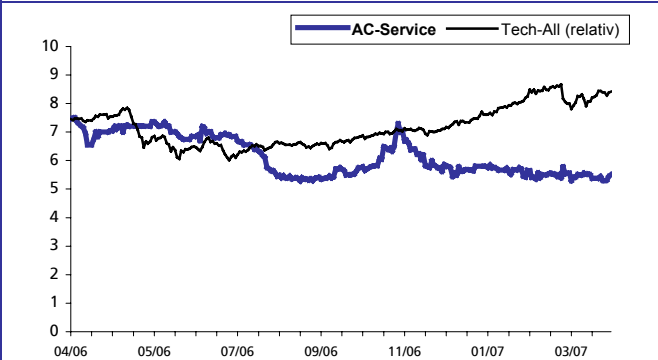


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 7,60**
(alt: Kaufen) mittel

Neue Guideline für 2007 und 2008

Bloomberg: ACV GY Kurs: EUR 5,51
Reuters: ACVG.DE Tec-AS: 1.057,76
ISIN: DE0005110001
Internet: www.ac-service.com
Segment: Prime Standard
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 30.03.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 7,71/ EUR 5,08
Marktkapitalisierung: EUR 29,75 Mio.
Aktienzahl: 5,40 Mio.

Aktionäre: BEKO Holding 55%
Freefloat 45%

Termine:

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 02.04.2007
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

Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
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
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

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

Sales Assistance

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

Mit der Präsentation der endgültigen Geschäftszahlen für 2006 legte AC-Service neben Details zur Geschäftsentwicklung in 2006 eine neue Guideline für 2007 und 2008 vor. Gegenüber den vorläufig berichteten Zahlen gab es bei den endgültigen Zahlen keine Abweichungen. Der Umsatz war etwas besser ausgefallen, während unsere Ergebnisschätzung nicht ganz erreicht wurde (siehe News-Flash vom 15.03.2007).

Für 2007 erwartet das Unternehmen einen Umsatz in einer Bandbreite von EUR 77 und 79 Mio. Das EBITA soll zwischen EUR 2,3 und 2,7 Mio. nach EUR 2,4 Mio. in 2006 liegen. In 2008 strebt AC-Service einen Umsatz zwischen EUR 89 und EUR 92 Mio. an. Das EBITA soll dabei einen Wert im Bereich von EUR 4,2 bis 4,7 Mio. erreichen. Damit liegt der Ausblick für die Ergebnisentwicklung deutlich unter dem, was das Unternehmen im vergangenen Jahr in Aussicht gestellt hat.

Das erwartete Wachstum resultiert, wie bereits im abgelaufenen Jahr, aus dem Kerngeschäft SAP Solutions und dem Geschäftsbereich Managed IT Services. Das Kerngeschäft hat AC-Service unter dem Markennamen der in 2006 akquirierten All for One ausgebaut und durch die Ergänzung mit den bestehenden Aktivitäten im Bereich Managed IT Services den Schritt zu einem Komplettanbieter vollzogen.

Geschäftsjahresende	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	CAGR
Umsatz	72,9	78,5	86,9	92,1	8,1%
Umsatz (alt)		78,5	83,6	-	
Delta		0,0%	3,9%		
EBITDA	4,5	5,5	7,6	8,9	25,5%
Marge	6,16%	7,07%	8,73%	9,63%	
EBITDA (alt)		7,1	9,0	-	
Delta		-21,9%	-15,8%	n.a.	
EBIT	1,4	1,5	3,3	4,0	41,4%
Marge	1,93%	1,90%	3,78%	4,33%	
EBIT (alt)		3,1	4,7	-	
Delta		-51,9%	-30,1%	n.a.	
Nettoerg.	-1,8	0,0	1,5	2,9	n.m.
Marge	-2,52%	0,00%	1,78%	3,15%	
Nettoerg. (alt)		1,5	3,0	-	
Delta		n.m.	-48,5%	n.a.	
EpA	-0,34	0,00	0,29	0,54	n.m.
EpA (alt)		0,29	0,57	-	
Delta		n.m.	-49,8%	n.a.	
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,15	n.m.
Rendite	0,00%	0,00%	0,00%	2,74%	
Dividende (alt)		0,00	0,00	-	
Delta		n.m.	n.m.	n.a.	
EpA in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 5,51 EUR					
KUV	0,41	0,38	0,34	0,32	
KGV	n.m.	n.m.	19,27	10,24	
EV/Umsatz	0,53	0,49	0,44	0,42	
EV/EBITDA	8,55	6,92	5,07	4,33	

Strategisch stehen weiterhin die Festigung und der Ausbau der Position als einer der führenden SAP-Komplettdienstleister für mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum im Vordergrund. Gleichzeitig sollte die Ausrichtung die Steigerung des Anteils wiederkehrender Erlöse im Bereich Wartung und Hosting erlauben, die Kundenbindung und das Umsatzpotenzial je Kunde erhöhen und damit nachhaltig bessere Margen ermöglichen.

Allerdings sorgen Investitionen in Wachstum (Personalaufbau und -entwicklung, Integration, Neukundengewinnung) dafür, dass sich die Marge nicht so zügig verbessert, wie von uns bisher erwartet. Vor diesem Hintergrund und der gegebenen Guideline nehmen wir unsere Ergebnisschätzungen zurück, gehen aber von einer leicht besseren Umsatzentwicklung aus. Das Nettoergebnis könnte im laufenden Jahr durch die bevorstehende Unternehmenssteuerreform belastet werden. Die aus niedrigeren Steuersätzen resultierende Neubewertung der Verlustvorträge dürfte sich belastend auswirken. Diesen Effekt haben wir in den Prognosen für 2007 berücksichtigt. Da der Umfang der nutzbaren Verlustvorträge unverändert bleibt hat dies auf die Bewertung kaum einen Einfluss.

Nach der Prognosenanpassung liegt das auf einem DCF-Modell basierende Kursziel bei EUR 7,60 nach zuvor EUR 8,30. Aufgrund des bestehenden Bewertungspotenzials behalten wir das Rating Kaufen bei.

Kennzahlen (AC-Service)

GuV (in Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	72,9	78,5	86,9	92,1
Gesamtleistung	73,9	79,2	87,7	92,7
Materialaufwand	21,8	23,2	25,3	26,6
Rohertrag	52,1	56,0	62,3	66,1
Personalkosten	34,8	37,6	40,9	42,7
Sonstiger betrieblicher Aufwand	12,8	13,0	13,9	14,5
EBITDA	4,5	5,5	7,6	8,9
Abschreibungen	3,1	4,1	4,3	4,9
- davon Abschreibungen auf iAV	1,0	1,2	1,2	1,2
EBIT	1,4	1,5	3,3	4,0
Finanzergebnis	-0,7	-0,1	-0,2	-0,1
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,7	1,4	3,0	3,9
Steuern	2,6	1,4	1,5	1,0
Nettoergebnis vor Minoritäten	-1,9	0,0	1,5	2,9
Nettoergebnis	-1,8	0,0	1,5	2,9
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,8

Cash-Flow	2006	2007e	2008e	2009e
Operativer Cash-Flow	4,3	4,1	5,8	7,8
Free-Cash-Flow	-13,3	2,2	2,3	3,7
Investitionen	17,8	3,3	3,5	3,6

Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	6,8	7,3	7,8	7,7
Immat. Vermögen	18,7	17,5	16,3	15,0
Net Working Capital	8,6	8,2	9,2	9,8
Umlaufvermögen	27,5	22,9	22,3	20,9
Liquide Mittel	9,3	4,2	2,3	0,1
Eigenkapital	24,8	24,8	26,4	29,3
Rückstellungen	2,3	2,4	2,4	2,4
Finanzverbindlichkeiten	15,5	11,8	7,6	1,7
Nettoliquidität	-6,2	-7,6	-5,3	-1,6
Bilanzsumme	64,3	59,5	58,9	56,2

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009

Wachstumsraten	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	59,6%	7,7%	10,7%	6,0%
EBITDA	-32,2%	23,6%	36,7%	17,0%
EBIT	-9,2%	5,7%	120,6%	21,3%
EBT	-50,8%	86,9%	122,4%	27,2%
Nettoergebnis	n.m.	-99,8%	n.m.	88,2%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.

Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e
Materialaufwand / Umsatz	29,9%	29,5%	29,1%	28,9%
Personalaufwand / Umsatz	47,7%	47,9%	47,0%	46,4%

Umsatzaufteilung	2006	2007e	2008e	2009e
------------------	------	-------	-------	-------

Kursdaten	2006	2007e	2008e	2009e
Kurs (EUR)				5,51
Marktkap. (Mio. EUR)				30
Enterprise Value (Mio. EUR)				38

Aktienkennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,35	0,00	0,30	0,56
Umsatz je Aktie (EUR)	14,02	15,09	16,71	17,71
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-2,56	0,41	0,43	0,71
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,15

Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	neg.	neg.	18,55	9,86
KUV	0,39	0,37	0,33	0,31
EV/SALES	0,53	0,49	0,44	0,42
EV/EBITDA	8,55	6,92	5,07	4,33
EV/EBIT	27,26	25,78	11,69	9,63
KBV	1,20	1,20	1,13	1,02
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%

Aktienanzahl (Mio.)	2006	2007e	2008e	2009e
Stammaktien ausstehend	5,20	5,20	5,20	5,20
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2006	2007e	2008e	2009e
EBITDA / Umsatz	6,2%	7,1%	8,7%	9,6%
EBIT / Umsatz	1,9%	1,9%	3,8%	4,3%
EBT / Umsatz	1,0%	1,7%	3,5%	4,2%
Nettoergebnis / Umsatz	-2,5%	0,0%	1,8%	3,2%
EK-Rendite	-7,4%	0,0%	5,9%	9,9%
GK-Rendite	-1,8%	0,9%	3,2%	5,3%
ROCE	3,6%	4,0%	8,8%	10,9%

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 Übernahme der All for One Midmarket Solutions zu den führenden Systemhäusern in Deutschland.

Management

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

Aktionäre

BEKO Holding	55,00%
Streubesitz	45,00%
davon Vorstand	3,00%

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/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.

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.