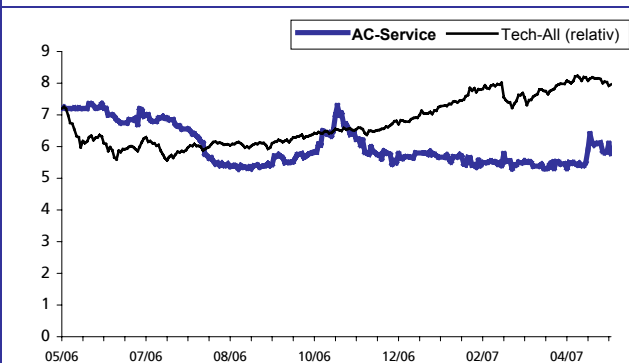


**Kaufen** Risiko: **Kursziel: EUR 7,60**  
(alt: Kaufen) mittel

**Sehr gutes Q1 – Veränderungen im Vorstand**

Bloomberg: ACV GY Kurs: EUR 5,78  
Reuters: ACVG.DE Tec-AS: 1.080,86  
ISIN: DE0005110001  
Internet: www.ac-service.com  
Segment: Prime Standard  
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 09.05.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 7,40/ EUR 5,08  
Marktkapitalisierung: EUR 31,21 Mio.  
Aktienzahl: 5,40 Mio.

Aktionäre: BEKO Holding 55%  
Freefloat 45%

Termine:

**Analyse: SES Research**

**Veröffentlichung: 10.05.2007**  
**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**  
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  
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692  
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665  
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663  
**Sales Trading**  
Oliver Merkel +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

**Sales Assistance**

Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703  
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

AC-Service legte sehr gute Zahlen für das erste Quartal vor. Der Umsatz stieg gegenüber dem Vorjahresquartal um 33,4%. Das EBIT verzeichnete einen Sprung von EUR 52 Tsd. auf EUR 1,4 Mio. Das Nettoergebnis war mit EUR 0,9 Mio. deutlich positiv, während im Vorjahreszeitraum noch ein Verlust angefallen war.

Insgesamt fielen die Zahlen deutlich besser aus als von uns erwartet. Die signifikante Überschreitung unserer Ergebnisprognose ist neben der guten Umsatzentwicklung vor allem auf einen Sonderertrag von EUR 0,7 Mio. zurück zu führen.

	1. Quartal 2007			Vorjahreswert
	berichtet	Prognose	Delta	
<b>Umsatz</b>	<b>21,11</b>	<b>18,20</b>	15,99%	15,82
<b>EBITDA</b>	<b>2,27</b>	<b>1,36</b>	66,91%	0,74
Marge	10,75%	7,47%		4,65%
<b>EBIT</b>	<b>1,40</b>	<b>0,43</b>	225,58%	0,05
Marge	6,63%	2,36%		0,32%
<b>Nettoerg.</b>	<b>0,93</b>	<b>0,09</b>	n.m.	-0,78
Marge	4,41%	0,49%		n.m.
<b>EpA</b>	<b>0,17</b>	<b>0,02</b>	n.m.	-0,14

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Tabelle 1; Quelle: AC Service, SES Research

Geschäftsjahresende	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	CAGR
<b>Umsatz</b>	72,9	79,2	87,7	93,0	8,4%
Umsatz (alt)		78,5	86,9	92,1	
Delta		0,9%	0,9%	1,0%	
<b>EBITDA</b>	4,5	6,2	7,6	9,0	25,9%
Marge	6,16%	7,80%	8,71%	9,63%	
<b>EBITDA (alt)</b>		5,5	7,6	8,9	
Delta		12,3%	0,5%	0,6%	
<b>EBIT</b>	1,4	2,1	3,3	4,0	41,9%
Marge	1,93%	2,63%	3,77%	4,33%	
<b>EBIT (alt)</b>		1,5	3,3	4,0	
Delta		39,2%	0,1%	0,6%	
<b>Nettoerg.</b>	-1,8	0,7	1,6	2,9	n.m.
Marge	-2,52%	0,87%	1,78%	3,16%	
<b>Nettoerg. (alt)</b>		0,0	1,5	2,9	
Delta		n.m.	4,1%	1,2%	
<b>EpA</b>	-0,34	0,13	0,29	0,54	n.m.
EpA (alt)		0,00	0,29	0,54	
Delta		n.m.	-0,3%	0,6%	
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,15	n.m.
Rendite	0,00%	0,00%	0,00%	2,64%	
<b>Dividende (alt)</b>		0,00	0,00	0,15	
Delta		n.m.	n.m.	0,0%	

