Service. Beide Unternehmen haben ebenfalls ihren Fokus auf SAP-Lösungen für den Mittelstand. Mit syskoplan und Realtech gehen zwei SAP-Systemintegratoren vergleichbarer Größenordnung in die Peer-Group ein. Beide haben auch den Schwerpunkt auf dem deutschen Markt. Thematisch sind sie allerdings anders als AC-Service ausgerichtet. syskoplan verfügt über einen Schwerpunkt auf CRM-Lösungen für große Unternehmen, insbesondere im Bereich Konsumgüter und Finanzdienstleister. Realtech hat hingegen keinen Branchenfokus, sondern einen Schwerpunkt auf Technologie-Beratung. IDS Scheer hat zwar ebenfalls einen Fokus auf SAP-Technologie, verfügt jedoch über ein erfolgreiches Produktgeschäft und erzielt somit deutlich höhere Margen als die Vergleichsunternehmen. Zudem ist IDS deutlich größer als die anderen Vergleichsunternehmen. Insgesamt sehen wir die Peer-Group als recht homogen an. Tabelle 5 enthält die Basisdaten für die nachfolgende Peer-Group-Analyse.

| Basisdaten der Vergleichsanalyse | | | | | | | | | |
|----------------------------------|-----------------|-------------------|-------|-------|-------|---------------------|----------------|----------------|--------|
| Unternehmen in Mio. € | Kurs (LW) | EPS (in LW) | | | | Umsatz (in Mio. LW) | | | |
| | | 05 | 06e | 07e | 08e | 05 | 06e | 07e | 08e |
| Itelligence | 3,18 | 0,18 | 0,19 | 0,27 | 0,32 | 139,10 | 157,55 | 171,88 | 181,75 |
| TDS | 2,52 | 0,03 | 0,10 | 0,11 | n.a. | 93,40 | 100,00 | 106,00 | n.a. |
| Realtech | 8,18 | 0,22 | 0,38 | 0,46 | 0,52 | 50,00 | 53,70 | 57,70 | 61,40 |
| syskoplan | 7,35 | 0,30 | 0,58 | 0,50 | 0,53 | 41,80 | 46,53 | 50,34 | 53,69 |
| IDS Scheer | 14,69 | 0,59 | 0,64 | 0,84 | 1,02 | 318,10 | 347,62 | 383,07 | 422,32 |
| AC-Service | 6,40 | 0,27 | -0,24 | 0,29 | 0,59 | 45,69 | 69,19 | 76,58 | 81,95 |
| | EV (Mio. LW) | EBIT (in Mio. LW) | | | | Market- cap. | Ver- bindl. | Liq. Mittel | |
| | | 05 | 06e | 07e | 08e | | | | |
| Itelligence | 73,23 | 5,40 | 6,62 | 9,45 | 11,41 | 70,9 | 10,8 | 8,5 | |
| TDS | 98,37 | 2,90 | 5,85 | 7,80 | n.a. | 73,5 | 26,9 | 2,0 | |
| Realtech | 15,70 | 1,70 | 2,70 | 3,20 | 3,70 | 41,7 | 0,0 | 26,0 | |
| syskoplan | 13,61 | 3,10 | 4,09 | 4,45 | 4,83 | 30,9 | 2,7 | 20,0 | |
| IDS Scheer | 437,81 | 30,10 | 33,92 | 44,54 | 53,87 | 469,9 | 25,1 | 57,2 | |
| AC-Service | 39,31 | 1,55 | 1,19 | 3,23 | 4,79 | 33,1 | 17,5 | 11,3 | |

Tabelle 5; Quelle: SES Research, Bloomberg

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|

Peer-Group AC-Service

| Unternehmen | KUV | | | | KGV | | | |
|--------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| | 05 | 06e | 07e | 08e | 05 | 06e | 07e | 08e |
| Itelligence | 0,51 | 0,45 | 0,41 | 0,39 | 17,67 | 16,74 | 11,95 | 9,94 |
| TDS | 0,79 | 0,74 | 0,69 | n.a. | 84,00 | 25,20 | 22,91 | n.a. |
| Realtech | 0,83 | 0,78 | 0,72 | 0,68 | 37,18 | 21,53 | 17,78 | 15,73 |
| syskoplan | 0,74 | 0,66 | 0,61 | 0,57 | 24,50 | 12,78 | 14,70 | 13,87 |
| IDS Scheer | 1,48 | 1,35 | 1,23 | 1,11 | 24,90 | 22,81 | 17,51 | 14,42 |
| Durchschnitt | 0,87 | 0,88 | 0,73 | 0,69 | 37,65 | 19,81 | 16,97 | 13,49 |
| AC-Service | 0,72 | 0,48 | 0,43 | 0,40 | 23,33 | neg. | 22,01 | 10,86 |

