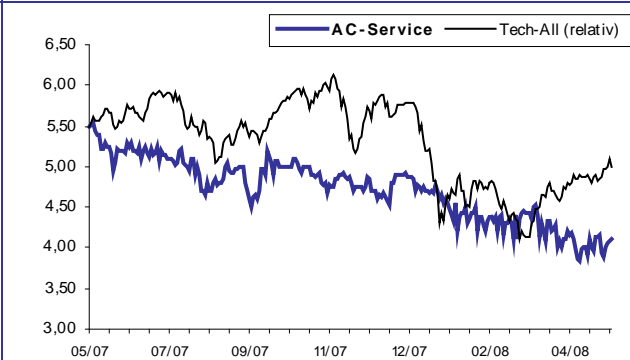


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 6,30**
(alt: Kaufen) hoch (EUR 6,00)

ACCURAT verkauft – Kursziel angehoben

Bloomberg: ACV GY Kurs: EUR 4,12
Reuters: ACVG.DE Tec-AS: 985,60
ISIN: DE0005110001
Internet: www.ac-service.com
Segment: Prime Standard
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 20.05.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 5,70/ EUR 3,80
Marktkapitalisierung: EUR 21,30 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 20,07 Mio.
Aktienzahl: 5,17 Mio.

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

Termine: Hauptversammlung 25.06.2008
Zahlen Q2/2008 20.08.2008
Zahlen Q3/2008 13.11.2008

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 21.05.2008
Andreas Wolf (Analyst) +49-(0)40 309537-140

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
Florian Bender +49 (0)40 3282 2633
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
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
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658

Sales Assistance

Andrea Carstensen +49 (0)40 3282 2632
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

AC-Service hat mitgeteilt, den Verkaufsprozess für die zum Verkauf stehende Tochtergesellschaft ACCURAT abgeschlossen zu haben. Das Entkonsolidierungsdatum dürfte im zweiten Quartal 2008 liegen.

Der belgische Investor SD Worx zahlt den überwiegenden Teil des Kaufpreises von insgesamt EUR 10,1 Mio. sofort in bar. Ein geringerer aber nicht näher bezifferter Teil wird als Sicherheit für mögliche Garantiefälle auf einem Treuhandkonto hinterlegt. Üblicherweise werden die Mittel in vergleichbaren Fällen nach ca. 1-3 Jahren ausgezahlt.

Der dem Verkaufspreis zugrunde liegende Multiplikator von ca. $10 \times \text{EV/EBIT}$ ist als attraktiv zu bezeichnen und spiegelt die strategische Bedeutung des Investments für SD Worx wider.

Durch den Verkauf dürfte bei AC-Service das Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen in 2008e bei rund EUR 3,3 Mio. liegen und damit EUR 1,7 Mio. bzw. ca. EUR 0,30 je Aktie höher ausfallen als bisher erwartet. Die EPS-Schätzungen 2008e wurden entsprechend auf EUR 0,84 angehoben.

Zudem führt die deutliche Erhöhung des Bestandes der liquiden Mittel zur Schaffung des notwendigen bilanziellen Freiraums, um die für 2008 geplanten Erweiterungsinvestitionen in Höhe von ca. EUR 8 Mio. durchführen zu können.

Der künftige Newsflow dürfte insbesondere von der erwarteten Refinanzierung des als kurzfristig ausgewiesenen Darlehens (ca. EUR 11 Mio.) determiniert sein. Die erfolgte Veräußerung von ACCURAT sollte dieses Vorhaben beschleunigen und aufgrund eines niedrigeren Net Gearing zu attraktiveren Konditionen führen.

Das Kursziel auf Basis eines DCF-Modells wurde aufgrund des über den Erwartungen liegenden Verkaufspreises von EUR 6,00 auf EUR 6,30 angehoben. Das Rating Kaufen wird bestätigt.

Geschäftsjahresende	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 4,12 EUR					
Umsatz	62,6	78,1	83,5	89,2	94,4
Umsatz (alt)			83,5	89,2	94,4
Delta			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	3,0	4,3	5,5	6,2	7,5
Marge	4,83%	5,56%	6,55%	6,91%	7,96%
EBITDA (alt)			5,5	6,2	7,5
Delta			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	0,3	1,0	1,4	1,6	2,9
Marge	0,45%	1,33%	1,64%	1,76%	3,09%
EBIT (alt)			1,4	1,6	2,9
Delta			0,0%	0,0%	0,0%
Nettoergebnis	-1,8	1,1	4,3	1,3	3,7
Marge	-2,93%	1,43%	5,20%	1,40%	3,92%
Nettoergebnis (alt)			2,8	1,3	2,2
Delta			52,8%	0,0%	68,1%
Ergebnis je Aktie*	-0,35	0,22	0,84	0,24	0,72
Ergebnis je Aktie* (alt)			0,55	0,24	0,43
Delta			52,7%	0,0%	67,4%
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,07	0,10
Dividendenrendite	0,00%	0,00%	0,00%	1,70%	2,43%
Dividende (alt)			0,00	0,00	0,15
Delta			n.m.	n.m.	-33,3%
EV/Umsatz	0,32	0,26	0,24	0,22	0,21
EV/EBITDA	6,64	4,63	3,67	3,25	2,67
EV/EBIT	70,67	19,39	14,68	12,80	6,89
KGV	n.m.	18,73	4,90	17,17	5,72
ROCE	0,8%	2,4%	3,2%	3,7%	6,8%
Adj. Free Cash Flow Yield	5,5%	9,5%	33,5%	19,7%	33,7%

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

* inkl. DCO

Kennzahlen (AC-Service)

GuV (in Mio. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	78,1	83,5	89,2	94,4
Gesamtleistung	79,8	84,2	89,9	95,2
Materialaufwand	29,6	27,4	29,0	29,9
Rohrertrag	50,2	56,8	60,9	65,3
Personalkosten	34,0	38,0	40,4	42,6
Sonstiger betrieblicher Aufwand	11,9	13,4	14,4	15,2
EBITDA	4,3	5,5	6,2	7,5
Abschreibungen	3,3	4,1	4,6	4,6
- davon Abschreibungen auf iAV	1,0	1,0	1,0	1,0
EBIT	1,0	1,4	1,6	2,9
Finanzergebnis	-0,1	0,2	0,4	0,6
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,9	1,6	2,0	3,5
Steuern	0,1	0,5	0,6	1,2
Nettoergebnis vor Minoritäten	0,8	1,1	1,3	2,3
Nettoergebnis	1,1	4,3	1,3	3,7
Ausschüttung	0,0	0,0	0,4	0,5

Cash-Flow	2007	2008e	2009e	2010e
Operativer Cash-Flow*	4,3	8,4	5,9	8,3
Free-Cash-Flow	-13,3	-1,2	1,4	4,0
Investitionen	2,2	8,3	3,5	3,5

*Nettoergebnis zuzüglich Abschreibungen

Bilanz (Mio. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Sachanlagen	7,4	9,5	9,1	8,7
Immat. Vermögen	15,2	14,2	13,2	12,2
Net Working Capital	7,9	9,3	10,7	11,8
Umlaufvermögen	41,7	40,7	40,8	43,2
Liquide Mittel	7,4	5,7	5,3	6,5
Eigenkapital	25,3	29,6	30,7	34,3
Rückstellungen	2,9	3,0	3,1	3,2
Finanzverbindlichkeiten	13,3	9,8	8,0	5,3
Nettoliquidität	-5,9	-4,1	-2,7	1,2
Bilanzsumme	69,1	69,2	67,9	68,9

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010

Wachstumsraten	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	24,7%	6,9%	6,9%	5,8%
EBITDA	43,5%	26,0%	12,8%	21,9%
EBIT	264,4%	32,1%	14,7%	85,8%
EBT	n.m.	66,3%	25,0%	80,0%
Nettoergebnis	n.m.	289,5%	-71,1%	195,6%
Dividende	n.a.	n.a.	n.m.	42,9%

Kostenintensitäten	2007	2008e	2009e	2010e
Materialaufwand / Umsatz	37,9%	32,8%	32,5%	31,7%
Personalaufwand / Umsatz	43,6%	45,5%	45,3%	45,2%

Kursdaten	
Kurs (EUR)	4,12
Marktkap. (Mio. EUR)	21
Enterprise Value (Mio. EUR)	20

Aktienkennzahlen	2007	2008e	2009e	2010e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,22	0,84	0,24	0,72
Umsatz je Aktie (EUR)	15,09	16,14	17,25	18,25
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-2,57	-0,24	0,26	0,77
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,07	0,10

Bewertungskennzahlen	2007	2008e	2009e	2010e
KGV	19,12	4,91	17,01	5,75
KUV	0,27	0,26	0,24	0,23
EV/S ALES	0,26	0,24	0,22	0,21
EV/EBITDA	4,63	3,67	3,25	2,67
EV/EBIT	19,39	14,68	12,80	6,89
KBV	0,84	0,72	0,69	0,62
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	1,7%	2,4%

Aktienanzahl (Mio.)	2007	2008e	2009e	2010e
Stammaktien ausstehend	5,17	5,17	5,17	5,17
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2007	2008e	2009e	2010e
EBITDA / Umsatz	5,6%	6,5%	6,9%	8,0%
EBIT / Umsatz	1,3%	1,6%	1,8%	3,1%
EBT / Umsatz	1,2%	1,9%	2,2%	3,7%
Nettoergebnis / Umsatz	1,4%	5,2%	1,4%	3,9%
EK-Rendite	4,4%	14,7%	4,1%	10,8%
GK-Rendite	3,0%	7,3%	2,7%	5,9%
ROCE	2,4%	3,2%	3,7%	6,8%

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 (CEO)
Stefan Land (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. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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