EpA in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 5,78 EUR

<b>KUV</b>	0,43	0,39	0,36	0,34
<b>KGV</b>	n.m.	45,53	20,00	10,64
<b>EV/Umsatz</b>	0,51	0,47	0,42	0,40
<b>EV/EBITDA</b>	8,21	5,96	4,82	4,12

Die gute Umsatzentwicklung wurde von allen Geschäftsbereichen getragen. Den stärksten absoluten und relativen Umsatzzuwachs generierte wiederum das Kerngeschäft SAP Solutions (plus 54% auf EUR 12 Mio.). Darin war im Q1 2007 letztmalig anorganisches Wachstum aus der Erstkonsolidierung (seit 01.02.06) der All for One enthalten.

Aber auch die beiden weiteren Segmente Managed IT Services (plus 24,8% auf EUR 5,5 Mio.) und Human Resources Services (plus 1% auf EUR 2,9 Mio.) sowie die sonstigen Aktivitäten (plus 6,2% auf EUR 1,2 Mio.) trugen zum positiven Geschäftsverlauf bei.

Bei der Geschäftsentwicklung profitierte AC-Service von der erfolgreichen Neuausrichtung zu einem der führenden SAP-Komplettanbieter für den Mittelstand im deutschsprachigen Raum und der hohen Investitionsneigung im Mittelstand aufgrund der guten konjunkturellen Situation. Die starke Nachfrage dürfte auch in den kommenden Quartalen weiter Bestand haben.

Die gute Nachfrage sorgte allerdings weiter für Kapazitätsprobleme bei AC-Service, so dass sich der Aufwand für bezogene Leistungen auf einem hohen Niveau befindet. Deshalb kann das Margenpotenzial derzeit noch nicht voll ausgeschöpft werden. Allerdings hat das Unternehmen auch Fortschritte beim Aufbau der eigenen Personalkapazitäten erzielt.

Positiv wirkte sich auf das Ergebnis ein ungeplanter periodenfremder Ertrag aus einer Investitionsteuergutschrift in Höhe von EUR 0,7 Mio. aus. Im Vorjahresvergleich ist zudem zu beachten, dass im Q1 2006 eine einmalige Belastung (EUR 0,4 Mio.) im Finanzergebnis durch das Arrangieren der Finanzierung der Akquisition von All for One anfiel. Doch auch bereinigt um die Sondereffekte wurde die Profitabilität signifikant verbessert.

