

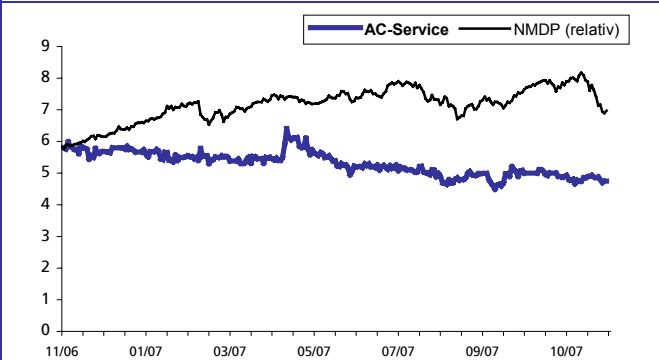
Kaufen
(alt: Kaufen)

Risiko:
mittel

Kursziel: EUR 7,60

Guideline angehoben

Bloomberg: ACV GY Kurs: EUR 4,75
Reuters: ACVG.DE Tec-AS: 1.118,41
ISIN: DE0005110001
Internet: www.ac-service.com
Segment: Prime Standard
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 23.11.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 6,70/ EUR 4,30
Marktkapitalisierung: EUR 24,56 Mio.
Aktienzahl: 5,17 Mio.

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

Termine: Zahlen Q4/2007 31.03.2008
Analystenpräsentation 01.04.2008
Zahlen Q1/2008 08.05.2008
Hauptversammlung 25.06.2008

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 26.11.2007
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

Mit den veröffentlichten Zahlen für das dritte Quartal hat AC-Service die SES-Erwartungen erneut erfüllt und setzt damit den positiven Trend des ersten Halbjahres fort.

Mit EUR 22,3 Mio. wurde der **Umsatz** um 24% yoy gesteigert und lag damit sogar leicht über den SES-Prognosen. Treiber des Umsatzwachstums waren das Kernsegment SAP Solutions (EUR 12,0 Mio.; + 24% yoy), Managed IT Services (EUR 5,0 Mio.; + 20% yoy) sowie die sonstigen Aktivitäten (EUR 2,8 Mio. + 66% yoy). Das Segment Human Resource Services zeigte mit EUR 2,4 Mio. einen leichten Umsatzanstieg (+ 2,2% yoy).

3. Quartal 2007				
	berichtet	Prognose	Delta	Vorjahreswert
Umsatz	22,25	20,80	6,95%	17,89
EBITDA	1,89	1,87	0,72%	1,46
Marge	8,48%	9,01%		8,18%
EBIT	0,96	0,92	4,82%	0,71
Marge	4,32%	4,41%		3,98%
Nettoerg.	-0,24	-0,31	n.m.	0,00
Marge	n.m.	n.m.		0,01%
EpA	-0,05	-0,06	n.m.	0,00

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Quelle: AC-Service, SES Research

Während im Vorquartal **EBITDA** und **EBIT** noch durch eine Rückstellung im Zusammenhang mit dem Ausscheiden des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden Herbert Werle belastet waren, konnte AC-Service im abgelaufenen Quartal zum gewohnten Margenniveau von mehr als 8% EBITDA bzw. 4% EBIT zurückkehren.

Ein wesentlicher Träger des operativen Konzernergebnisses war mit einem EBIT (vor Konzernaufwendungen) von EUR 1,0 Mio. das Segment Other Operations.

(Fortsetzung Seite 2)

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 4,75 EUR					
Umsatz	45,7	72,9	85,3	89,1	93,0
Rohtragsmarge	89,1%	71,4%	69,0%	70,4%	71,9%
EBITDA	6,6	4,5	6,5	7,7	9,0
EBITDA-Marge	14,5%	6,2%	7,7%	8,6%	9,7%
EBIT	1,6	1,4	2,4	3,4	4,0
EBIT-Marge	3,4%	1,9%	2,9%	3,8%	4,3%
Nettoergebnis	1,4	-1,9	0,7	1,6	2,9
Ergebnis je Aktie	0,27	-0,37	0,13	0,31	0,56
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,2%
EV/Umsatz	0,76	0,47	0,40	0,39	0,37
EV/EBITDA	5,21	7,67	5,28	4,51	3,84
EV/EBIT	22,23	24,49	14,13	10,21	8,61
KGV	17,59	n.m.	36,54	15,32	8,48
ROCE	5,1%	3,8%	5,8%	8,3%	9,9%
Adj. Free Cash Flow Yield	27,5%	7,4%	11,3%	14,7%	18,4%

