



07. April 2008

Institutional Equity Research

Company

Flash

AC Service

Rating

Kaufen (unverändert)

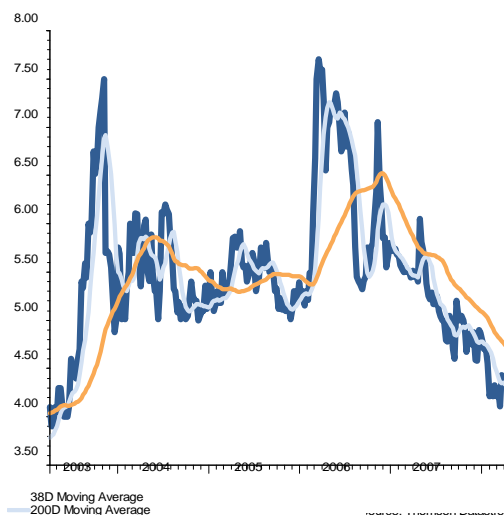
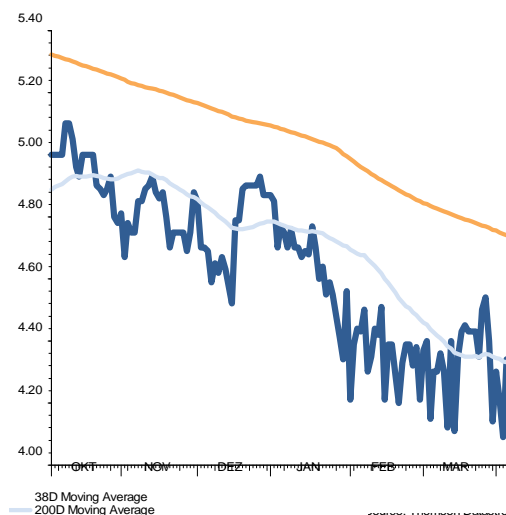
Ergebnissprung lässt auf sich warten

Neues Management forciert Fokussierungsstrategie ▶

Auch 2008 wird ein Jahr mit hohen (Wachstums-) Investitionen ▶

Deutlicher Ergebnissprung auf 2009 verschoben ▶

Kursziel auf 5,20 € reduziert, Aktie bleibt dennoch ein Kauf ▶





Kaufen

Kursziel: 5,20 €

Kurs: 4,26 €

07.04.08

11:37 h

Letztes Rating/ Kursz.:
Kaufen / 6,50 €

Letzte Analyse:
15.11.2007

S&P-Rating: n.a.

Technologie

Anzahl Aktien:
5,4 Mio.

Marktkapitalisierung:
23,0 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,03 %

Beta: n.a.

Rechnungslegung:
IFRS

Kalender: Q1-Zahlen
am 08.05.2008

Dividende 2008e: 0,00

ISIN: DE0005110001

Bloomberg: ACV GY

Reuters: ACVG.DE

Thomas Hofmann

Diplom-Kaufmann, CEFA

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-42775

Thomas.Hofmann@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-
Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

www.LBBW.de

AC-Service

07.04.2008

Anlass: 2007-Finanzzahlenkommentierung

Transformationsprozess ist in vollem Gange

Die Fokussierung zu einem reinen SAP-Komplettanbieter machte 2007 weitere Fortschritte. Zudem wurde kräftig in das neue Geschäftsmodell investiert. Entgegen unseren bisherigen Erwartungen werden auch 2008 weitere Investitionen zur Stärkung und Optimierung des Marktauftritts notwendig womit die Ertragslage auf einem nicht zufriedenstellenden Niveau verharren sollte. Die erwartete Ergebnisverbesserung verschiebt sich somit um ein Jahr und dürfte auch nicht so dynamisch ausfallen wie bisher geschätzt. Zusammen mit verminderten Schätzung für die mittelfristige Periode reduziert sich der faire Wert somit um 1,5 auf 6,5 €. Gleichzeitig verringern wir das Kursziel von 6,5 € auf 5,2 €, behalten unser Kaufen-Votum allerdings bei.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2007	0,22	0,21	0,4	7,8	19,4
2008e	0,22	0,57	0,4	6,0	19,4
2009e	0,32	0,87	0,3	4,6	13,3
2010e	0,63	n.a.	0,3	3,9	6,8

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto- ergebnis Mio. €
2007	78,1	4,3	1,0	1,3 %	1,1
2008e	83,5	4,9	1,2	1,4 %	1,1
2009e	92,0	6,4	2,1	2,2 %	1,7
2010e	100,0	7,5	4,1	4,1 %	3,3

- 2007 war durch ein anhaltend hohes Umsatzwachstum, gleichzeitig aber auch durch hohe, ergebnisbelastende Investitionen zum Auf- bzw. Ausbau des neuen, auf SAP-Dienstleistungen fokussierten Marktauftritts gekennzeichnet. Die beabsichtigte Trennung von Accurat ist einerseits auf die Fokussierung auf Kernbereiche, andererseits u.E. aber auch auf die Notwendigkeit zur Beschaffung von Liquidität zur Finanzierung weiterer Investitionen zurückzuführen.
- 2008 wird AC-Service nochmals rekordhohe Investitionen zur weiteren Stärkung des neuen Marktauftritts vornehmen. Wie bei IT-Service-Unternehmen üblich, wirkt sich dies zu einem Großteil noch im gleichen Jahr ergebnisbelastend aus. Daher haben wir unsere Gewinnschätzung für 2008 deutlich reduziert. 2009 rechnen wir mit einer Verdopplung des Nettoergebnisses, wobei das Niveau jedoch noch deutlich unter unserer bisherigen Schätzung liegt.
- Der tendenziell den längerfristigen Annahmen Rechnung tragende fair value liegt mit 6,5 € je Aktie nach wie vor deutlich über dem aktuellen Kursniveau. In Verbindung mit den kurzfristig deutlich eingetrübten Aussichten halten wir jedoch nur ein Kursziel von 5,20 € für realistisch – Kaufen.