Enterprise Value Analyse

| Unternehmen | EV (Mio. LW) | EV / Umsatz | | | | EV / EBIT | | | |
|--------------|-----------------|-------------|------|------|------|-----------|-------|-------|------|
| | | 05 | 06e | 07e | 08e | 05 | 06e | 07e | 08e |
| Itelligence | 73,23 | 0,53 | 0,46 | 0,43 | 0,40 | 13,56 | 11,07 | 7,75 | 6,42 |
| TDS | 98,37 | 1,05 | 0,98 | 0,93 | n.a. | 33,92 | 16,82 | 12,61 | n.a. |
| Realtech | 15,70 | 0,31 | 0,29 | 0,27 | 0,26 | 9,24 | 5,82 | 4,91 | 4,24 |
| syskoplan | 13,61 | 0,33 | 0,29 | 0,27 | 0,25 | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. |
| IDS Scheer | 437,81 | 1,38 | 1,26 | 1,14 | 1,04 | 14,55 | 12,91 | 9,83 | 8,13 |
| Durchschnitt | | 0,72 | 0,66 | 0,61 | 0,49 | 17,82 | 11,65 | 8,77 | 6,26 |
| AC-Service | 39,31 | 0,86 | 0,57 | 0,51 | 0,48 | 25,33 | 33,10 | 12,18 | 8,20 |

Tabelle 6; Quelle: SES Research, Bloomberg

Auf Basis des KUV erscheint AC-Service günstig bewertet. Hier spiegelt sich jedoch auch das unterschiedliche Margenniveau der Gesellschaften wider. Auch auf Basis des KGV erscheint AC-Service mit Blick auf 2008 günstig bewertet. Allerdings muss AC-Service von allen betrachteten Gesellschaften auch das höchste Gewinnwachstum aufweisen, damit sich die erwarteten Multiplikatoren ergeben. Zudem berücksichtigt das KGV, ebenso wie das KUV, nicht die Finanzierungssituation der Unternehmen, die die Unterschiede der KGVs teilweise rechtfertigen. Insbesondere Realtech und syskoplan weisen eine hohe Nettoliquidität auf, während AC-Service aufgrund der Fremdfinanzierung der Akquisition der All for One eine negative Nettoliquidität aufweist. Wir halten uns deshalb verstärkt an die Enterprise Value Analyse. Auf Basis der EV/Umsatz-Multiplikatoren ergibt sich zwar auch eine unterdurchschnittliche Bewertung im Vergleich zum Durchschnitt der Peer-Group. Lässt man jedoch IDS Scheer außen vor, so entspricht die Bewertung von AC-Service in etwa dem Durchschnitt der Peer-Group.

Den EV/EBIT-Multiplikatoren messen wir innerhalb der Peer-Group-Analyse den höchsten Stellenwert bei. Hier ist zu beachten, dass wir die Multiplikatoren von syskoplan herausgenommen haben, da bei dem Unternehmen bedeutende Minderheitenanteile anfallen und das EBIT somit keine angemessene Bewertungsbasis darstellt. Während AC-Service für 2006 und 2007 noch über dem Durchschnitt der Peer-Group liegende EV/EBIT-Multiplikatoren aufweist, so nähert sich der Multiplikator in 2008 dem Niveau der Peer Group an. In diesem Geschäftsjahr sollte AC-Service fast die angestrebte normale Profitabilität aufweisen. Insgesamt erachten



| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|------------------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|------------------|------------|

wir jedoch die gesamte Peer-Group derzeit als günstig bewertet. Eine deutlich unangemessene Bewertung von AC-Service gegenüber den Vergleichsunternehmen besteht aus unserer Sicht derzeit nicht.

