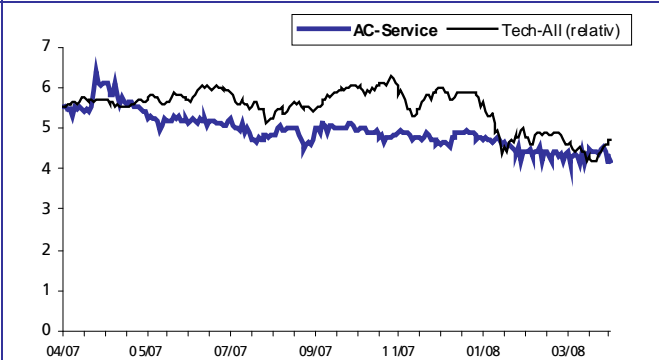


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 6,00**
(alt: Kaufen) mittel (alt EUR 7,60)

Geschäftsjahreszahlen erfüllen Erwartungen

Bloomberg: ACV GY Kurs: EUR 4,21
Reuters: ACVG.DE Tec-AS: 916,45
ISIN: DE0005110001
Internet: www.ac-service.com
Segment: Prime Standard
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 02.04.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 6,70/ EUR 4,05
Marktkapitalisierung: EUR 21,78 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 22,54 Mio.
Aktienzahl: 5,17 Mio.

Aktionäre: BEKO Holding 55%
Freefloat 45%
im Freefloat:
Universal-Investment ca. 5%

Termine: Zahlen Q1/2008 08.05.2008
Hauptversammlung 25.06.2008

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 03.04.2008
Andreas Wolf (Analyst) +49-(0)40 309537-140

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Florian Bender +49 (0)40 3282 2633
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663

Sales Trading

Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658

Sales Assistance

Andrea Carstensen +49 (0)40 3282 2632
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

Die jüngst veröffentlichten Zahlen für das Geschäftsjahr 2007 haben die **Erwartungen erfüllt**. Der Ausweis der zur Veräußerung stehenden Tochtergesellschaft ACCURAT unter den Discontinued Operations hat zu einer gegenüber dem bisherigen Jahresverlauf veränderten Berichterstattung geführt.

Ohne diesen Effekt wäre ein Umsatz von EUR 88,6 (erwartet: EUR 85,3 Mio.) und ein EBITA von EUR 3,4 Mio. (erwartet: EUR 3,6 Mio.) berichtet worden. Der leicht über den Erwartungen liegende Umsatz ist auf ein starkes Softwarelizenzierungsgeschäft im vierten Quartal zurückzuführen.

AC-Service			
in TEUR	2007	2006	yoy
Umsatz	78,1	62,6	24,7%
EBITDA	4,3	3,0	43,5%
Marge	5,6%	4,8%	
EBIT	1,0	0,3	264,4%
Marge	1,3%	0,5%	
Nettoergebnis*	1,1	-1,8	n.m.
Marge	1,4%	-2,9%	

Quelle: AC-Service (berichtete Daten)

* inkl. DCO

Für eine Überraschung hat die Umgliederung des Darlehens von EUR 11,2 Mio. in die kurzfristigen Verbindlichkeiten gesorgt. Ursächlich war die Nichteinhaltung von lediglich einer Finanzkennzahl, die zu einem theoretisch bestehenden Sonderkündigungsrecht führt. Dies dürfte in erster Linie dem starken Expansionskurs (2007: Mitarbeiter +20% yoy) geschuldet sein, der eine unzureichende Cashflow-Deckung der Verbindlichkeiten zur Folge hatte.

Selbst im Fall einer Wahrnehmung des Kündigungsrechts ist die bilanzielle Situation nicht als angespannt anzusehen: 1) AC-Service verfügt über frei verfügbare liquide Mittel von EUR 5,6 Mio. 2) Der im Laufe der nächsten sechs Monate erwartete Verkauf von ACCURAT dürfte geschätzte EUR 8 Mio. in die Bilanz von AC-Service spülen und es gibt derzeit keine Anzeichen dafür, dass das Kreditinstitut das Darlehen zurückfordern wird.