#### **Veränderungen im Vorstand**

Am 09.05.07 gab AC-Service bekannt, dass der bisherige Vorstandsvorsitzende Herbert Werle mit sofortiger Wirkung aus dem Vorstand ausgeschieden ist und alle Ämter innerhalb der Unternehmensgruppe niedergelegt hat. Wir vermuten als Grund für das plötzliche Ausscheiden unterschiedliche Vorstellungen über die Umsetzung der Unternehmensstrategie. Die Strategie, die AC-Service Gruppe als einen führenden SAP-Komplettanbieter für mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum zu positionieren, wird unabhängig von den Veränderungen im Vorstand weiter verfolgt. Die neue Besetzung des Vorstandes halten wir für sinnvoll und ausreichend. Der Vorstand, der mit der Übernahme von All for One von zwei auf drei Mitglieder aufgestockt wurde, wird künftig wieder aus zwei Mitgliedern bestehen. Der neue Vorstandsvorsitzende Lars Landwehrkamp verantwortete bereits vor seiner Berufung zum CEO als Mitglied des Vorstandes und Geschäftsführer von All for One das Kerngeschäft SAP Solutions. Das Aufgabengebiet des langjährigen Finanzvorstandes Marco Fontana bleibt unverändert. Auswirkungen auf das operative Geschäft von AC-Service durch den Vorstandswechsel erwarten wir derzeit nicht. Allerdings sollte sich im laufenden Quartal eine Ergebnisbelastung von EUR 0,5 bis 0,7 Mio. durch eine Rückstellung im Zusammenhang mit dem Ausscheiden von Herrn Werle ergeben. Ab der zweiten Jahreshälfte ist dann durch den verkleinerten Vorstand mit einer Kostenentlastung von EUR 0,34 Mio. zu rechnen.

### Prognosen angepasst

Die Prognosen wurden vor dem Hintergrund der Quartalszahlen überarbeitet und leicht angehoben. Da AC-Service sich nach wie vor in der Umsetzungsphase bezüglich der neuen Strategie befindet, haben wir trotz des sehr guten Q1 ein defensives Szenario für die Ergebnisprognosen für 2007 gewählt. Die Prognosen liegen allerdings jetzt über der Guideline des Unternehmens. Es wird unverändert ein Umsatz im Gesamtjahr zwischen EUR 77 und 79 Mio. bei einem EBITA in einer Bandbreite von EUR 2,3 bis 2,7 Mio. angestrebt. 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
Rohertrag	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	1,1	1,5	1,0
Nettoergebnis vor Minoritäten	-1,9	0,8	1,6	2,9
Nettoergebnis	-1,8	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-Flow	-13,3	3,2	2,3	3,7
Investitionen	17,8	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	7,6	8,5	9,0
Umlaufvermögen	27,5	23,7	23,1	21,7
Liquide Mittel	9,3	5,3	3,5	1,3
Eigenkapital	24,8	25,5	27,1	30,0
Rückstellungen	2,3	2,4	2,4	2,4
Finanzverbindlichkeiten	15,5	11,8	7,6	1,7
Nettoliquidität	-6,2	-6,5	-4,1	-0,4
Bilanzsumme	64,3	60,0	59,4	56,8

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%	8,7%	10,7%	6,0%
EBITDA	-32,2%	37,6%	23,7%	17,2%
EBIT	-9,2%	48,2%	58,2%	21,8%
EBT	-50,8%	153,3%	65,0%	27,7%
Nettoergebnis	n.m.	n.m.	127,7%	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%

Kursdaten	
Kurs (EUR)	5,78
Marktkap. (Mio. EUR)	31
Enterprise Value (Mio. EUR)	37

Aktienkennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,35	0,13	0,30	0,56
Umsatz je Aktie (EUR)	14,02	15,24	16,87	17,88
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-2,56	0,62	0,45	0,72
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,15

Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	neg.	43,84	19,26	10,24
KUV	0,41	0,38	0,34	0,32
EV/SALES	0,51	0,47	0,42	0,40
EV/EBITDA	8,21	5,96	4,82	4,12
EV/EBIT	26,15	17,65	11,15	9,15
KBV	1,26	1,22	1,15	1,04
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%

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%	0,9%	1,8%	3,2%
EK-Rendite	-7,4%	2,7%	5,8%	9,8%
GK-Rendite	-1,8%	2,0%	3,2%	5,3%
ROCE	3,6%	5,7%	9,0%	11,3%

## 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 Übernahme der All for One Midmarket Solutions zu den führenden Systemhäusern in Deutschland.

## Management

Herbert Werle (CEO), Marco Fontana (CFO); Lars Landwerkamp

## Aktionäre

BEKO Holding	55,00%
Streubesitz	45,00%
davon Vorstand	3,00%

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