Konklusion

Die Peer-Group zeigt nur leicht überdurchschnittliches Bewertungspotenzial für AC-Service auf. Allerdings erachten wir die Peer-Group insgesamt als günstig bewertet. Auf Basis des DCF-Modells, das den maßgeblichen Bewertungsansatz darstellt, ergibt sich ein Wert von ca. 8,40 € je Aktie.

| | | | | | | |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|
| Chancen & Risiken | Unternehmensprofil | Equity-Story | Marktumfeld | Finanzen | Bewertung | Kennzahlen |
|-------------------|--------------------|--------------|-------------|----------|-----------|------------|

Kennzahlen (AC-Service)

| GuV (in Mio. €) | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|---------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 45,7 | 69,2 | 76,6 | 81,9 |
| Gesamtleistung | 46,6 | 69,6 | 77,0 | 82,4 |
| Materialaufwand | 5,9 | 18,8 | 20,2 | 21,4 |
| Rohertag | 40,7 | 50,8 | 56,8 | 61,0 |
| Personalkosten | 24,5 | 34,2 | 37,0 | 38,9 |
| Sonstiger betrieblicher Aufwand | 9,6 | 12,4 | 12,7 | 13,1 |
| EBITDA | 6,6 | 4,5 | 7,2 | 9,0 |
| Abschreibungen | 5,1 | 3,3 | 4,0 | 4,2 |
| - davon Abschreibungen auf iAV | 0,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| EBIT | 1,6 | 1,2 | 3,2 | 4,8 |
| Finanzergebnis | -0,1 | -0,7 | -0,4 | -0,2 |
| Außerordentliches Ergebnis | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 1,5 | 0,5 | 2,8 | 4,6 |
| Steuern | 0,2 | 1,8 | 1,3 | 1,5 |
| Nettoergebnis vor Minoritäten | 1,3 | -1,3 | 1,5 | 3,0 |
| Nettoergebnis | 1,4 | -1,2 | 1,5 | 3,0 |
| Ausschüttung | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

| Cash-Flow | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|----------------------|------|-------|-------|-------|
| Operativer Cash-Flow | 6,5 | 2,1 | 5,5 | 7,2 |
| Free-Cash-Flow | -0,3 | -16,3 | 2,4 | 4,3 |
| Investitionen | 6,1 | 17,6 | 3,3 | 3,3 |

| Bilanz (Mio. €) | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|-------------------------|------|-------|-------|-------|
| Sachanlagen | 5,0 | 6,0 | 6,5 | 6,8 |
| Immat. Vermögen | 5,7 | 19,5 | 18,3 | 17,1 |
| Net Working Capital | 5,1 | 6,9 | 7,5 | 8,1 |
| Umlaufvermögen | 23,1 | 28,4 | 27,8 | 28,8 |
| Liquide Mittel | 11,9 | 11,5 | 9,9 | 10,0 |
| Eigenkapital | 25,2 | 24,0 | 25,5 | 28,6 |
| Rückstellungen | 2,1 | 2,3 | 2,4 | 2,4 |
| Finanzverbindlichkeiten | 3,1 | 14,5 | 10,7 | 6,5 |
| Nettoliquidität | 8,8 | -2,9 | -0,8 | 3,5 |
| Bilanzsumme | 42,1 | 62,9 | 62,4 | 63,3 |

| Rechnungslegung | IFRS | IFRS | IFRS | IFRS |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|
| Geschäftsjahresende | 31.12.2005 | 31.12.2006 | 31.12.2007 | 31.12.2008 |

| Wachstumsraten | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|----------------|------|--------|--------|--------|
| Umsatz | 2,7% | 51,4% | 10,7% | 7,0% |
| EBITDA | 3,8% | -32,6% | 60,9% | 24,9% |
| EBIT | n.m. | -23,5% | 171,7% | 48,5% |
| EBT | n.m. | -69,2% | 507,7% | 63,3% |
| Nettoergebnis | n.m. | n.m. | n.m. | 102,7% |
| Dividende | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

| Kostenintensitäten | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Materialaufwand / Umsatz | 12,9% | 27,2% | 26,4% | 26,1% |
| Personalaufwand / Umsatz | 53,5% | 49,4% | 48,3% | 47,5% |

| Umstaufteilung | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|----------------|------|-------|-------|-------|
|----------------|------|-------|-------|-------|

| Kursdaten | |
|---------------------------|------|
| Kurs (€) | 6,40 |
| Marktkap. (Mio. €) | 33 |
| Enterprise Value (Mio. €) | 39 |

