

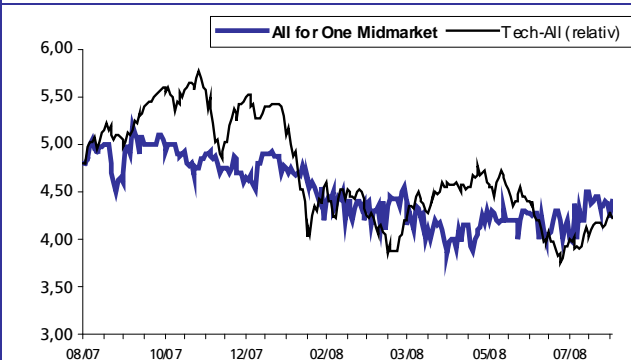
Kaufen
(alt: Kaufen)

Risiko:
hoch

Kursziel: EUR 5,90

Veröffentlichung des Zwischenberichtes

Bloomberg: ACV GY Kurs: EUR 4,40
Reuters: ACVG.DE Tec-AS: 901,35
ISIN: DE0005110001
Internet: www.all-for-one.com
Segment: Prime Standard
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 19.08.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 5,22 / EUR 3,80
Marktkapitalisierung: EUR 22,75 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 26,02 Mio.
Aktienzahl: 5,17 Mio.

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

Termine: Zahlen Q3/2008 13.11.2008

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 20.08.2008
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
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
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
Bastian Quast +49-(0)40 3282-2701
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

All for One Midmarket (*ehemals AC-Service*) hat den Zwischenbericht für H1/2008 veröffentlicht. Gegenüber den am 1. August veröffentlichten Eckdaten haben sich keine Änderungen ergeben.

All for One				
in TEUR	6M 2008	6M 2008 p	6M 2007	yoy
Umsatz	41,0	41,0	36,6	12,0%
EBITA	0,5	0,5	0,9	-44,4%
<i>Marge</i>	1,2%	1,2%	2,5%	
EBIT	0,1	0,1	0,4	-75,0%
<i>Marge</i>	0,2%	0,2%	1,1%	
Nettoergebnis*	2,8	2,8	0,9	211,1%
<i>Marge</i>	6,8%	6,8%	2,5%	

Quelle: All for One (berichtete Daten)

* inkl. DCO

Die gegenüber dem Vorjahr um 69% auf EUR 6,7 Mio. gestiegenen **Lizenzlöhne** bilden die Grundlage für wiederkehrende Umsätze durch **Outsourcing Services**. Letztere haben sich im ersten Halbjahr mit +21% yoy auf EUR 13,4 Mio. erfreulich entwickelt und erhöhen die Visibilität der Umsatzschätzungen auch für die folgenden Quartale.

Im **Consulting** wurden die Umsätze gegenüber dem Vorjahreszeitraum mit +3% yoy auf EUR 16,1 Mio. nur leicht gesteigert. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass aufgebaute Personalkapazitäten im Consulting, i.d.R. erst nach ca. 9 Monaten zu fakturierbaren Umsätzen führen.

Der deutliche Ausbau der Personalkapazitäten (+21% auf 460 per 30.06.2008) hat zu einem Anstieg der Personalaufwandsquote (um 1 PP auf 46%) sowie dem Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (um 1,5 PP auf 16,5%) geführt. Durch den geringeren Einsatz externer Berater wurde die Materialaufwandsquote jedoch von 37% auf 34% gegenüber dem ersten Halbjahr 2007 gesenkt.

Durch steigende Volumina fakturierbarer Umsätze im Consulting sollte die Profitabilität von All for One Midmarket steigen und damit die Grundlage für positiven **Newsflow** legen. Aufgrund der nach wie vor soliden Geschäftsentwicklung bei SAP sollten zudem die Umsätze im Jahresverlauf weiter gesteigert werden können.

Das Rating Kaufen mit dem Kursziel von EUR 5,90 auf Basis eines DCF-Modells wird bestätigt.

Geschäftsjahresende	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/010e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 4,40 EUR					
Umsatz	62,6	78,1	83,5	89,2	94,4
<i>Rohtragsmarge</i>	66,7%	64,3%	68,1%	68,3%	69,2%
EBITDA	3,0	4,3	5,2	6,0	7,2
<i>EBITDA-Marge</i>	4,8%	5,6%	6,2%	6,8%	7,7%
EBIT	0,3	1,0	1,1	1,4	2,6
<i>EBIT-Marge</i>	0,5%	1,3%	1,3%	1,6%	2,8%
Nettoergebnis	-1,8	1,1 *	3,4 *	1,0	1,7
Ergebnis je Aktie*	-0,35	0,22	0,65	0,19	0,34
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,07	0,10
<i>Dividendenrendite</i>	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%	2,3%
EV/Umsatz	0,42	0,33	0,31	0,29	0,28
EV/EBITDA	8,60	6,00	4,99	4,31	3,60
EV/EBIT	91,61	25,14	23,29	18,14	9,89
KGV	n.m.	20,00	6,77	23,16	12,94
ROCE	0,8%	2,4%	2,6%	3,3%	5,9%
Adj. Free Cash Flow Yield	5,2%	9,1%	15,1%	14,6%	19,0%

* inkl. DCO

Gewinn- und Verlustrechnung All for One Midmarket AG

Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. EUR)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	62,6	78,1	83,5	89,2	94,4
Aktivierete Eigenleistungen / Sonstige betriebliche Erträge	0,4	1,8	0,7	0,7	0,8
Gesamtleistung	63,0	79,8	84,2	89,9	95,2
Materialaufwand	21,3	29,6	27,4	29,0	29,9
Personalaufwand	28,6	34,0	38,2	40,5	42,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,1	11,9	13,4	14,4	15,2
EBITDA	3,0	4,3	5,2	6,0	7,2
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,8	2,3	3,1	3,6	3,6
EBITA	1,3	2,1	2,2	2,5	3,6
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,3	1,0	1,1	1,4	2,6
Zinsertrag	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
Zinsaufwendungen	1,5	0,9	1,0	0,7	0,7
Finanzergebnis	-0,7	-0,1	-0,2	0,1	0,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-0,4	0,9	0,9	1,6	2,8
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-0,4	0,9	0,9	1,6	2,8
EE-Steuern	2,0	0,1	0,3	0,5	1,0
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	-2,4	0,8	0,7	1,1	1,8
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-2,4	0,8	0,7	1,1	1,8
Anteile Dritter	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-1,8	1,1	3,4	1,0	1,7

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung All for One Midmarket AG

Gewinn- und Verlustrechnung (in % vom Umsatz)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen / Aktivierete Eigenleistungen	0,7%	2,2%	0,9%	0,8%	0,9%
Gesamtleistung	100,7%	102,2%	100,9%	100,8%	100,9%
Materialaufwand	34,0%	37,9%	32,8%	32,5%	31,7%
Personalaufwand	45,7%	43,6%	45,8%	45,4%	45,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,1%	15,2%	16,1%	16,1%	16,1%
EBITDA	4,8%	5,6%	6,2%	6,8%	7,7%
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,8%	2,9%	3,7%	4,0%	3,8%
EBITA	2,0%	2,7%	2,6%	2,8%	3,9%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,6%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	0,5%	1,3%	1,3%	1,6%	2,8%
Zinsertrag	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%
Zinsaufwendungen	2,3%	1,2%	1,2%	0,8%	0,7%
Finanzergebnis	-1,1%	-0,1%	-0,2%	0,1%	0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-0,6%	1,2%	1,1%	1,7%	3,0%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-0,6%	1,2%	1,1%	1,7%	3,0%
EE-Steuern	3,3%	0,1%	0,3%	0,6%	1,0%
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	-3,9%	1,1%	0,8%	1,2%	1,9%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	-3,9%	1,1%	0,8%	1,2%	1,9%
Anteile Dritter	0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-2,9%	1,4%	4,1%	1,1%	1,8%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz All for One Midmarket AG

Bilanz (in Mio. EUR)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	18,7	15,2	14,4	13,3	12,3
Sachanlagen	6,8	7,4	12,5	12,1	11,7
Finanzanlagen	4,2	4,8	4,8	4,8	4,8
Anlagevermögen	29,7	27,4	31,7	30,2	28,8
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	17,8	30,1	22,7	23,2	24,3
Liquide Mittel	9,3	7,4	4,6	4,9	6,3
Umlaufvermögen	34,6	41,7	31,7	32,6	35,1
Bilanzsumme	64,3	69,1	63,4	62,8	64,0
PASSIVA					
Gezeichnetes Kapital	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Kapitalrücklage	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Gewinnrücklagen	-1,2	-1,3	-0,6	2,7	3,2
Bilanzgewinn	-2,9	-1,8	3,4	1,0	1,7
Eigenkapital	24,4	25,3	31,3	32,1	33,4
Anteile Dritter	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Rückstellungen	2,5	2,9	3,0	3,1	3,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	15,5	13,3	10,3	9,5	9,3
Sonstige Verbindlichkeiten	21,5	26,7	18,0	17,2	17,2
Verbindlichkeiten	37,0	40,0	28,3	26,7	26,5
Bilanzsumme	64,3	69,1	63,4	62,8	64,0

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz All for One Midmarket AG

Bilanz (in % der Bilanzsumme)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	29,1%	22,0%	22,7%	21,2%	19,2%
Sachanlagen	10,7%	10,7%	19,7%	19,2%	18,3%
Finanzanlagen	6,5%	7,0%	7,6%	7,7%	7,5%
Anlagevermögen	46,2%	39,6%	50,0%	48,1%	45,1%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	27,7%	43,5%	35,7%	36,9%	37,9%
Liquide Mittel	14,5%	10,8%	7,3%	7,8%	9,9%
Umlaufvermögen	53,8%	60,4%	50,0%	51,9%	54,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Gezeichnetes Kapital	25,2%	23,4%	25,6%	25,8%	25,3%
Kapitalrücklage	19,1%	17,8%	19,4%	19,5%	19,2%
Gewinnrücklagen	-1,8%	-1,9%	-0,9%	4,3%	5,0%
Bilanzgewinn	-4,5%	-2,6%	5,3%	1,6%	2,7%
Eigenkapital	38,0%	36,7%	49,3%	51,2%	52,2%
Anteile Dritter	0,7%	1,2%	1,3%	1,4%	1,3%
Rückstellungen	3,9%	4,1%	4,7%	4,9%	5,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	24,2%	19,3%	16,2%	15,1%	14,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	33,4%	38,7%	28,4%	27,4%	26,9%
Verbindlichkeiten	57,5%	57,9%	44,6%	42,6%	41,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung All for One Midmarket AG

Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,8	1,1	3,4*	1,0	1,7
Abschreibung Anlagevermögen	1,8	2,3	3,1	3,6	3,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-2,1	-5,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	-1,9	-0,7	4,1	5,6	6,4
Veränderung Vorräte	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,0	-5,6	-0,6	-0,5	-1,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-3,1	5,3	-0,7	-0,8	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	8,4	5,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	4,9	4,7	-1,4	-1,4	-1,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	3,0	4,0	6,1*	4,2	5,2
CAPEX	-3,1	-2,9	-8,4	-3,1	-3,2
Zugänge aus Akquisitionen	-14,5	-0,2	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,6	0,7	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,1	0,1	2,5	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-16,8	-2,3	-5,9	-3,1	-3,2
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	12,4	-2,9	-3,0	-0,8	-0,2
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-1,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	11,4	-3,6	-3,0	-0,8	-0,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-2,5	-1,8	-2,8	0,3	1,4
Endbestand liquide Mittel	9,3	7,4	4,6	4,9	6,3

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

* inkl. DCO

Kennzahlen All for One Midmarket AG

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Operative Effizienz					
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	100,2%	100,9%	99,6%	99,2%	98,1%
EBIT-Rendite (%)	0,5%	1,3%	1,3%	1,6%	2,8%
EBITDA / Operating Assets (%)	19,6%	28,4%	23,9%	26,5%	30,8%
ROA (%)	-6,2%	4,1%	10,7%	3,2%	6,0%
Kapitaleffizienz					
Umschlag des Sachanlagevermögens	9,1	10,6	6,7	7,4	8,1
Operativer Kapitalumschlag	4,1	5,1	3,8	3,9	4,0
Umschlag des eingesetzten Kapitals	1,5	1,8	1,8	2,0	2,0
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	0,8%	2,4%	2,5%	3,2%	5,7%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	8,1%	10,2%	11,9%	13,3%	15,7%
ROE (%)	-7,5%	4,4%	10,8%	3,0%	5,2%
ROIC (%)	-5,1%	1,8%	1,3%	2,1%	3,6%
Solvenz					
Nettoverschuldung zum Jahresende	6.215	5.869	5.676	4.590	2.949
Net Gearing (%)	25,5%	23,2%	18,1%	14,3%	8,8%
Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)	63,6%	52,6%	32,9%	29,6%	27,7%
Current Ratio	1,3	1,0	1,1	1,2	1,3
Acid Test Ratio	1,2	1,0	1,0	1,1	1,2
EBITDA / Zinsaufwand	2,1	4,6	5,2	8,6	11,1
Zinsdeckung	0,2	1,1	1,1	2,0	4,0
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-130	1.101	-2.307	1.086	2.004
Free Cash Flow / Umsatz (%)	-0,2%	1,4%	-2,8%	1,2%	2,1%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	1.518	2.594	3.897	3.766	4.895
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	2,4%	3,3%	4,7%	4,2%	5,2%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	7,1%	98,7%	-68,2%	111,4%	115,2%
Zinsertrag / durchschn. Liquide Mittel (%)	7,3%	10,2%	13,3%	17,1%	14,8%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	15,6%	6,6%	8,5%	7,1%	6,9%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	37,2%	29,8%
Mittelverwendung					
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	-3,9%	-2,9%	-10,1%	-3,5%	-3,4%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	2,8%	2,9%	3,7%	4,0%	3,8%
Capex / Abschreibungen (%)	-89,3%	-67,7%	-204,9%	-67,9%	-69,8%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	10,9%	10,6%	10,3%	11,2%	11,9%
Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)	248,3%	168,2%	186,0%	208,1%	220,0%
Inventory processing period (Tage)	4	3	4	4	4
Receivables collection period (Tage)	77	82	80	77	77
Payables payment period (Tage)	31	49	43	37	35
Cash Conversion Cycle (Tage)	50	37	41	44	46

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

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