So profitierte das Segment von einigen umfangreichen Aufträgen, die als Vermietungsgeschäft ausgestaltet sind und gemäß IFRIC 4 im abgelaufenen Quartal vollständig als Umsatz gebucht worden sind. Die tatsächlichen Zahlungen, die aus diesem Umsatz resultieren, sollten sich nach SES-Schätzungen über einen Zeitraum von 3-4 Jahren verteilen. Ein gegenläufiger Effekt hat das **Nettoergebnis** beeinflusst. Dieses wurde durch eine einmalige, nicht zahlungswirksame Neubewertung latenter Steuern in Höhe von TEUR 484 belastet. Ursächlich für die Neubewertung ist die ab 2008 geltende Unternehmenssteuerreform in Deutschland. Insgesamt sollten sich die beiden gegenläufigen Effekte ausgeglichen haben.

Das Kernsegment SAP Solutions weist getrieben durch ein gestiegenes Volumen abgesetzter SAP-Lizenzen eine positive Umsatzentwicklung auf, die Entwicklung des Ergebnisses ist jedoch noch verhalten. Ursächlich ist insbesondere ein vertrieblisch bedingter, operativer Verlust in Österreich. Darüber hinaus ist die Materialaufwandsquote insbesondere durch Free Lancer mit rund 35% anhaltend hoch. Der gestiegene Personalbestand in diesem Segment (30.09.2007: 283 vs. 229 zum 30.09.2006) stimmt jedoch zuversichtlich, dass es AC-Service gelingen sollte, durch den Einsatz von eigenem Personal eine Margenverbesserung zu erreichen.

Prognosenanpassung

Vor dem Hintergrund der beeindruckenden operativen Entwicklung der abgelaufenen Quartale wurden die SES-Prognosen erhöht. Mit einem geschätzten Umsatz von EUR 85,3 Mio. für das Gesamtjahr liegen die Prognosen leicht über der Guidance des Vorstands. So hat mit dem veröffentlichten Q3-Bericht das Management mitgeteilt, dass es nunmehr mit einem Umsatz von EUR 83-85 Mio. (zuvor EUR 77-79 Mio.) bei einem EBITA von EUR 3,6-4 Mio. (zuvor EUR 2,3-2,7 Mio.) für das Gesamtjahr rechnet.

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 4,75 EUR					
Umsatz	45,7	72,9	85,3	89,1	93,0
Umsatz (alt)			79,2	87,7	93,0
Delta			7,7%	1,6%	0,0%
EBITDA	6,6	4,5	6,5	7,7	9,0
Marge	14,51%	6,17%	7,66%	8,59%	9,66%
EBITDA (alt)			6,2	7,6	9,0
Delta			5,4%	0,7%	-0,2%
EBIT	1,6	1,4	2,4	3,4	4,0
Marge	3,40%	1,93%	2,86%	3,79%	4,31%
EBIT (alt)			2,1	3,4	4,0
Delta			16,3%	0,0%	0,0%
Nettoergebnis	1,4	-1,9	0,7	1,6	2,9
Marge	3,11%	-2,66%	0,78%	1,79%	3,09%
Nettoergebnis (alt)			0,3	1,6	2,9
Delta			122,1%	0,0%	0,0%
Ergebnis je Aktie	0,27	-0,37	0,13	0,31	0,56
Ergebnis je Aktie (alt)			0,05	0,30	0,56
Delta			160,0%	3,3%	0,0%
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
Dividendenrendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,16%
Dividende (alt)			0,00	0,00	0,15
Delta			n.m.	n.m.	0,0%
EV/Umsatz	0,76	0,47	0,40	0,39	0,37
EV/EBITDA	5,21	7,67	5,28	4,51	3,84
EV/EBIT	22,23	24,49	14,13	10,21	8,61
KGV	17,59	n.m.	36,54	15,32	8,48
ROCE	5,1%	3,8%	5,8%	8,3%	9,9%
Adj. Free Cash Flow Yield	27,5%	7,4%	11,3%	14,7%	18,4%

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

**Newsflow weiterhin positiv erwartet**

Im vierten Quartal sollte AC-Service den bisher gezeigten positiven Trend fortsetzen. Wesentlicher Umsatz-Treiber dürfte das Segment SAP-Solutions sein. Das operative Ergebnis wird voraussichtlich wie in den abgelaufenen drei Quartalen wesentlich von den übrigen drei Geschäftssegmenten getragen werden.

