

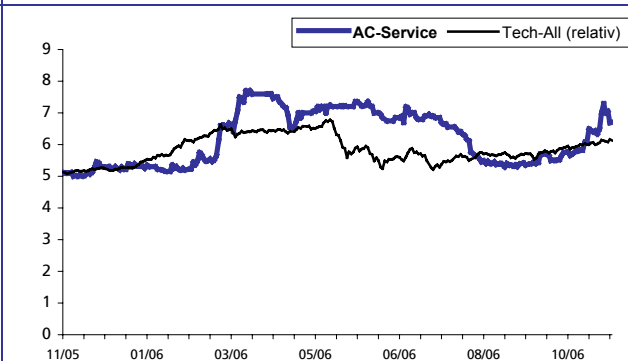
Kaufen
(alt: Kaufen)

Risiko:
mittel

Kursziel: 8,60 €

Mit mehr Schwung ins zweite Halbjahr

Bloomberg: ACV GY Kurs: 6,71 €
Reuters: ACVG.DE Tec-AS: 889,20
ISIN: DE0005110001
Internet: www.ac-service.com
Segment: Prime Standard
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 14.11.2006 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: 7,81€ / 5,00 €
Marktkapitalisierung: 36,23 Mio. €
Aktienzahl: 5,40 Mio.

Aktionäre: BEKO Holding 52%
Freefloat 48%

Termine: Bilanzpressekonferenz 28.03.2007

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 15.11.2006
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

Mit den Zahlen zum dritten Quartal übertraf AC-Service unsere Schätzungen und erreichte sowohl beim Umsatz als auch mit Blick auf die aussagefähigste Ergebniskennziffer – das EBITA – eine deutliche Steigerung zum Vorjahr.

3. Quartal 2006				Vorjahreswert
	berichtet	Prognose	Delta	
Umsatz	18,00	17,50	2,9%	11,06
EBITA	1,09	0,60	81,7%	0,70
Marge	6,06%	3,43%		
EBIT	0,83	0,40	107,5%	0,60
Marge	4,61%	2,29%		5,42%
Nettoerg.	0,05	-0,06	n.m.	0,37
Marge	0,28%	n.m.		
EpA	0,01	-0,01	n.m.	0,08

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Tabelle 1; Quelle: AC-Service AG, SES Research

Im laufenden Geschäftsjahr konnte AC-Service durch die Übernahme der All for One das eigene Profil deutlich schärfen und sich als einer der **führenden Anbieter von SAP-Lösungen für den Mittelstand im deutschsprachigen Raum** positionieren. Mit ihrem umfangreichen Leistungsspektrum tritt die AC-Service Gruppe hier nunmehr als Komplettanbieter auf.

(Fortsetzung siehe Seite 2)

Geschäftsjahresende	12/05	12/06e	12/07e	12/08e	CAGR
Umsatz	45,7	70,0	77,2	82,4	21,7%
Umsatz (alt)		69,2	76,6	81,9	
Delta		1,1%	0,8%	0,7%	
EBITDA	6,6	5,0	7,3	9,1	11,0%
Marge	14,51%	7,09%	9,43%	10,99%	
EBITDA (alt)		4,5	7,2	9,0	
Delta		10,3%	1,2%	0,7%	
EBIT	1,6	1,8	3,3	4,8	46,2%
Marge	3,40%	2,63%	4,26%	5,88%	
EBIT (alt)		1,2	3,2	4,8	
Delta		49,9%	2,8%	1,0%	
Nettoerg.	1,4	-1,0	1,6	3,1	29,8%
Marge	3,11%	-1,42%	2,03%	3,77%	
Nettoerg. (alt)		-1,2	1,5	3,0	
Delta		n.m.	4,3%	3,5%	
EpA	0,27	-0,19	0,30	0,60	29,8%
EpA (alt)		-0,24	0,29	0,59	
Delta		n.m.	4,3%	1,8%	
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	n.m.
Rendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Dividende (alt)		0,00	0,00	0,00	
Delta		n.m.	n.m.	n.m.	

EpA in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 6,71 €

KUV	0,76	0,50	0,45	0,42
KGV	24,46	n.m.	22,18	11,18
EV/Umsatz	0,88	0,58	0,52	0,49
EV/EBITDA	6,09	8,13	5,54	4,45

Das hohe **Umsatzwachstum von 63%** gegenüber dem Vorjahresquartal ist, bedingt durch die Akquisition, **überwiegend anorganischer Natur**. All for One steuerte im dritten Quartal rund 6,4 Mio. € zum Gesamtumsatz bei. Ein **organisches Wachstum der Gruppe von knapp 5%** im abgelaufenen Quartal zeigt jedoch, dass AC-Service außerdem von der zum Vorjahr **verbesserten Branchenkonjunktur** profitieren konnte. Wachstum verzeichnete sowohl das Kerngeschäft SAP-Solution (in das auch das anorganische Wachstum fällt) als auch die Segmente Managed IT-Services und Other Operations. Lediglich das Segment HR-Services verzeichnete einen Umsatzrückgang.

Ergebnisseitig zeigte AC-Service eine deutliche Verbesserung zu den Vorquartalen. Der Wegfall von einmaligem Aufwand, der im Zusammenhang mit der Akquisition stand, sorgte für eine deutliche Ergebnisentlastung. Im Vorjahresvergleich zeigt sich mit Blick auf das **EBITA, mit einem Anstieg um 59%** ebenfalls eine deutliche Verbesserung. Seit der Übernahme der All for One fallen erhebliche Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte an (gut 1 Mio. € p.a.), die die Ergebniskennziffern unterhalb des EBITA belasten. Damit ist wesentlicher Aufwand weder liquiditätswirksam noch auf das operative Geschäft zurück zu führen. Dadurch ist das EBITA die aussagekräftigste Zahl für den Vorjahresvergleich. Die hohe ausgewiesene Steuerbelastung ist ebenfalls überwiegend nicht liquiditätswirksam.

Die **bislang noch nicht befriedigende Margensituation im Geschäftsfeld SAP-Solutions** wurde durch gute Ergebnisse in anderen Segmenten – insbesondere im Segment Other Operations – überkompensiert, so dass unsere **Ergebniserwartungen übertroffen** werden konnten. Positiv auf das Ergebnis hat sich auch die gute Entwicklung bei verkauften SAP-Lizenzen niedergeschlagen, da hier die Margen deutlich höher als im Consulting sind. Im Consulting arbeitet AC-Service weiterhin an der Beseitigung des Engpassfaktors Personal, der sich aufgrund der guten Nachfragesituation eingestellt hat. Hohe Fremdleistungen durch externes Personal belasteten voraussichtlich noch bis in 2007 hinein die Ergebnissituation. Der weitere sukzessive Abbau des Engpasses sollte aber **in den kommenden Quartalen zu einer weiteren Ergebnisverbesserung im Kerngeschäft** führen.

Die **gute Nachfragesituation**, der sich AC-Service gegenüber sieht, resultierte aus folgenden Faktoren:

- Die **Investitionsneigung im Mittelstand** bezüglich IT-Themen hat sich im laufenden Jahr deutlich verbessert. Dies gilt insbesondere für den Maschinenbau und Automobilzulieferer und Engineering-Dienstleister, wo AC-Service über besondere Branchenkompetenz verfügt.
- **Mit dem gehobenen Mittelstand** (bis 500 Mio. € Umsatz), der bisher direkt von SAP angegangen wurde, kann AC-Service **ein neues Kundensegment erschließen**. Ein Viertel der über 20 Neukunden im Bereich SAP-Solutions in 2006 entfällt auf den gehobenen Mittelstand, was das erfolgreiche Agieren in diesem Segment untermauert.
- Die **Nutzung des Cross-Selling-Potenzials** zwischen den Segmenten SAP Solutions und Managed IT-Services scheint gut voran zu kommen. Dies sollte insbesondere dem Segment Managed IT-Services starke Impulse verleihen.



Mit den Zahlen zum dritten Quartal bestätigte AC-Service auch die **Guideline für das laufende Jahr**, die einen Umsatz zwischen 67 und 70 Mio. € und ein EBITA zwischen 2,4 und 2,9 Mio. € vorsieht. Aufgrund der Entwicklung im ersten Halbjahr waren wir davon ausgegangen, dass AC-Service ergebnisseitig eher die untere Grenze der Guideline erreicht. Nach dem vorgelegte Bericht erwarten wir nun ein Ergebnis am oberen Ende der Guideline. Wir gehen davon aus, dass AC-Service die zuvor genannten positiven Entwicklungen in den kommenden Quartalen fortsetzen kann und heben vor diesem Hintergrund unsere Schätzungen an. Das auf einem DCF-Modell basierende **Kursziel beträgt 8,60 €** nach zuvor 8,40 €. Das Rating **Kaufen** bestätigen wir.

Kennzahlen (AC-Service)

GuV (in Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	45,7	70,0	77,2	82,4
Gesamtleistung	46,6	70,4	77,7	82,9
Materialaufwand	5,9	19,3	20,4	21,5
Rohhertrag	40,7	51,1	57,3	61,4
Personalkosten	24,5	33,8	37,3	39,2
Sonstiger betrieblicher Aufwand	9,6	12,4	12,8	13,2
EBITDA	6,6	5,0	7,3	9,1
Abschreibungen	5,1	3,1	4,0	4,2
- davon Abschreibungen auf iAV	0,2	1,1	1,2	1,2
EBIT	1,6	1,8	3,3	4,8
Finanzergebnis	-0,1	-0,9	-0,4	-0,2
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,5	0,9	2,8	4,6
Steuern	0,2	2,0	1,3	1,5
Nettoergebnis vor Minoritäten	1,3	-1,1	1,6	3,1
Nettoergebnis	1,4	-1,0	1,6	3,1
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0

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

Bilanz (Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Sachanlagen	5,0	6,1	6,6	6,9
Immat. Vermögen	5,7	19,4	18,2	16,9
Net Working Capital	5,1	7,1	7,7	8,3
Umlaufvermögen	23,1	28,6	28,1	29,1
Liquide Mittel	11,9	11,5	10,0	10,2
Eigenkapital	25,2	24,2	25,8	28,9
Rückstellungen	2,1	2,3	2,4	2,4
Finanzverbindlichkeiten	3,1	14,5	10,7	6,5
Nettoliqidität	8,8	-3,0	-0,7	3,6
Bilanzsumme	42,1	63,1	62,7	63,7

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%	53,2%	10,3%	6,8%
EBITDA	3,8%	-25,1%	46,7%	24,4%
EBIT	n.m.	18,8%	78,3%	47,4%
EBT	n.m.	-38,8%	212,4%	61,8%
Nettoergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	98,4%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Kostenintensitäten	2005	2006e	2007e	2008e
Materialaufwand / Umsatz	12,9%	27,6%	26,4%	26,1%
Personalaufwand / Umsatz	53,5%	48,3%	48,3%	47,5%

Umsatzaufteilung	2005	2006e	2007e	2008e
------------------	------	-------	-------	-------

Kursdaten	2005	2006e	2007e	2008e
Kurs (€)				6,71
Marktkap. (Mio. €)				35
Enterprise Value (Mio. €)				40

Aktienkennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie (€)	0,27	-0,19	0,30	0,60
Umsatz je Aktie (€)	8,83	13,53	14,93	15,94
Free-Cash-Flow je Aktie (€)	-0,05	-3,17	0,48	0,84
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	24,46	neg.	22,18	11,18
KUV	0,76	0,50	0,45	0,42
EV/SALES	0,88	0,58	0,52	0,49
EV/EBITDA	6,09	8,13	5,54	4,45
EV/EBIT	26,01	21,89	12,28	8,33
KBV	1,38	1,43	1,34	1,20
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%	7,1%	9,4%	11,0%
EBIT / Umsatz	3,4%	2,6%	4,3%	5,9%
EBT / Umsatz	3,3%	1,3%	3,7%	5,6%
Nettoergebnis / Umsatz	3,1%	-1,4%	2,0%	3,8%
EK-Rendite	5,6%	-4,1%	6,1%	10,7%
GK-Rendite	3,7%	-0,5%	3,3%	5,3%
ROCE	7,9%	5,1%	9,0%	13,4%

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)

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.