| Aktienkennzahlen | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Ergebnis je Aktie (€) | 0,27 | -0,24 | 0,29 | 0,59 |
| Umsatz je Aktie (€) | 8,83 | 13,37 | 14,80 | 15,84 |
| Free-Cash-Flow je Aktie (€) | -0,05 | -3,15 | 0,46 | 0,83 |
| Dividende je Aktie (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

| Bewertungskennzahlen | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| KGV | 23,33 | neg. | 22,01 | 10,86 |
| KUV | 0,72 | 0,48 | 0,43 | 0,40 |
| EV/SALES | 0,86 | 0,57 | 0,51 | 0,48 |
| EV/EBITDA | 5,93 | 8,80 | 5,47 | 4,38 |
| EV/EBIT | 25,33 | 33,10 | 12,18 | 8,20 |
| KBV | 1,31 | 1,38 | 1,30 | 1,16 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

| Aktienanzahl (Mio.) | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|--------------------------|------|-------|-------|-------|
| Stammaktien ausstehend | 5,17 | 5,17 | 5,17 | 5,17 |
| Vorzugsaktien ausstehend | | | | |

| Rentabilität | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA / Umsatz | 14,5% | 6,5% | 9,4% | 11,0% |
| EBIT / Umsatz | 3,4% | 1,7% | 4,2% | 5,8% |
| EBT / Umsatz | 3,3% | 0,7% | 3,6% | 5,6% |
| Nettoergebnis / Umsatz | 3,1% | -1,8% | 2,0% | 3,7% |
| EK-Rendite | 5,6% | -5,1% | 5,9% | 10,7% |
| GK-Rendite | 3,7% | -0,9% | 3,2% | 5,3% |
| ROCE | 7,9% | 3,3% | 8,9% | 13,3% |

Unternehmensprofil

AC-Service ist ein IT-Unternehmen mit den Tätigkeitsbereichen SAP-Consulting und Systemintegration, IT-Outsourcing sowie IT-Lösungen für personalwirtschaftliche Geschäftsprozesse. Das Kerngeschäft bildet die Realisierung von SAP Lösungen für den mittelständische Unternehmen. Hier gehört AC-Service seit der jüngst erfolgten Übernahme der All for One Systemhaus GmbH Midmarket Solutions zu den führenden Systemhäusern in Deutschland.

Management

Herbert Werle (CEO), Marco Fontana (CFO); Lars Landwerkamp

Aktionäre

| | |
|----------------|--------|
| BEKO Holding | 52,00% |
| Streubesitz | 48,00% |
| davon Vorstand | 4,00% |

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, daß Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlußkurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K Kaufen: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

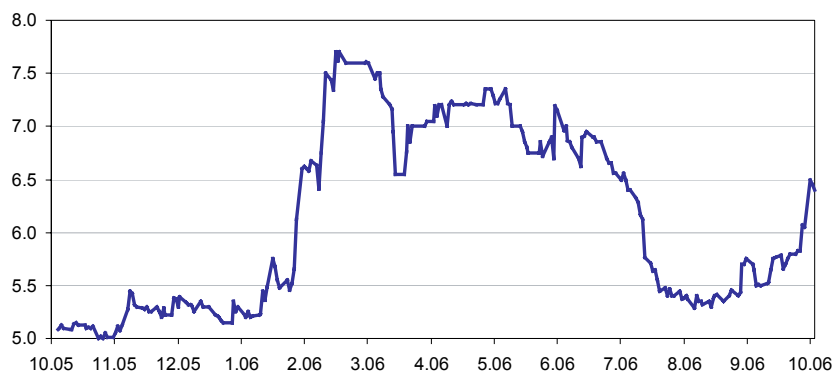
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|-------------------|---------------------------|-------------------------|
| Kaufen | 102 | 53% |
| Halten | 76 | 40% |
| Verkaufen | 14 | 7% |
| Gesamt | 192 | |

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|-------------------|---------------------------|-------------------------|
| Kaufen | 80 | 60% |
| Halten | 49 | 37% |
| Verkaufen | 5 | 4% |
| Gesamt | 134 | |

Kurs- und Empfehlungs-Historie AC Service (ACVG.DE) am 1.11.06



Quellen: Factset (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch die SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.