Konklusion

Angesichts der weiterhin positiv erwarteten operativen Entwicklung der AC-Service bestätigen wir das Rating Kaufen bei einem unveränderten Kursziel auf Basis eines DCF-Modells von EUR 7,60.

Kennzahlen (AC-Service)

GuV (in Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	72,9	85,3	89,1	93,0
Gesamtleistung	73,9	87,6	89,9	93,6
Materialaufwand	21,8	28,7	27,2	26,8
Rohertrag	52,1	58,9	62,7	66,8
Pers onalkosten	34,8	38,7	41,0	43,3
S onstiger betrieblicher Aufwand	12,8	13,9	14,1	14,6
EBITDA	4,5	6,5	7,7	9,0
Abschreibungen	3,1	4,1	4,3	5,0
- davon Abschreibungen auf iAV	1,0	1,1	1,1	1,1
EBIT	1,4	2,4	3,4	4,0
Finanzergebnis	-0,7	0,0	0,0	0,0
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,7	2,4	3,4	4,0
Steuern	2,7	1,6	1,7	1,0
Nettoergebnis vor Minoritäten	-2,0	0,8	1,7	3,0
Nettoergebnis	-1,9	0,7	1,6	2,9
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,8

Cash-Flow	2006	2007e	2008e	2009e
Operativer Cash-Flow*	4,3	4,8	5,9	7,9
Free-Cash-F low	-13,3	-1,2	3,0	5,1
Investitionen	18,3	3,6	3,6	3,6

*Nettoergebnis zuzüglich Abschreibungen

Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	6,8	7,5	7,9	7,6
Immat. Vermögen	18,7	17,6	16,5	15,4
Net Working Capital	8,6	10,9	10,2	9,3
Umlaufvermögen	34,6	34,3	34,5	36,6
Liquide Mittel	9,3	5,8	6,4	9,1
Eigenkapital	24,4	25,1	26,7	29,5
Rückstellungen	2,5	2,5	2,5	2,5
Finanzverbindlichkeiten	15,5	13,1	10,7	8,3
Nettoliquidität	-6,2	-7,4	-4,3	0,7
Bilanzsumme	64,3	63,6	63,0	63,8

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%	17,0%	4,5%	4,3%
EBITDA	-32,1%	45,3%	17,1%	17,3%
EBIT	-9,2%	73,3%	38,3%	18,7%
EBT	-50,8%	226,9%	41,0%	18,7%
Nettoergebnis	n.m.	n.m.	138,8%	80,8%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.

Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e
Materialaufwand / Umsatz	29,9%	33,7%	30,5%	28,8%
Personalaufwand / Umsatz	47,7%	45,4%	46,0%	46,5%

Kursdaten	
Kurs (EUR)	4,75
Marktkap. (Mio. EUR)	25
Enterprise Value (Mio. EUR)	35

Aktienkennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,37	0,13	0,31	0,56
Umsatz je Aktie (EUR)	14,09	16,49	17,23	17,98
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-2,57	-0,22	0,59	0,98
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,15

Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	neg.	36,87	15,44	8,54
KUV	0,34	0,29	0,28	0,26
EV/S ALES	0,47	0,40	0,39	0,37
EV/EBITDA	7,67	5,28	4,51	3,84
EV/EBIT	24,49	14,13	10,21	8,61
KBV	1,01	0,98	0,92	0,83
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	3,2%

Aktienanzahl (Mio.)	2006	2007e	2008e	2009e
Stammaktien ausstehend	5,17	5,17	5,17	5,17
Vorzugsaktien ausstehend				

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

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 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)
Marco Fontana (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.

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.