



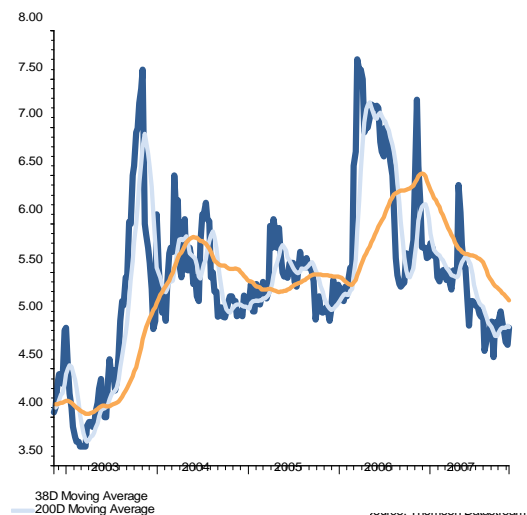
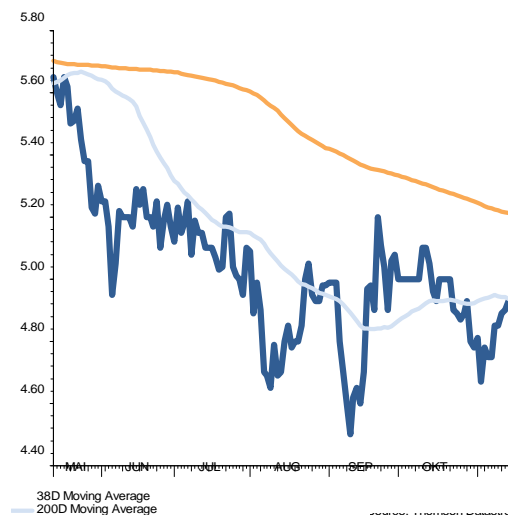
AC Service

Rating

Kaufen (unverändert)

Neustrukturierung trägt erste Früchte

- Q3-Zahlen über den Erwartungen, Guidance angehoben ▶
- Bisherige Umsatz- und Ergebnisprognose zu konservativ ▶
- Optimistischere Annahmen führen zu deutlich höherem fairem Wert ▶
- Kurzziel steigt auf 6,50 €, Rating unverändert Kaufen ▶





Kaufen

Kursziel: 6,50 €

Kurs: 4,73 €

15.11.07

11:20 h

Letztes Rating/ Kursz.:
Kaufen / 6,00 €

Letzte Analyse:
23.08.2007

S&P-Rating: n.a.

Technologie

Anzahl Aktien:
5,4 Mio.

Marktkapitalisierung:
25,5 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,03 %

Beta: 0,60.

Rechnungslegung:
IFRS

Kalender:
am

Dividende 2007e: 0,00

ISIN: DE0005110001

Bloomberg: ACV GY

Reuters: ACVG.DE

Thomas Hofmann

Diplom-Kaufmann, CEFA

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-42775

Thomas.Hofmann@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-
Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

www.LBBW.de

AC Service

15.11.2007

Anlass: Q3-Finanzzahlenkommentierung

Q3-Zahlen besser als erwartet, Guidance angehoben

AC Service konnte im dritten Quartal einen Umsatz von 22,3 Mio. € und ein EBIT von 1,0 Mio. € erzielen. Die entsprechenden Vorjahreswerte - 17,9 bzw. 0,7 Mio. € - wurden damit um 24% bzw. 35% übertroffen. Auf Basis dieser dynamischen Entwicklung hob das Management die Guidance für 2007 bei Umsatz und EBIT deutlich an. Im Zusammenhang mit der Unternehmenssteuerreform in Deutschland führte die Auflösung aktiver latenter Steuern in Q3 zu einem Mehraufwand von 0,5 Mio. € und somit zu einem Nettoverlust von 0,2 Mio. €. Wir beurteilen die Entwicklung von AC-Service deutlich optimistischer als bisher und heben unser Kursziel von 6,00 auf 6,50 € an. Das Rating der Aktie bleibt damit unverändert bei Kaufen.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2006	-0,35	-0,35	0,5	7,8	n.a.
2007e	0,21	0,18	0,4	4,8	22,5
2008e	0,57	0,43	0,3	3,6	8,3
2009e	0,87	0,75	0,3	2,8	5,4