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie.

Bewertung

Multiplikatorbewertung

Multiplikatorenvergleich AC-Service AG

Unternehmen	Kurs-/ Buchwert	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV	
		08e	09e	08e	09e	08e	09e	08e	09e
CENIT AG	2,5	0,5	0,5	4,0	3,5	4,4	3,9	7,9	6,9
GFT Techn.	1,7	0,2	0,2	4,3	3,7	4,9	4,0	9,1	7,4
IDS Scheer	1,6	0,6	0,6	5,4	4,6	6,2	5,2	11,5	9,6
PC-Ware AG	1,1	0,0	0,0	1,5	1,2	1,8	1,4	6,9	5,4
REALTECH AG	1,4	0,5	0,5	4,5	4,0	5,1	4,5	12,9	11,8
syskoplan AG	1,2	0,4	0,3	2,9	2,7	3,5	3,3	8,3	7,6
Median	1,5	0,4	0,4	4,2	3,6	4,6	4,0	8,7	7,5
AC-Service	0,9	0,3	0,3	5,6	4,3	23,0	13,5	19,1	13,1

Quelle: LBBW, JCF, Reuters

Der Vergleich mit der Peer Group zeigt auf Basis unserer neuen, merklich reduzierten Gewinnschätzungen einen deutlichen Aufschlag der Bewertung von AC-Service hinsichtlich der Ergebnismultiplikatoren. Hinsichtlich der Bewertung des Umsatzes (Enterprise Value/Umsatz) und des Eigenkapitals (Kurs-/Buchwert) hingegen ist die AC-Service Aktie günstiger bewertet. Dies lässt unseres Ermessens bei unveränderten Gewinnschätzungen kurz- und mittelfristig keinen signifikanten Kursanstieg erwarten, gleichzeitig begrenzt das Verhältnis Kurs-/Buchwert mit einem Wert kleiner als 1 allerdings auch das Risiko eines weiteren Kursverfalls. Der arithmetische Durchschnitt der sich aus den verschiedenen Multiplikatoren ergibt liegt bei knapp 4 €.

Shareholder value-Bewertung

Bewertung (Wertschöpfungsanalyse)

Barwerte	Mio €
12/2008e	(0)
12/2009e	(0)
12/2010e	1
Terminal / Continuing value	6
Summe künftiger Wertschöpfung	7
Capital employed (12/2007)	50
Fairer Wert (EK + FK)	57
Adjustierungsfaktor	1,01
Fairer aktueller Wert (EK + FK)	58
Verbindlichkeiten (12/2007)	(24)
Fairer Wert des Eigenkapitals	34
Marktkapitalisierung	23
Abschlag (%)	33
Fair value je Aktie (€)	6,5

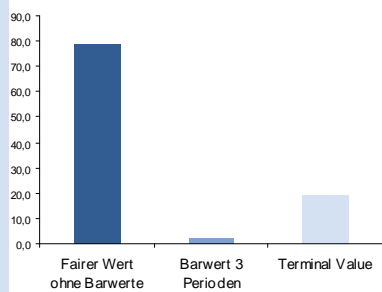
Modellparameter

Mittelfristig (2011 - 2015)	
ROCE (%)	8,0
WACC	5,9
Wachstum Capital employed (%)	3,0
Langfristig (ab 2016)	
ROCE (%)	7,5
WACC	7,2
Wachstum Capital employed (%)	3,0

	12/2005 Mio €	12/2006 Mio €	12/2007 Mio €	12/2008e Mio €	12/2009e Mio €	12/2010e Mio €
Wertschöpfung (Economic value added)	0	1	1	(1)	(0)	2
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	2	3	4	2	3	4
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern*	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
Wertschöpfungs-Marge (%)	0,1	2,9	2,9	(1,0)	(0,0)	3,2
ROCE (%)	6,1	8,9	7,9	3,9	5,6	9,0
Gewichteter Kapitalkostensatz nach Steuern* (%)	6,0	6,0	5,0	4,9	5,6	5,8
Wachstum des Capital employed (%)	12,6	50,9	12,4	(5,3)	(0,7)	1,6

* Werte des Vorjahres

Zusammensetzung fairer Wert (%)



Auf Basis der deutlich reduzierten Schätzungen für 2008 und 2009 sowie ebenfalls verringerter Annahmen hinsichtlich des mittelfristigen ROCE (8,0 nach 10,0%) ermäßigt sich der von uns ermittelte faire Wert der AC-Service Aktie von bisher 8 € auf noch 6,50 €. Trotz der somit deutlich niedrigeren erwarteten Wertschöpfungsmarge trauen wir AC-Service nach wie vor zu, dass es gelingt, die Kapitalkosten zu erwirtschaften. Dennoch ergibt sich der weitaus überwiegende Teil des von uns ermittelten fairen Wertes aus der Substanz (siehe Randgrafik).