Geschäftsjahresende	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 4,21 EUR					
Umsatz	62,6	78,1	83,5	89,2	94,4
Rohertagsmarge	66,7%	64,3%	68,1%	68,3%	69,2%
EBITDA	3,0	4,3	5,5	6,2	7,5
EBITDA-Marge	4,8%	5,6%	6,5%	6,9%	8,0%
EBIT	0,3	1,0	1,4	1,6	2,9
EBIT-Marge	0,5%	1,3%	1,6%	1,8%	3,1%
Nettoergebnis*	-1,8	1,1	2,8	1,3	2,2
Ergebnis je Aktie*	-0,35	0,22	0,55	0,24	0,43
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,07	0,12
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	2,9%
EV/Umsatz	0,36	0,29	0,27	0,25	0,24
EV/EBITDA	7,45	5,20	4,12	3,65	3,00
EV/EBIT	79,35	21,77	16,48	14,37	7,73
KGV	n.m.	19,14	7,65	17,54	9,79
ROCE	0,8%	2,4%	3,3%	3,8%	7,1%
Adj. Free Cash Flow Yield	5,4%	9,4%	23,1%	17,5%	23,2%

* inkl. DCO

Darüber hinaus steht AC-Service in Verhandlungen, um die Refinanzierung der Verbindlichkeit durch langfristige Darlehen zu erreichen. Damit sollte der für 2008 angekündigte weitere Personal- aufbau um rund 70 Stellen (+16%) sowie der Ausbau der Serverkapazitäten, die zu einem deutlichen Anstieg der Investitionen in 2008e auf ca. EUR 8 Mio. führen sollten, realisierbar sein.

Da jedoch nicht zu erwarten ist, dass das Personal von Anbeginn kostendeckend eingesetzt werden kann, sondern erst nach 6-12 Monaten positive Ergebnisbeiträge liefert, ist weiterhin davon auszugehen, dass das gezeigte Margenniveau auch im kommenden Jahr deutlich unter dem Branchendurchschnitt bleibt. AC-Service ist daher **noch nicht am Ziel** einer nachhaltigen Margensteigerung angelangt.

Prognosenanpassung

Aufgrund der **geplanten Veräußerung von ACCURAT** wurden die Prognosen angepasst. Es wurde ein Veräußerungspreis von EUR 8 Mio. und damit ein Veräußerungsgewinn von EUR 1,7 Mio. zugrunde gelegt, so dass die Ergebnisschätzungen 2008 deutlich angehoben wurden. Darüber hinaus wurden die für 2008 erwarteten Erweiterungsinvestitionen auf EUR 8 Mio. angehoben und daraus resultierend die erwarteten Abschreibungen erhöht.

Geschäftsjahresende	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/010e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 4,21 EUR					
Umsatz	62,6	78,1	83,5	89,2	94,4
Umsatz (alt)			89,1	93,0	96,7
Delta			-6,3%	-4,0%	-2,4%
EBITDA	3,0	4,3	5,5	6,2	7,5
Marge	4,83%	5,56%	6,55%	6,91%	7,96%
EBITDA (alt)			6,5	7,7	9,0
Delta			-15,9%	-19,9%	-16,5%
EBIT	0,3	1,0	1,4	1,6	2,9
Marge	0,45%	1,33%	1,64%	1,76%	3,09%
EBIT (alt)			3,4	4,0	4,9
Delta			-59,8%	-60,8%	-40,5%
Nettoergebnis*	-1,8	1,1	2,8	1,3	2,2
Marge	-2,93%	1,43%	3,41%	1,40%	2,33%
Nettoergebnis* (alt)			1,6	2,9	3,6
Delta			77,7%	-56,8%	-38,8%
Ergebnis je Aktie*	-0,35	0,22	0,55	0,24	0,43
Ergebnis je Aktie* (alt)			0,31	0,56	0,69
Delta			77,4%	-57,1%	-37,7%

Quellen: SES Research (Prognosen), Bloomberg (Kurse), Unternehmen

* inkl. DCO

Fazit

Mit einem EV/EBITDA von unter 5 für 2008e ist AC-Service günstig bewertet. Das Kursziel auf Basis eines DCF-Modells wurde jedoch aufgrund der vorgenommenen Prognosenanpassung und höherer Investitionen auf EUR 6,00 gesenkt, der FCF-Yield 2009e deutet auf einen fairen Wert von EUR 5,30. Das Kursziel lautet nach wie vor Kaufen.

Kennzahlen (AC-Service)

GuV (in Mio. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	78,1	83,5	89,2	94,4
Gesamtleistung	79,8	84,2	89,9	95,2
Materialaufwand	29,6	27,4	29,0	29,9
Rohertag	50,2	56,8	60,9	65,3
Personalkosten	34,0	38,0	40,4	42,6
Sonstiger betrieblicher Aufwand	11,9	13,4	14,4	15,2
EBITDA	4,3	5,5	6,2	7,5
Abschreibungen	3,3	4,1	4,6	4,6
- davon Abschreibungen auf iAV	1,0	1,0	1,0	1,0
EBIT	1,0	1,4	1,6	2,9
Finanzergebnis	-0,1	0,2	0,4	0,6
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,9	1,6	2,0	3,5
Steuern	0,1	0,5	0,6	1,2
Nettoergebnis vor Minoritäten	0,8	1,1	1,3	2,3
Nettoergebnis	1,1	2,8	1,3	2,2
Ausschüttung	0,0	0,0	0,3	0,6

Cash-Flow	2007	2008e	2009e	2010e
Operativer Cash-Flow*	4,3	6,9	5,9	6,8
Free-Cash-Flow	-13,3	-2,7	1,4	2,5
Investitionen	2,2	8,3	3,5	3,5

*Nettoergebnis zuzüglich Abschreibungen

Bilanz (Mio. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Sachanlagen	7,4	12,5	12,1	11,7
Immat. Vermögen	15,2	14,2	13,2	12,2
Net Working Capital	7,9	9,3	10,7	11,8
Umlaufvermögen	41,7	36,2	36,3	37,2
Liquide Mittel	7,4	1,2	0,8	0,5
Eigenkapital	25,3	28,1	29,2	31,3
Rückstellungen	2,9	3,0	3,1	3,2
Finanzverbindlichkeiten	13,3	9,8	8,0	5,3
Nettoliquidität	-5,9	-8,6	-7,2	-4,8
Bilanzsumme	69,1	67,7	66,4	65,9

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010

Wachstumsraten	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	24,7%	6,9%	6,9%	5,8%
EBITDA	43,5%	26,0%	12,8%	21,9%
EBIT	264,4%	32,1%	14,7%	85,8%
EBT	n.m.	66,3%	25,0%	80,0%
Nettoergebnis	n.m.	155,0%	-55,9%	75,9%
Dividende	n.a.	n.a.	n.m.	88,9%

Kostenintensitäten	2007	2008e	2009e	2010e
Materialaufwand / Umsatz	37,9%	32,8%	32,5%	31,7%
Personalaufwand / Umsatz	43,6%	45,5%	45,3%	45,2%

Kursdaten				
Kurs (EUR)				4,21
Marktkap. (Mio. EUR)				22
Enterprise Value (Mio. EUR)				23

Aktienkennzahlen	2007	2008e	2009e	2010e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,22	0,55	0,24	0,43
Umsatz je Aktie (EUR)	15,09	16,14	17,25	18,25
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-2,57	-0,53	0,26	0,48
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,07	0,12

Bewertungskennzahlen	2007	2008e	2009e	2010e
KGV	19,53	7,66	17,38	9,88
KUV	0,28	0,26	0,24	0,23
EV/SALES	0,29	0,27	0,25	0,24
EV/EBITDA	5,20	4,12	3,65	3,00
EV/EBIT	21,77	16,48	14,37	7,73
KBV	0,86	0,78	0,75	0,70
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	1,6%	2,9%

Aktienanzahl (Mio.)	2007	2008e	2009e	2010e
Stammaktien ausstehend	5,17	5,17	5,17	5,17
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2007	2008e	2009e	2010e
EBITDA / Umsatz	5,6%	6,5%	6,9%	8,0%
EBIT / Umsatz	1,3%	1,6%	1,8%	3,1%
EBT / Umsatz	1,2%	1,9%	2,2%	3,7%
Nettoergebnis / Umsatz	1,4%	3,4%	1,4%	2,3%
EK-Rendite	4,4%	10,1%	4,3%	7,0%
GK-Rendite	3,0%	5,2%	2,7%	3,9%
ROCE	2,4%	3,3%	3,8%	7,1%

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 mittelständische Unternehmen. Hier gehört AC-Service seit der Übernahme der All for One Midmarket Solutions zu den führenden Systemhäusern in Deutschland.

Management

Lars Landwehrkamp (Sprecher)
Stefan Land (CFO)

Aktionäre

BEKO Holding	55,00%
Streubesitz	45,00%
im Streubesitz:	
Universal-Investment	5,00%

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

Rechtshinweis: 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/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. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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 Inhaltes oder von Teilen.