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto- ergebnis Mio. €
2006	72,9	4,5	1,4	1,9 %	-1,8
2007e	86,0	6,7	3,1	3,5 %	1,1
2008e	94,1	8,8	4,8	5,1 %	3,0
2009e	103,0	11,5	7,0	6,8 %	4,5

- Umsatzanstieg um 24% YoY in Q3 zum weitaus überwiegenden Teil auf organisches Wachstum zurückzuführen, was die Qualität der Entwicklung nochmals unterstreicht. Unsere Schätzung (20,5 Mio. €) konnte deutlich übertroffen werden.
- Überproportionale EBIT-Entwicklung verläuft noch auf niedrigem Margenniveau (EBIT-Marge lediglich bei 4,3%), wodurch sich auch für die Zukunft die Möglichkeit einer zum Umsatz überproportionalen Ergebnissteigerung bietet.
- Wir heben unsere Umsatz- und Ergebnisprognose sowohl für die Detail- als auch für die mittelfristige Planungsperiode an. Dadurch verringern sich einerseits die Multiples deutlich (KGV 08e: 8,3 auf aktuellem Kursniveau) und andererseits steigt der faire Wert auf 8,10 € je Aktie an.
- Auf Sicht der nächsten 6 Monate erhöhen wir in diesem Zusammenhang auch unser Kursziel von 6,00 auf 6,50 € an und bekräftigen unser Kaufen-Votum. Über die 6-Monatsfrist rechnen wir mit weiterem, signifikantem Kurspotenzial.

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

Bewertung

Multiplikatorbewertung

Vergleicht man die Bewertung von AC-Service auf Basis unserer angehobenen Umsatz- und Ergebnisprognose zeigt sich, dass der Titel bei der Mehrzahl der Multiplikatoren deutlich günstiger bewertet ist als die Aktien der Wettbewerber. Dies gilt insbesondere für das Basisjahr 2008, das zunehmend in den Fokus der Multiplikatorbewertung rücken sollte. Im Vergleich zu unserer letzten ausführlicheren Stellungnahme zu AC-Service haben wir die Aktie der itelligence AG nicht mehr berücksichtigt, da hier ein Übernahmeangebot der japanischen NTT Data vorliegt und die Aktie somit nach dem dadurch ausgelösten Kurssprung den Bewertungsvergleich verzerren würde.

Multiplikatorenvergleich AC-Service AG

Unternehmen	Kurs-/ Buchwert	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV	
		07e	08e	07e	08e	07e	08e	07e	08e
CENIT AG	3,4	0,8	0,8	5,3	4,8	5,9	5,3	10,2	8,4
GFT Techn.	2,0	0,4	0,3	6,6	5,5	7,4	6,1	12,8	10,1
IDS Scheer	2,7	1,2	1,1	10,7	8,6	12,6	9,8	21,9	16,6
PC-Ware AG	1,4	0,1	0,1	6,2	4,3	8,3	5,3	16,6	10,6
REALTECH AG	1,3	0,5	0,4	4,2	3,7	4,9	4,3	17,3	12,9
syskoplan AG	1,4	0,4	0,3	3,1	2,7	3,8	3,3	13,0	10,7
Median	1,7	0,4	0,4	5,8	4,5	6,6	5,3	14,8	10,6
AC-Service	1,0	0,3	0,3	4,2	3,2	9,1	5,8	22,5	8,3

Quelle: LBBW, JCF, Reuters

Das in diesem Zusammenhang am besten mit AC-Service vergleichbare Unternehmen ist die Realtech AG, deren Aktie auf Basis aller Multiples signifikant höher bewertet ist. Diese Differenz kann unseres Ermessens nur zu einem Teil auf die höhere Rentabilität von Realtech zurückgeführt werden zumal sich der Renditevorsprung zunehmend einengen dürfte. Vor diesem Hintergrund deutet der Multiplikatorenvergleich unseres Erachtens eindeutig auf eine Unterbewertung der AC-Service-Aktie hin. Insbesondere das Kurs-/Buchwert-Verhältnis von lediglich 1,0 reflektiert keinesfalls die von uns erwartete Ertragslage der AC-Service.

Shareholder value-Bewertung

Vor dem Hintergrund der höheren Umsatz- und Ergebnisprognose für das laufende und die beiden folgenden Geschäftsjahre haben wir auch unsere Parameter für die Shareholder value-Analyse angepasst. Bisher waren wir in dieser Hinsicht betont konservativ vorgegangen. Unseres Erachtens war bisher nicht absehbar inwieweit es AC-Service gelingt, durch die Übernahme von All for One zu den etablierten Wettbewerbern im SAP-Umfeld aufzuschließen, sowohl hinsichtlich der Umsatz- als auch hinsichtlich der Margenentwicklung. Da sich mittlerweile jedoch eine positive Entwicklung im Zahlenwerk von AC-Service zeigt und vor allem die Partnerschaft mit SAP zunehmend eine bessere Qualität erreicht (AC Service ist einer von weltweit bisher nur 22 Reseller-Partnern für das neue SAP-Produkt) halten

wir unsere bisherige Zurückhaltung in diesem Ausmaß nicht mehr für angebracht.

ROCE im Überblick

in %	2007e	2008e	2009e	mittelfristig	langfristig
bisher	7,1	10,4	11,6	8,0	7,5
aktuell	9,1	13,3	18	10,0	7,5

Quelle: LBBW

Die obige Tabelle zeigt zwei entscheidende, die Bewertung beeinflussende Änderungen auf. Einerseits haben sich die von uns geschätzten ROCE's der Detailplanungsperiode durch die höhere Umsatz- und Ergebnisprognose deutlich erhöht. Andererseits haben wir auch den für die mittelfristige Periode erwarteten ROCE um 2 Prozentpunkte angehoben. Grundsätzlich haben wir uns aber nicht komplett von unserer eher vorsichtigen Haltung verabschiedet: Der mittelfristig geschätzte ROCE liegt mit 10% immer noch deutlich unter dem Durchschnitt aus der Detailplanungsperiode und der langfristig prognostizierte ROCE beträgt unverändert 7,5%. Damit wollen wir vermeiden, dass die durch die SAP-Mittelstandsoffensive zu erwartende Sonderkonjunktur auf die Unendlichkeit fortgeschrieben wird. Auf Basis dieser veränderten Annahmen steigt der faire Wert der AC-Service-Aktie von 6,50 auf 8,00 €:

Bewertung (Wertschöpfungsanalyse)

Barwerte	Mio €
12/2006	2
12/2007e	3
12/2009e	4
Terminal / Continuing value	7
Summe künftiger Wertschöpfung	16
Capital employed (12/2006)	44
Fairer Wert (EK + FK)	61
Adjustierungsfaktor	1,04
Fairer aktueller Wert (EK + FK)	63
Verbindlichkeiten (12/2006)	(22)
Fairer Wert des Eigenkapitals	42
Marktkapitalisierung	25
Abschlag (%)	39
Fair value je Aktie (€)	8,0

Modellparameter

Mittelfristig (2010 - 2014)	
ROCE (%)	10,0
WACC	6,1
Wachstum Capital employed (%)	3,0
Langfristig (ab 2015)	
ROCE (%)	7,5
WACC	7,4
Wachstum Capital employed (%)	3,0

	12/2004	12/2005	12/2006	12/2007e	12/2008e	12/2009e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Wertschöpfung (Economic value added)	(3)	0	1	2	3	5
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	(1)	2	3	4	6	8
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern*	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
Wertschöpfungs-Marge (%)	(9,9)	0,2	3,0	4,2	6,9	11,6
ROCE (%)	(3,1)	6,0	8,9	9,1	13,3	18,0
Gewichteter Kapitalkostensatz nach Steuern* (%)	6,8	5,9	5,9	4,9	6,4	6,5
* Werte des Vorjahres						
Wachstum des Capital employed (%)	(19,8)	12,6	50,8	(1,6)	2,9	3,8

Auch bei einer drastischen Variation der Bewertungsparameter spricht unser Bewertungsmodell für ein Engagement in die Aktie. Selbst bei einer Anpassung der langfristigen ROCE-Annahme um 100 Basispunkte auf 6,5% ergibt sich noch ein fairer Wert von 6,50 €.

Zinssensitivitäts-Analyse

Fairer Wert nach Zinsänderung	LBBW								
Kapitalmarktzins (%)	3,10	3,35	3,60	3,85	4,10	4,35	4,60	4,85	5,10
WACC (%)	5,2	5,4	5,6	5,8	6,1	6,3	6,5	6,8	7,0
Fairer Wert je Aktie (€)	10,5	9,8	9,1	8,6	8,0	7,6	7,2	6,8	6,4

ROCE-Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert in Abhängigkeit vom mittelfristigen ROCE	LBBW								
Mfr. ROCE (%)	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0	13,0	14,0
Fairer Wert je Aktie (€)	6,6	7,0	7,3	7,7	8,0	8,4	8,8	9,1	9,5
Fairer Wert in Abhängigkeit vom langfristigen ROCE	LBBW								
Lfr. ROCE (%)	6,5	6,8	7,0	7,3	7,5	7,8	8,0	8,3	8,5
Fairer Wert je Aktie (€)	6,5	6,9	7,3	7,7	8,0	8,4	8,8	9,2	9,6

Empfehlung

Der aktuelle Aktienkurs negiert unseres Erachtens fundamentale Faktoren wie

- a) das anhaltend günstige Branchenumfeld
- b) die Vorteile aus der Reseller-Partnerschaft mit SAP
- c) den absehbaren Turnaround im Segment SAP Solutions mit entsprechend positiven Auswirkungen auf das Konzernergebnis

Unseres Erachtens können nur Faktoren wie zum Beispiel die geringe Free float Marktkapitalisierung von nur etwa 11 Mio. € oder die fehlende Übernahmephantasie für die niedrige Bewertung verantwortlich sein. Aus fundamentaler Sicht ist die Aktie hingegen ein klarer Kauf. Dass unser Kursziel von 6,50 € deutlich unter dem fairen Wert von 8,00 € je Aktie liegt, hängt ausschließlich mit dem Zeithorizont von 6 Monaten zusammen. Über diese Frist hinausschauend besteht noch weiteres Kurspotenzial für die Aktie.

Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

- AC-Service konnte den Umsatz in den ersten 9 Monaten des laufenden Geschäftsjahres im Vorjahresvergleich um 26% auf 64 Mio. € ausweiten, was etwa auch der Zuwachsrate für das dritte Quartal entspricht. Das Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA) verzeichnete ein hierzu deutlich überproportionales Wachstum, so dass sich die EBITDA-Marge von 5,8 auf 7,8% verbesserte. Das gleiche gilt für das EBIT und auch für das Nettoergebnis. Im dritten Quartal führte eine Anpassung der latenten Steuerpositionen im Vorfeld der anstehenden Steuerreform zu Mehrbelastungen von saldiert etwa 0,5 Mio. €. Das Nettoergebnis im dritten Quartal fiel daher negativ aus. Kumuliert ergibt sich allerdings immer noch ein positives Ergebnis von 0,72 Mio. € bzw. 0,12 € je Aktie gegenüber einem Verlust von 1,4 Mio. € im Vorjahr.

9-Monatszahlen im Überblick

Mio. €	Q3/07	Q3/06	±%	9M/07	9M/06	±%
Konzern						
Umsatz	22,2	17,9	24%	64,2	51,0	26%
EBITDA	1,9	1,5	27%	5,0	3,0	68%
Marge	8,5%	8,3%		7,8%	5,8%	
EBIT	1,0	0,7	35%	2,3	0,7	214%
Marge	4,3%	4,0%		3,6%	1,4%	
Ergebnis nach Steuern	-0,2	0,0	n.a.	0,7	-1,4	n.a.
Marge	-1%	0%		1%	-3%	
Ergebnis je Aktie (€)	-0,05	0,00	n.a.	0,12	-0,26	n.a.
Segments						
Managed IT-Services						
Umsatz	5,004	4,185	20%	16,707	12,622	32%
EBIT	0,227	0,176	29%	0,77	0,526	46%
Marge	4,5%	4,2%		4,6%	4,2%	
SAP Solutions						
Umsatz	12,02	9,66	24%	34,264	26,607	29%
EBIT	-0,184	0,026	-808%	-0,087	-0,209	-58%
Marge	-1,5%	0,3%		-0,3%	-0,8%	
HR Services						
Umsatz	2,387	2,335	2%	7,777	7,668	1%
EBIT	0,165	0,118	40%	1,11	0,6	85%
Marge	6,9%	5,1%		14,3%	7,8%	
Other Operations						
Umsatz	2,835	1,706	66%	5,436	4,088	33%
EBIT	1,014	0,599	69%	2,218	1,296	71%
Marge	35,8%	35,1%		40,8%	31,7%	

Quelle: AC Service AG, LBBW

- Das Segment Managed IT-Services profitiert von der hohen Nachfrage nach Beratungsleistungen im hardwarenahen Bereich. Das Umsatzwachstum konnte auch in eine höhere operative Marge umgesetzt werden.
- Das nach der Übernahme All for One größte Segment SAP Solutions verharrte im dritten Quartal noch in der Verlustzone. Hier wirken sich vertriebsbedingte Probleme in Österreich ebenso negativ aus wie die stärkere Nutzung externer Ressourcen. Der Bereich befindet sich noch inmitten der Phase der Neuausrichtung (Integration von All for One, Abstimmung der Vertriebsstruktur) und des

Personalaufbaus, was bei Softwareunternehmen in der Regel zunächst per Saldo zu Ergebnisbelastungen führt.

- Die umsatzseitige Trendwende im Segment Human Resources hielt unverändert an, so dass in Q3 ein Zuwachs von 2% ausgewiesen werden konnte. Dank der nur unwesentlich ausgeweiteten Kostenbasis und einem Sondereffekt aus der Aktivierung selbst erstellter Entwicklungsleistungen in Q2 stieg das operative Ergebnis in Q3 um 40% YoY bzw. um 85% in den ersten 9 Monaten.
- Auf Basis des besser als von uns erwartet ausgefallenen Q3-Berichts haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognose für 2007 revidiert. Unsere neue Umsatzschätzung lautet 86 Mio. €, während wir bisher 83 Mio. € prognostiziert hatten. Unsere EBIT-Prognose haben wir um 36% auf 3 Mio. € angehoben, wodurch sich auch auf Nettoebene eine um 0,03 € höhere EPS-Schätzung von 0,21 € ergibt.