Der positive Effekt dieser Wertverteilung ist die geringe Elastizität des fairen Wertes auf Änderungen der Einflussparameter wie sich aus den folgenden Tabellen ablesen lässt:

Zinssensitivitäts-Analyse

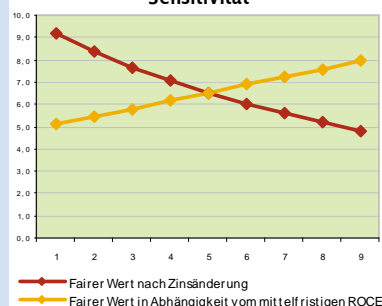
Fairer Wert nach Zinsänderung	LBBW									
Kapitalmarktzins (%)	2,90	3,15	3,40	3,65	3,90	4,15	4,40	4,65	4,90	
WACC (%)	5,0	5,2	5,4	5,7	5,9	6,1	6,3	6,6	6,8	
Fairer Wert je Aktie (€)	9,2	8,4	7,7	7,1	6,5	6,0	5,6	5,2	4,8	

ROCE-Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert in Abhängigkeit vom mittelfristigen ROCE	LBBW									
Mfr. ROCE (%)	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0	
Fairer Wert je Aktie (€)	5,1	5,5	5,8	6,2	6,5	6,9	7,2	7,6	7,9	

Fairer Wert in Abhängigkeit vom langfristigen ROCE	LBBW									
Lfr. ROCE (%)	6,5	6,8	7,0	7,3	7,5	7,8	8,0	8,3	8,5	
Fairer Wert je Aktie (€)	4,9	5,3	5,7	6,1	6,5	6,9	7,3	7,8	8,2	

Sensitivität



Empfehlung

Aufgrund anhaltender Investitionen zur Sicherung des weiteren Wachstums sowie zur Anpassung der Unternehmensstruktur an die zukünftigen Anforderungen wird AC-Service auch im laufenden Jahr kein zufriedenstellendes Ergebnisniveau aufweisen. Wir hatten bisher – im Einklang mit der bisherigen Unternehmensguidance – für 2008 einen spürbaren Ergebnissprung erwartet, der aber nun um ein Jahr in die Zukunft verschoben wurde. Zusätzlich hängt die Umsetzung der geplanten Investitionstätigkeiten von zwei wesentlichen Faktoren ab, auf die AC-Service nur beschränkt Einfluss nehmen kann. Hinsichtlich der Problematik des Akquisitionskredits stellt für uns das Verhalten des Kreditgebers das größere Risiko dar, während der Mittelzufluss durch die Veräußerung von Accurat im Zweifelsfalle auch durch entsprechende Preiszugeständnisse zu beeinflussen ist. Vor dem Hintergrund dieser Risiken halten wir eine Gewichtung zwischen der eher langfristigen orientierten Bewertung gemäß unseres Shareholder value-Modells (6,50 €) und dem Peer group-Vergleich (3,90 €) angemessen. Daraus ergibt sich ein Kursziel von 5,2 € (bisher 6,50 €). Trotz dieser drastischen Korrektur weist die Aktie somit unseres Erachtens ein Kurspotenzial von gut 20% auf womit unser Votum unverändert Kaufen lautet. Da der Titel mit 4,2 € deutlich unter dem Buchwert in Höhe von 4,90 € notiert halten wir das Risiko weiterer Kursverluste für begrenzt. Unter längerfristigen Aspekten halten wir die Aktie aufgrund des nach wie vor günstigen Umfeldes – Fokussierung auf Mittelstand, SAP-Mittelstandsoffensive – ohnehin für eine aussichtsreiche Aktie.

Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

Kräftiges Umsatzwachstum, Ergebnisentwicklung hinkt hinterher

Das Jahr 2007 war bei AC-Service von mehreren Faktoren geprägt:

- Hohes organisches Wachstum in den Kernbereichen
- Intensivierte Fokussierung auf das Kerngeschäft
- Umfangreiche Maßnahmen und Investitionen zur Umsetzung/Stärkung des neuen Unternehmensprofils
- Rentabilität noch auf unbefriedigendem Niveau
- Kurzfristiges Liquiditätsrisiko durch Verfehlen einer Kreditbedingung

Eckdaten GuV 2007 (continued operations)

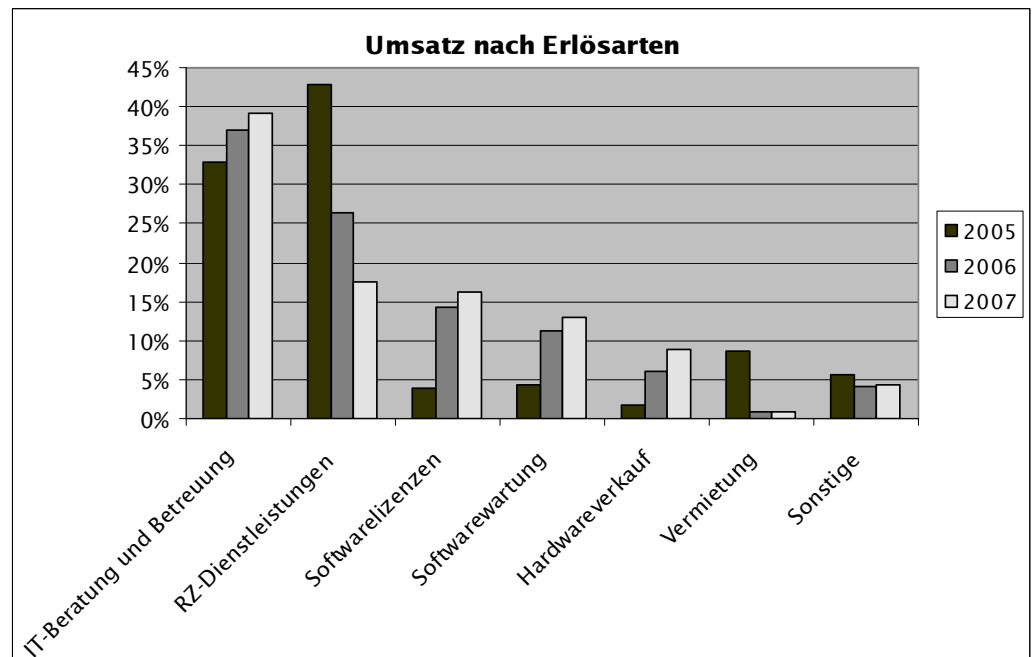
Mio. €	2007	2006	YoY
Umsatz	78,1	62,6	24,7%
EBITDA	4,3	3,0	43,5%
EBITA	2,1	1,3	64,2%
EBIT	1,0	0,3	264,4%
Net Profit	0,8	-2,4	n.m.
Disc. Operations	0,5	0,3	60,2%
EPS (in €)	0,22	-0,35	n.m.

Quelle: AC-Service, LBBW

Die obige Tabelle zeigt, dass AC-Service für das abgelaufene Geschäftsjahr eine beeindruckende Entwicklung vorweisen kann. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die zur Veräußerung vorgesehenen Vermögensgegenstände (Accurat) nicht mehr in den konsolidierten Umsatz- und Ergebnisgrößen enthalten sind, sondern separat als Ergebnis aus nicht fortgeführten Geschäftsbereichen ausgewiesen werden. Im Vergleich zum Vorjahr konnte der Umsatz überwiegend organisch um 25% auf 78 Mio. € gesteigert werden. Basis dieser dynamischen Aufwärtswentwicklung ist der um 20% auf 425 Mitarbeiter gestiegene Personalbestand. Allerdings musste AC-Service zur Bewältigung der guten Auftragslage verstärkt Fremdleistungen in Anspruch nehmen, was zu einem überproportionalen Anstieg der GuV-Position „bezogene Leistungen“ um 37% führte. In der Summe machten die Material- und Personalaufwendungen 81,5% der erzielten Erlöse aus nach 79,7% im Vorjahr. Das es dennoch gelang, die EBITDA-Marge um 0,8%-Punkte auf 5,6% zu verbessern ist vor allem auf eine Investitionsteuergutschrift in Höhe von 0,74 Mio. € zurückzuführen. Gleiches gilt auch für die Ergebnisgrößen EBITA und EBIT. Ebenfalls positiv wirkten sich wegfallende Kreditbereitstellungsprovisionen (0,6 Mio. € in 2006) aus, so dass das Vorsteuerergebnis mit 0,9 Mio. € wieder in der Gewinnzone lag nachdem im Vorjahr noch ein Verlust von 0,4 Mio. € ausgewiesen wurde. Inklusiv des deutlich niedrigeren Steueraufwandes und der Nettoerträge aus zur Veräußerung vorgesehener Vermögensgegenstände ergibt sich ein kräftiger Turnaround im Ergebnis je Aktie von -0,35 € im Vorjahr auf 0,22 €. Per Saldo lässt sich konstatieren, dass es AC-Service 2007 noch nicht gelungen

ist, den fraglos erfreulichen Geschäftsverlauf in eine hierzu korrespondierende Ergebnisentwicklung umzusetzen. Die Ergebnisverbesserungen sind überwiegend auf zum Teil nicht operative Einmaleffekte zurückzuführen. Dies ist allerdings nicht überraschend, da bei IT-Unternehmen verstärkte Wachstumsanstrengungen in der Regel immer mit temporär überproportionalen Ertragsbelastungen einhergehen.

Durch die weitere Fokussierung auf das Kerngeschäft bzw. die beabsichtigte Veräußerung von Accurat hat sich die Bedeutung der unterschiedlichen Erlösarten vorwiegend durch Portfolioveränderungen deutlich verschoben. Während 2005 noch etwa 43% der Umsätze mit Rechenzentrums-Dienstleistungen erwirtschaftet wurden trug diese Erlösart 2007 nur noch zu 17% zu dem Konzernumsatz (continued Operations) bei. Im Gegenzug trugen die Erlöse aus dem Verkauf und der Wartung von Software im abgelaufenen Geschäftsjahr 29% zu den Konzernergebnissen bei, zwei Jahre zuvor lag der Anteil noch bei 8%. Die nachfolgende Tabelle zeigt diesen Transformationsprozess bei der die Basis die nicht um Portfolioveränderung bereinigten Daten aus den jeweiligen Geschäftsberichten bilden.



Quelle: AC-Service

Mit einem Umsatz von 49,5 Mio. € bzw. einem Anteil von 63% ist die Sparte SAP Solutions das mit Abstand bedeutendste Segment von AC-Service. Der Consultingbereich (Managed IT Services) trug 2007 28% zu den Konzernumsätzen bei und der Rest (9%) entfiel auf die hochprofitablen luxemburger Aktivitäten.

Im Segment Managed IT-Services konnte ein Umsatzanstieg um knapp 24% auf 21,8 Mio. € erzielt werden. Die oben bereits erwähnten deutlich gestiegenen Fremdleistungen fielen allerdings vor allem in diesem Segment an und führten neben Mehrbelastungen im Zusammenhang mit dem Organisationsausbau und der Optimierung der Rechenzentrums-Infrastruktur zu einem Rückgang des operativen Ergebnisses. Die ohnehin schon als konservativ titulierte Guidance für das EBITA dieses Segments in Höhe von 0,5 bis 0,7 Mio. € wurde somit nicht erreicht.

Managed IT-Services

Mio. €	2007	2006	YoY
Umsatz	21,8	17,6	23,9%
EBITDA	2,1	2,0	5,9%
EBITA	0,4	0,8	-48,6%
EBIT	0,4	0,7	-47,8%

Quelle: AC-Service, LBBW

Im Segment SAP-Solutions gelang ebenfalls ein kräftiger Umsatzanstieg um 26,5%, doch auch hier wirkten sich hohe Aufwendungen für Personalbeschaffungsmaßnahmen und Personalentwicklung ebenso negativ aus wie der projektspezifisch verstärkte Einsatz externer Berater. Hinzu kamen noch Startschwierigkeiten in Österreich, wo die vertrieblichen und operativen Mängel in der Führung zu höheren Ergebnisbelastungen als erwartet führten. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass AC-Service auch im Segment SAP Solutions die ursprüngliche Umsatzguidance übertreffen konnte, im EBITA jedoch nur die untere Grenze der anvisierten Spanne von 1,3 Mio. bis 1,6 Mio. € erreichte.

SAP Solutions

Mio. €	2007	2006	YoY
Umsatz	49,5	39,2	26,5%
EBITDA	1,6	1,2	33,0%
EBITA	1,3	0,9	45,3%
EBIT	0,3	-0,1	-481,2%

Quelle: AC-Service, LBBW

Das eigentlich nicht zum Kerngeschäft zählende aber dennoch hochprofitable Dienstleistungsgeschäft mit öffentlich-rechtlichen Körperschaften in Luxemburg steigerte Umsatz und Ergebnis kräftig und konnte damit als einziges Segment die Vorgaben des Managements klar übertreffen. Dies gilt unseres Erachtens auch wenn man Einmaleffekte wie z.B. die Investitionsteuergutschrift ausklammert.

Other Operations

Mio. €	2007	2006	YoY
Umsatz	6,8	5,9	15,3%
EBITDA	2,8	1,9	43,7%
EBITA	2,6	1,8	46,5%
EBIT	2,6	1,8	46,5%

Quelle: AC-Service, LBBW

Der zur Veräußerung vorgesehene Geschäftsbereich Human Resource Services (Accurat) konnte die geplanten Umsätze erreichen und erwirtschaftete mit 1,4 Mio. € ein EBITA, das sogar deutlich über der erwarteten Spanne (0,9 bis 1,0 Mio. €) lag.

Zusammenfassend ist zu konstatieren, dass es AC-Service auf der Absatzseite gelungen ist, die ambitionierten Ziele noch zu übertreffen. Auf der Ergebnisseite konnten die Vorgaben in der Summe erreicht werden, doch gelang dies lediglich aufgrund einmaliger nicht operativer Effekte.

Optisch deutlich verschlechtere Bilanzqualität bzw. Liquiditätslage

Bei näherer Analyse der Bilanz stechen vor allem die sprunghaft angestiegenen kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten negativ hervor, die nach 3,3 Mio. € per Ende 2006 nunmehr einen Betrag von 12 Mio. € ausmachen. Hierzu ist anzumerken, dass die Summe aus kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten im Jahresverlauf um 2,2 Mio. auf 13,3 Mio. € reduziert wurden, es sich also lediglich um eine Verschiebung innerhalb der Fristigkeit handelt. Allerdings könnten sich aus dieser Verschiebung weitreichende Konsequenzen für die mittelfristige Liquiditätssituation von AC-Service ergeben. Die Ursache hierfür liegt in einem im Februar 2006 aufgenommenen Akquisitionsdarlehens in Höhe von 15,5 Mio. € mit einer Laufzeit bis 2010, das per Ende 2007 noch mit 11 Mio. € valuiert. Der Kreditgeber ist im Falle des Eintritts bestimmter Ereignisse unter anderem berechtigt, den Kredit zu kündigen und sofort fällig zu stellen sowie bestellte Sicherheiten zu verwerten. Zum 31. Dezember wurde bei einer von drei in den Covenants enthaltenen Finanzkennzahlen der vereinbarte Wert nicht erreicht. Auch wenn der Vorstand keine Veranlassung sieht, dass der Kreditgeber sein vertragliches Kündigungsrecht ausübt, musste die Verbindlichkeit somit als kurzfristige Finanzverbindlichkeit ausgewiesen werden. Im (unwahrscheinlichen) Falle einer Kündigung würde die Liquiditätslage von AC-Service stark beeinträchtigt. Das Unternehmen verfügt über freie Kreditlinien in Höhe von 4,8 Mio. € und Zahlungsmittel von 7,5 Mio. €. Zieht man hiervon die möglicherweise sehr kurzfristig fällig werdenden 11 Mio. € ab verblieben lediglich noch 1,3 Mio. €, die zur Finanzierung der ehrgeizigen Wachstumspläne keinesfalls ausreichend wären. Hinzu kämen noch mögliche negative Auswirkungen auf das operative Geschäft, da auch Kunden von IT-Service Anbietern aufgrund der längerfristigen Geschäftsbeziehungen der Solidität ihres Zulieferers einen hohen Stellenwert einräumen. Diese Situation würde durch einen baldigen Verkauf von Accurat mit einem von uns erwarteten Mittelzufluss von netto 6,8 Mio. € deutlich entschärft aber der Deal ist aktuell noch nicht in trockenen Tüchern.

Cashflow verbessert, Niveau aber noch nicht befriedigend

Der operative Cash flow konnte 2007 auf 4 Mio. € verbessert werden, womit die Investitionen in das Sachanlagevermögen voll aus eigenen Mitteln finanziert werden konnten. Der verbleibende Teil (Free Cash flow) reichte allerdings nicht aus, die zum Teil vertraglich fixierte Tilgung der Finanzverbindlichkeiten zu decken, so dass sich die Zahlungsmittel um etwa 1,7 Mio. € verringerten.

Eckdaten Cash flow 2007 (continued operations)

Mio. €	2007	2006
EBIT	0,9	-0,4
AfA	3,3	2,7
WC	-0,3	-3,6
Sonstige	0,1	4,2
Operativer CF	4,0	3,0
SAV-Investitionen	-2,9	-3,1
Free CF	1,14	-0,13
Sonst. Invest.	0,61	-13,77
Investitionen	-2,30	-16,85
CF Finanztätigk.	-3,56	-4,71
Sonstige	0,14	0,70
Δ Zahlungsmittel	-1,68	-17,91

Quelle: AC-Service, LBBW

Ausblick

Nach der extrem hohen Umsatzdynamik in den letzten beiden Jahren rechnet AC-Service für 2007 mit einem moderateren Umsatzwachstum in einer Spanne von 5 bis 9% (auf 82 Mio. bis 85 Mio. €). Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass im Vorjahr außerplanmäßig hohe Hardwareumsätze realisiert wurden, die 2008 nicht in diesem Ausmaß anfallen dürften. Im darauffolgenden Geschäftsjahr entfällt dieser Verzerrungseffekt, so dass das Management wieder von einem zweistelligen Umsatzwachstum ausgeht. Etwaige aus der Subprime-Krise resultierende Bremspuren konnte AC-Service bisher noch nicht ausmachen. Dies ist allerdings auch nicht überraschend, da die Zielkundengruppe (Maschinenbau) selbst bisher noch nicht keine abklingende Nachfrage spürt. Das anhaltende Wachstum erfordert allerdings im laufenden Geschäftsjahr rekordhohe Investitionen, die sich teilweise direkt auf die GuV niederschlagen. Das Volumen kann bis zu 10% des Umsatzes betragen, was einem absoluten Betrag von gut 8 Mio. € entspricht. Diese Investitionen sind dem hohen Wachstum der letzten Jahre aber auch der weiteren Expansion geschuldet. Einerseits ist Wachstum nur über neue Mitarbeiter zu schultern - geplant ist eine weitere Aufstockung der Mitarbeiterzahl um 16%. Andererseits müssen auch die Unternehmensstrukturen (Aufbau-, Ablauforganisation) mitwachsen. So entfällt z. B. ein Großteil der Investitionen auf die Verlagerung der Rechenzentren nach Frankfurt wo eine weitaus günstigere Infrastruktur für die Erbringung von RZ-Dienstleistungen gegeben ist und zukünftiges Wachstum ohne weitere Probleme verarbeitet werden kann. Vor diesem Hintergrund rechnet AC-Service 2008 nur mit einem unverändert unbefriedigenden Ergebnisniveau. 2009

sollen die Investitionen dann wieder auf ein „Normalniveau“ zurückgefahren werden, was sich dann positiv auf die Ertragslage auswirken wird. Daher geht das Management für 2009 von einer deutlichen Ergebnisverbesserung aus. Dies entspricht der Verlagerung des Rentabilitätsschubs um ein Jahr nach hinten. Mit Vorlage der Jahreszahlen für 2006 rechnete das Management für 2008 noch nahezu mit einer Verdopplung des EBITA gegenüber dem Vorjahr aufgrund von Skaleneffekten sowie einer verstärkten Produktivitätswirkung der Neueinstellungen aus 2006 und 2007. Unsere aktuelle Umsatz und Ergebnisschätzung haben wir auf Basis der neuen Rahmenbedingungen folgendermaßen angepasst:

Eckdaten GuV-Prognose (continued operations)

	Guidance	2008e		Guidance	2009e		2010e
		LBBWe			LBBWe		
		neu	bisher*		neu	bisher*	LBBWe
Umsatz (Mio. €)	82 - 85	83,5	84,0		92,0		100,0
Δ YoY in %	5 - 9	7,0		> 10%	10,2		8,7
EBITDA		4,9			6,4		7,5
EBITDA-Marge in %		5,9			7,0		7,5
EBITA	2,3 - 2,8	2,3			3,1		5,2
EBIT	1,3 - 1,8	1,2	3,6		2,1		4,1
EPS (in €)**		0,22	0,57		0,32	0,87	0,63

* vergleichbar

** inklusive discontinued operations

Quelle: AC-Service, LBBWe

Wir haben dabei folgende Prämissen unterstellt:

- Die allgemeine wirtschaftliche Eintrübung wird auch die Ordertätigkeit der AC-Service Kunden tendenziell negativ beeinflussen
- Der Akquisitionskredit wird seitens des Kreditgebers nicht gekündigt
- Der Verkauf von Accurat erfolgt per Ende Juni 2008, so dass das Segment noch 6 Monate zum Nettoergebnis beiträgt
- Der Verkaufserlös für Accurat beträgt 8 Mio. €, womit netto etwa 6,3 Mio. € Liquidität zufließen, einen Buchgewinn haben wir vorsichtshalber nicht unterstellt
- Der Verkaufserlös fließt ab dem zweiten Halbjahr überwiegend in die geplanten Investitionsvorhaben und weniger in eine außerplanmäßige Schuldentilgung, so dass ein nur zu vernachlässigender positiver Zinseffekt entsteht
- Die Steuerquote veranschlagen wir mit 25%

Alles in allem ist unsere Schätzung von einem eher vorsichtigen Ansatz geprägt. Einerseits gelang es dem (alten) Management in der Vergangenheit nicht, die oft skizzierten Ergebnisverbesserungen in die Realität umzusetzen und andererseits dürfte die gesamtwirtschaftliche Abschwächung mittelfristig auch die mittelständisch geprägten aus dem deutschsprachigen Raum stammenden AC-Service Kunden erreichen. Auf Basis dieses neuen Datenkranzes verringert sich unsere EPS Schätzung für 2008 und auch 2009 deutlich im Vergleich zu unserer bisherigen Prognose.

Es ist allerdings nach wie vor festzuhalten, dass die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für AC-Service nach wie vor als ausgesprochen gut zu bezeichnen sind. Die wichtigste Kundengruppe berichtet über nach wie vor prall gefüllte Auftragsbücher und die Mittelstandsoffensive von SAP begünstigt vor allem IT-Dienstleister wie AC-Service. Das neue Management hat die Unternehmensstruktur dahingehend angepasst, dass dieser Rückenwind so gut wie möglich in eine Ausweitung des eigenen Geschäftsvolumens umgemünzt werden kann. Der geplante Verkauf von Accurat ist unseres Ermessens der richtige Schritt und sichert die Strategie unter finanziellen Aspekten ab. Wir sind daher trotz der deutlichen Reduzierung unserer Prognosen sehr zuversichtlich, dass AC Service sich mittelfristig bei erheblich verbesserter Ertragslage auf einem deutlich höheren Umsatzniveau bewegen wird.

Gewinn- und Verlustrechnung

	12/2005	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Umsatzerlöse	45,7	72,9	78,1	83,5	92,0	100,0
Veränderung (%)	2,7	59,6	7,1	6,9	10,2	8,7
Bestandserhöhungen und andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	0	0	0	0
Gesamtleistung	45,7	73,4	78,1	83,5	92,0	100,0
	100,0	100,7	100,0	100,0	100,0	100,0
Materialkosten	(5,9)	(21,8)	(29,6)	(30,7)	(33,1)	(36,0)
Personalkosten	(24,5)	(34,8)	(34,0)	(37,0)	(40,5)	(43,5)
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	0,5	1,8	1,0	1,0	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(9,6)	(12,8)	(11,9)	(12,0)	(13,0)	(14,0)
EBITDA	6,6	4,5	4,3	4,9	6,4	7,5
Marge (%)	14,5	6,1	5,6	5,9	7,0	7,5
Abschreibungen	(5,1)	(3,1)	(3,3)	(3,7)	(4,4)	(3,4)
EBIT	1,6	1,4	1,0	1,2	2,1	4,1
Finanzergebnis	(0,1)	(0,7)	(0,1)	0,2	0,3	0,4
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	1,5	0,7	0,9	1,4	2,4	4,5
A.o. Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vorsteuerergebnis	1,5	0,7	0,9	1,4	2,4	4,5
EE-Steuern	(0,2)	(2,6)	(0,1)	(0,3)	(0,6)	(1,1)
Steuerquote (%)	13,0	359,3	10,6	25,0	25,0	25,0
Ergebnis fortgeführtes Geschäft vor Anteilen Dritter	1,3	(1,9)	0,8	1,0	1,8	3,4
Anteile Dritter	0,1	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Ergebnis fortgeführtes Geschäft	1,4	(1,8)	0,8	0,9	1,7	3,3
Nicht fortgeführte Aktivitäten	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	1,4	(1,8)	1,1	1,1	1,7	3,3
Veränderung (%)	n/m	n/m	n/m	(0,2)	49,4	95,8
Anzahl der Aktien	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Jahresüberschuss pro Stammaktie (€)	0,27	(0,35)	0,22	0,22	0,32	0,63

Kennzahlen

Kennzahlen

	12/2005	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Investment Kennzahlen						
KGV	20,0	n.m.	20,7	19,7	13,6	6,9
EPS Wachstum (%)	(162,8)	(229,6)	(162,9)	0,0	45,5	96,9
Kurs / Buchwert	1,1	1,2	0,9	0,8	0,8	0,7
Enterprise Value / Umsatz	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Enterprise Value / EBITDA	3,8	7,8	7,8	5,7	4,4	3,7
Enterprise Value / EBIT	16,3	24,8	32,7	23,4	13,7	6,9

Bonitätskennziffern

	12/2005	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Nettoverschuldung / EBITDA	(0,4)	1,5	2,4	1,1	0,6	0,4
Gearing (%)	(12,3)	24,6	36,1	16,5	9,5	6,6
EK-Quote adjustiert (%)	79,9	75,1	45,5	41,4	44,7	45,8

Cash flow

	12/2005	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Jahresüberschuß vor Anteilen Dritter	1,3	(1,9)	0,8	1,0	1,8	3,4
Abschreibungen	5,1	3,1	3,3	3,7	4,4	3,4
Veränderung Rückstellungen	(0,2)	0,4	0,4	0,4	0,0	0,5
Veränderung Working capital	(1,5)	(0,3)	0,2	(0,0)	0,2	(0,1)
Veränderung latente Steuern (Bilanz)	(0,1)	2,0	2,2	(0,1)	0,0	0,0
Veränderung Vermögenswerte nicht fortgeführter Aktivitäten	0,0	0,0	(8,0)	8,0	0,0	0,0
Operativer Cash flow	4,6	3,3	7,0	5,0	6,3	7,2
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	(1,9)	(14,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
Investitionen in Sachanlagen	(4,3)	(4,8)	(3,7)	(8,0)	(4,0)	(4,5)
Investitionen in Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(0,0)	2,3	3,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow aus Investitionstätigkeit	(6,2)	(16,6)	(1,0)	(8,3)	(4,3)	(4,8)
Kapitalmaßnahmen	(5,7)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendensumme	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	(0,5)
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,1	12,4	(2,2)	(2,3)	(2,0)	(2,0)
Veränderung Verbindlichkeiten nicht fortgeführter Aktivitäten	0,0	0,0	1,7	(1,7)	0,0	0,0
Cash flow aus Finanzierungstätigkeit	(5,6)	12,4	(8,5)	4,0	(2,0)	(2,5)
Sonstiges	6,1	1,5	0,5	0,3	(0,1)	(0,1)
Veränderung der liquiden Mittel incl. Wertpapiere	(1,2)	0,5	(2,0)	1,1	(0,1)	(0,2)
Zinsaufwand	0,2	1,5	0,8	0,7	0,7	0,7
Free Cash flow	(1,4)	(11,9)	6,8	(2,6)	2,7	3,1

Bilanz**Aktiva**

	12/2005	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
Langfristige Vermögenswerte	20	37	31	36	36	37
Immaterielle Vermögensgegenstände	6	19	15	14	14	13
davon Goodwill	4	7	4	4	4	4
Sachanlagen	11	7	7	13	13	15
Finanzanlagen	0	4	5	5	5	5
Sonstige Vermögensgegenstände	0	0	0	1	1	1
Latente Steuern	4	7	3	3	3	3
Kurzfristige Vermögenswerte	20	28	30	32	34	36
Vorräte	0	1	1	1	1	1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7	13	18	19	21	23
Sonstige Vermögensgegenstände	1	1	1	1	1	1
Wertpapiere	0	3	3	3	3	3
Flüssige Mittel	12	9	7	9	8	8
Vermögenswerte aus Absatzfinanzierung	0	0	0	0	0	0
Vermögenswerte der nicht fortgeführten Aktivitäten	0	0	8	0	0	0
Summe Aktiva	40	64	69	68	70	73

Passiva

Eigenkapital	25	25	26	28	29	32
in % der Bilanzsumme	63,0	38,6	37,9	40,3	41,6	43,5
Gezeichnetes Kapital	16	16	16	16	16	16
Eigene Aktien (Nennwert)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Kapitalrücklage	12	12	12	12	12	12
Gewinnrücklage	0	0	0	0	1	4
Bilanzverlust	(3)	(3)	(2)	(1)	0	0
Sonstige Eigenkapitalveränderungen	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
EK der nicht fortgeführten Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	1	1	1	1
Genüßrechtskapital	0	0	0	0	0	0
Langfristige Verbindlichkeiten	4	20	6	6	6	6
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Übrige Rückstellungen	2	2	0	1	1	1
Finanzverbindlichkeiten	1	12	1	1	1	1
Sonstige Verbindlichkeiten	1	1	0	1	1	1
Latente Steuern	1	5	4	4	4	4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	11	19	35	35	35	35
Übrige Rückstellungen	0	0	2	3	3	3
Finanzverbindlichkeiten	2	3	12	10	8	6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2	5	10	11	12	13
Sonstige Verbindlichkeiten	7	10	10	11	12	13
Verpflichtungen aus Absatzfinanzierung	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten der nicht fortgeführten Aktivitäten	0	0	2	0	0	0
Summe Passiva	40	64	69	68	70	73

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW		
Kaufen	Halten	Verkaufen
57,2 %	31,4 %	11,4 %

Rating-Chronik

Datum	Rating
05.12.2006	Kaufen

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben