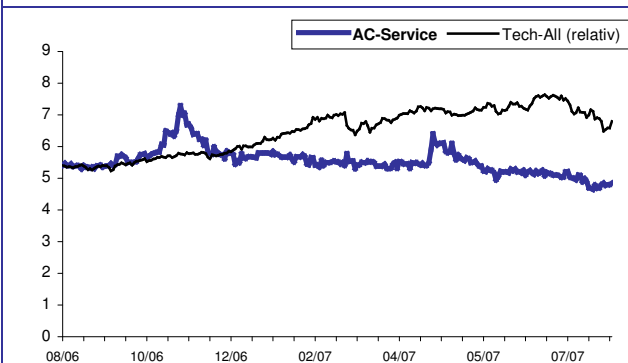


**Kaufen** Risiko: **Kursziel: EUR 7,60**  
(alt: Kaufen) mittel

## AC-Service versprüht Optimismus

Bloomberg: ACV GY Kurs: EUR 5,00  
Reuters: ACVG.DE Tec-AS: 1.056,21  
ISIN: DE0005110001  
Internet: www.ac-service.com  
Segment: Prime Standard  
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 23.08.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 7,40/ EUR 4,30  
Marktkapitalisierung: EUR 25,85 Mio.  
Aktienzahl: 5,17 Mio.

Aktionäre: BEKO Holding 55%  
Freefloat 45%

Termine: Zahlen Q3/2007 14.11.2007  
Zahlen Q4/2007 31.03.2008

### Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 24.08.2007  
Andreas Wolf (Analyst) +49-(0)40 309537-14  
Felix Ellmann (Analyst) +49-(0)40 309537-12

### 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  
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  
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669  
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  
Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701  
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658  
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700  
**Sales Assistance**  
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

AC-Service hat die Zahlen für das zweite Quartal berichtet. Der Umsatz wurde mit EUR 20,8 Mio. gegenüber dem Vorjahr deutlich gesteigert (+ 21%). Damit wurden unsere Erwartungen leicht übertroffen. Die Ergebniskennzahlen wurden wie erwartet in Höhe von TEUR 500 durch eine Rückstellung beeinflusst. Diese ist durch das Ausscheiden des Vorstandsmitglieds Herbert Werle bedingt. Mit dem nahezu ausgeglichenen Ergebnis wurden unsere **Erwartungen getroffen**.

2. Quartal 2007				Vorjahreswert
	berichtet	Prognose	Delta	
<b>Umsatz</b>	<b>20,83</b>	<b>19,10</b>	9,06%	17,28
<b>EBITDA</b>	<b>0,99</b>	<b>0,82</b>	20,78%	0,75
Marge	4,75%	4,29%		4,35%
<b>EBIT</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,11</b>	n.m.	-0,04
Marge	n.m.	n.m.		n.m.
<b>Nettoerg.</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,11</b>	n.m.	-0,60
Marge	n.m.	n.m.		n.m.
<b>EpA</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,02</b>	n.m.	-0,12

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Quelle: AC-Service, SES Research

### Positiver Ausblick

Das Umsatzwachstum wurde insbesondere durch das anhaltend positive konjunkturelle Umfeld und die daraus resultierende Investitionsneigung im Mittelstand getrieben. Für das Gesamtjahr 2007 hält das Management ein **Übertreffen der eigenen Guideline** (Umsatz EUR 77 bis 79 Mio. bei einem EBITA von EUR 2,3 bis 2,7 Mio.) für möglich. Entscheidend hierfür ist insbesondere die operative Entwicklung des Segments SAP-Solutions, das traditionell im letzten Quartal eine gute Performance aufweist.

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 5,00 EUR					
<b>Umsatz</b>	45,7	72,9	79,2	87,7	93,0
Rohtragsmarge	89,1%	71,4%	69,8%	71,8%	71,7%
<b>EBITDA</b>	6,6	4,5	6,2	7,6	9,0
EBITDA-Marge	14,5%	6,2%	7,8%	8,7%	9,6%
<b>EBIT</b>	1,6	1,4	2,1	3,3	4,0
EBIT-Marge	3,4%	1,9%	2,6%	3,8%	4,3%
<b>Nettoergebnis</b>	1,4	-1,8	0,3	1,6	2,9
<b>Ergebnis je Aktie</b>	0,27	-0,35	0,05	0,30	0,56
<b>Dividende je Aktie</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%
<b>EV/Umsatz</b>	0,80	0,50	0,46	0,42	0,40
<b>EV/EBITDA</b>	5,55	8,19	5,95	4,81	4,11
<b>EV/EBIT</b>	23,68	26,09	17,66	11,13	9,13
<b>KGV</b>	18,52	n.m.	100,00	16,67	8,93
<b>ROCE</b>	5,1%	3,8%	4,8%	7,5%	8,7%
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	25,4%	7,1%	10,2%	14,2%	17,6%

### Umsatzsteigerung von allen Segmenten getragen

Die positive Umsatzentwicklung wurde von allen Geschäftsbereichen getragen:

Am stärksten entwickelte sich das Segment **Managed IT-Services**, das von einem Sondererlös in Höhe von EUR 1,8 Mio. positiv beeinflusst wurde. Damit stieg der Umsatz gegenüber dem Vorjahresquartal um 51% auf EUR 6,9 Mio.

Das **Kernsegment SAP Solutions** zeigt nach wie vor eine positive Entwicklung, die in einem Umsatzanstieg von 11% auf EUR 10,5 Mio. resultierte.

Auch die Segmente **Human Resource Services** (+1% auf EUR 2,5 Mio.) sowie die **sonstigen Aktivitäten** (+12% auf EUR 1,4 Mio.) trugen zum Umsatzanstieg bei.

Die Segmente Managed IT-Services, Human Resource Services sowie die sonstigen Aktivitäten trugen mit insgesamt rund EUR 1 Mio. wesentlich zum operativen Konzernergebnis bei. Das Ergebnis im Segment SAP-Solutions betrug EUR -0,2 Mio. und war insbesondere durch Abschreibungen immaterieller Vermögenswerte in Höhe von TEUR 250, die aus der Akquisition der All for One resultieren, beeinträchtigt.

Aufgrund von segmentübergreifenden Konzernaufwendungen in Höhe von EUR 0,9 Mio. und des Ergebnisses im Segment. war das Konzernergebnis nahezu ausgeglichen.

### Auf dem Weg zum führenden SAP-Komplettanbieter

Die AC-Service-Gruppe verfolgt die Strategie, sich als ein führender SAP-Komplettanbieter für mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum zu positionieren. Dieses Ziel wird mit einem umfassenden Maßnahmenkatalog verfolgt:

- **Zusammenführung der Konzerngesellschaften.** Die Konzernstruktur der AC-Service war bisher stark vom Gedanken der Organisation in Profit-Centern geprägt. Um die überwiegend mittelständischen Kunden gezielt zu adressieren und durchgängig betreuen zu können, führt AC-Service Konzerngesellschaften zusammen. Zuletzt ist dies bei den österreichischen Gesellschaften AC-Service GmbH und AC Solutions EDV Beratungs GmbH & Co KG geschehen.
- **Forcierung der Personalrekrutierungsaktivitäten.** Die forcierten Personalbeschaffungsmaßnahmen spiegeln sich in einem Anstieg der Mitarbeiterzahl auf 473 zum 30. Juni 2007 wider. Zum Ende des Vorquartals betrug diese 455. Damit wirkt AC-Service Kapazitätsengpässen entgegen, die bisher zu hohen Aufwendungen für bezogene Leistungen und einer Beeinträchtigung der Marge führten.
- **Regionale Präsenz in Norddeutschland.** Zur Stärkung der regionalen Präsenz hat AC-Service eine Niederlassung in Hamburg gegründet. Darüber hinaus hat KWP, eine 56%-ige Beteiligung der AC-Service, 70% der Anteile an der Magnisol Deutschland, Hamburg, erworben. Damit werden die Geschäftsaktivitäten im SAP Human Capital Management (HCM) gestärkt. Magnisol Deutschland sollte in 2007 einen Umsatz von rund EUR 1,2 Mio. erzielen.

**Newsflow**

Der künftige Newsflow wird durch die weitere operative Performance des Unternehmens determiniert. So sollte sich in den folgenden Quartalen die positive Umsatzentwicklung auch im EBIT widerspiegeln. Das Konzernergebnis wird im dritten Quartal durch die Neubewertung latenter Steuern beeinflusst sein.

Das auf einem DCF-Modell basierende Kursziel beträgt unverändert EUR 7,60. Das Rating Kaufen hat weiter Bestand.

## Kennzahlen (AC-Service)

GuV (in Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	72,9	79,2	87,7	93,0
Gesamtleistung	73,9	80,7	88,5	93,6
Materialaufwand	21,8	25,4	25,6	26,9
Rohrertrag	52,1	55,3	62,9	66,7
Personalkosten	34,8	36,5	41,3	43,1
Sonstiger betrieblicher Aufwand	12,8	13,1	14,0	14,6
EBITDA	4,5	6,2	7,6	9,0
Abschreibungen	3,1	4,1	4,3	4,9
- davon Abschreibungen auf iAV	1,0	1,2	1,3	1,2
EBIT	1,4	2,1	3,3	4,0
Finanzergebnis	-0,7	-0,2	-0,2	-0,1
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,7	1,9	3,1	3,9
Steuern	2,6	1,5	1,5	1,0
Nettoergebnis vor Minoritäten	-1,9	0,4	1,6	2,9
Nettoergebnis	-1,8	0,3	1,6	2,9
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,8

Cash-Flow	2006	2007e	2008e	2009e
Operativer Cash-Flow	4,3	4,3	5,9	7,9
Free-Cash-Flow	-13,3	4,5	1,8	3,9
Investitionen	18,3	3,4	3,5	3,6

Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	6,8	7,4	7,8	7,7
Immat. Vermögen	18,7	17,5	16,2	15,0
Net Working Capital	8,6	5,1	5,7	6,0
Umlaufvermögen	34,6	38,9	42,2	47,0
Liquide Mittel	9,3	13,8	15,6	19,5
Eigenkapital	24,4	24,7	26,2	29,2
Rückstellungen	2,5	2,5	2,5	2,5
Finanzverbindlichkeiten	15,5	15,5	15,5	15,5
Nettoliquidität	-6,2	-1,8	0,1	4,0
Bilanzsumme	64,3	67,9	70,4	73,9

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%	8,7%	10,7%	6,0%
EBITDA	-32,2%	37,5%	23,8%	17,2%
EBIT	-9,2%	47,7%	58,7%	21,8%
EBT	-50,8%	152,5%	65,5%	27,7%
Nettoergebnis	n.m.	n.m.	506,1%	88,0%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.

Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e
Materialaufwand / Umsatz	29,9%	32,0%	29,1%	28,9%
Personalaufwand / Umsatz	47,7%	46,1%	47,1%	46,4%

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

Kursdaten	
Kurs (EUR)	5,00
Marktkap. (Mio. EUR)	26
Enterprise Value (Mio. EUR)	37

Aktienkennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,35	0,05	0,30	0,56
Umsatz je Aktie (EUR)	14,02	15,24	16,87	17,88
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-2,56	0,86	0,35	0,75
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,15

Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	neg.	100,96	16,66	8,86
KUV	0,36	0,33	0,30	0,28
EV/SALES	0,50	0,46	0,42	0,40
EV/EBITDA	8,19	5,95	4,81	4,11
EV/EBIT	26,09	17,66	11,13	9,13
KBV	1,06	1,05	0,99	0,89
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%

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%	7,8%	8,7%	9,6%
EBIT / Umsatz	1,9%	2,6%	3,8%	4,3%
EBT / Umsatz	1,0%	2,3%	3,5%	4,2%
Nettoergebnis / Umsatz	-2,5%	0,3%	1,8%	3,2%
EK-Rendite	-7,5%	1,0%	6,0%	10,1%
GK-Rendite	-1,8%	1,4%	3,2%	4,9%
ROCE	3,8%	4,8%	7,5%	8,7%

## 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 für One Midmarket Solutions zu den führenden Systemhäusern in Deutschland.

## Management

Lars Landwerkamp (Sprecher), Marco Fontana

## Aktionäre

BEKO Holding	55,00%
Streubesitz	45,00%

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.

**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.