GuV-Prognose 2007

Mio. €	Q1/07	Q2/07	Q3/07e	Q4/07e	2007e
Konzern					
Umsatz	21,1	20,8	22,4	21,7	86
EBITDA	2,3	0,9	1,9	1,6	7
Marge	11%	4%	9%	8%	8%
EBIT	1,4	-0,1	1,0	0,7	3,0
Marge	7%	0%	5%	3%	4%
Net profit	0,9	0,0	-0,2	0,5	1,1
Marge	4,2%	-0,1%	-1,2%	2,2%	1%
Ergebnis je Aktie (€)	0,17	0,00	-0,05	0,09	0,21

Quelle: AC Service AG, LBBW

- Mit unserer neuen Prognose liegen wir leicht über (Umsatz) bzw. am oberen Rand (EBITA) der vom Management vorgegebenen Guidance für das Gesamtjahr, die ebenfalls angehoben wurde:

Vergleich der Guidance

Mio. €	neu	alt
Umsatz	83 - 85	77 - 79
EBITA	3,6 - 4,0	2,3 - 2,7

Quelle: AC-Service

Ausblick

Die Übernahme von All for One erbringt mittlerweile nachhaltig positive Effekte auf der Umsatzseite. Die Cross selling Maßnahmen zeigen ihre Wirkung, so dass die Philosophie eines SAP-Komplettanbieters offensichtlich greift. Die Ertragslage ist aktuell noch von Maßnahmen zur Neuausrichtung sowie von Investitionen in weiteres Wachstum beeinträchtigt aber auch hier rechnen wir im nächsten Geschäftsjahr mit deutlichen Fortschritten. Am stärksten sollte sich dies im Segment SAP-Solutions bemerkbar machen. Wir rechnen hier mit einem signifikanten Turnaround, der eine EBIT-Marge von 4% ermöglichen sollte:

	2007e	2008e
Mangaged IT-Services		
Umsatz	23.181	25.000
Delta YoY	29,3%	7,8%
EBIT	990	1.150
Marge	4,3%	4,6%
SAP Solutions		
Umsatz	47.781	54.000
Delta YoY	28,0%	13,0%
EBIT	-87	2.150
Marge	-0,2%	4,0%
HR-Services		
Umsatz	10.077	10.100
Delta YoY	1,1%	0,2%
EBIT	1.275	1.300
Marge	12,7%	12,9%
Other Operations		
Umsatz	7.136	7.200
Delta YoY	12,9%	0,9%
EBIT	2.804	2.400
Marge	39,3%	33,3%
Konsolidierung		
Umsatz	-2.175	-2.200
EBIT	-2.023	-2.100
Konzern		
Umsatz	86.000	94.100
Delta YoY	23,2%	9,4%
EBIT	2.959	4.900
Marge	3,4%	5,2%

Quelle: LBBWe

Auf Konzernebene rechnen wir für 2008 bei einem Umsatz von 94,1 Mio. € (bisher 91 Mio. €) mit einem EBIT von 4,9 Mio. € (3,5 Mio. €), was einer EBIT-Marge von 5,2% entspricht (3,9%). Nach Steuern ergibt sich somit eine Prognose in Höhe von 3,1 Mio. € (bisher 2,25 Mio. €) bzw. ein Ergebnis je Aktie von 0,57 € (0,43 €). Über das Jahr 2008 gehen wir von einem weiteren Wachstum bei Umsatz und Ertrag aus, wobei die Ergebnisentwicklung wiederum etwas dynamischer sein dürfte. Unser Optimismus basiert im wesentlichen auf einer anhaltend hohen Nachfrage seitens der mittelständischen Abnehmer, die zusätzlich durch die Mittelstandsoffensive von SAP Schub erhalten dürfte. Dieses zunehmende Wachstum wird bei AC-Service nach Abschluss der Neuorganisation zu einer „Normalisierung“ der operativen Ergebnismarge führen, wobei wir hier eine EBIT-Marge in einer Bandbreite zwischen 6 und 8% für realistisch halten.

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW		
Kaufen	Halten	Verkaufen
53,3 %	32,8 %	13,9 %

Rating-Chronik

Datum	Rating
05.12.2006	Kaufen

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben