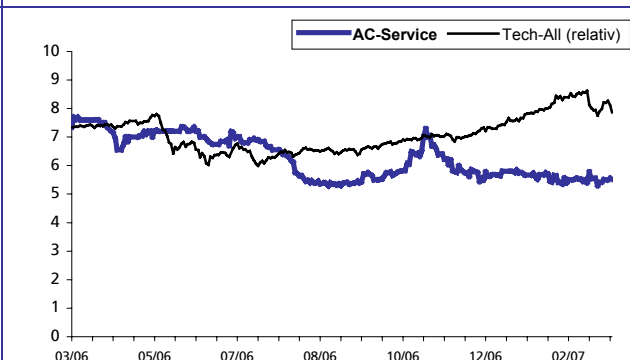


**Kaufen** Risiko: **Kursziel: EUR 8,30**  
(alt: Kaufen) mittel

**Gutes Wachstum – Ergebnis von Sondereffekten geprägt**

Bloomberg: ACV GY Kurs: EUR 5,52  
Reuters: ACVG.DE Tec-AS: 990,99  
ISIN: DE0005110001  
Internet: www.ac-service.com  
Segment: Prime Standard  
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 14.03.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 7,81/ EUR 5,08  
Marktkapitalisierung: EUR 29,81 Mio.  
Aktienzahl: 5,40 Mio.

Aktionäre: BEKO Holding 52%  
Freefloat 48%

Termine: Bilanzpressekonferenz 28.03.2007

**Analyse: SES Research**

**Veröffentlichung: 15.03.2007**  
**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  
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 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

**Sales Assistance**

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

AC-Service legte am 14.03.07 die vorläufigen Geschäftszahlen für 2006 vor. Dabei konnte die hohe Wachstumsdynamik fortgesetzt werden, allerdings spiegelte sich das nicht ganz so wie von uns erwartet in den Ergebnisgrößen wider.

Gesamtjahr 2006				Vorjahreswert
	berichtet	Prognose	Delta	
<b>Umsatz</b>	<b>72,90</b>	<b>70,00</b>	4,14%	44,70
<b>EBITDA</b>	<b>2,40</b>	<b>2,90</b>	-17,24%	1,10
Marge	n.m.	4,14%		n.m.
<b>EBIT</b>	<b>1,40</b>	<b>1,80</b>	-22,22%	0,80
Marge	1,92%	2,57%		1,79%
<b>Nettoerg.</b>	<b>-1,90</b>	<b>-1,00</b>	n.m.	1,00
Marge	n.m.	n.m.		2,24%
<b>EpA*</b>	<b>-0,35</b>	<b>-0,19</b>	n.m.	22,00

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Tabelle 1; Quelle: AC-Service AG, SES Research

Die Vergleichszahlen des Vorjahres sind um Änderungen in der Rechnungslegung angepasst. Insgesamt stieg der Umsatz gegenüber dem Vorjahr um 63%. Der überwiegende Anteil des Umsatzzuwachses ist auf die zu Jahresbeginn 2006 akquirierte All for One zurückzuführen.

Geschäftsjahresende	12/05	12/06e	12/07e	12/08e	CAGR
<b>Umsatz</b>	45,7	72,9	78,5	83,6	22,3%
Umsatz (alt)		70,0	77,2	82,4	
Delta		4,1%	1,6%	1,5%	
<b>EBITDA</b>	6,6	4,7	7,1	9,0	10,8%
Marge	14,51%	6,41%	9,09%	10,78%	
<b>EBITDA (alt)</b>		5,0	7,3	9,1	
Delta		-6,6%	-2,3%	-0,9%	
<b>EBIT</b>	1,6	1,4	3,1	4,7	45,2%
Marge	3,40%	1,95%	3,92%	5,67%	
<b>EBIT (alt)</b>		1,8	3,3	4,8	
Delta		-21,2%	-6,7%	-1,1%	
<b>Nettoerg.</b>	1,4	-1,9	1,5	3,0	28,4%
Marge	3,11%	-2,54%	1,93%	3,59%	
<b>Nettoerg. (alt)</b>		-1,0	1,6	3,1	
Delta		n.m.	-5,5%	-3,1%	
<b>EpA</b>	0,27	-0,35	0,29	0,57	28,4%
EpA (alt)		-0,19	0,30	0,60	
Delta		n.m.	-3,6%	-4,3%	
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	n.m.
Rendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
<b>Dividende (alt)</b>		0,00	0,00	0,00	
Delta		n.m.	n.m.	n.m.	

EpA in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 5,52 EUR

<b>KUV</b>	0,63	0,40	0,37	0,35
<b>KGV</b>	20,35	n.m.	19,09	9,61
<b>EV/Umsatz</b>	0,76	0,47	0,44	0,41
<b>EV/EBITDA</b>	5,21	7,39	4,84	3,83

Die entscheidende Kennziffer für das operative Ergebnis, das EBITA, konnte dabei um rund 120% verbessert werden. Diese gute Ergebnisentwicklung zog sich allerdings nicht bis zum Konzernergebnis durch. Dies reduzierte sich von ca. EUR 1 Mio. in 2005 auf ca. minus EUR 1,9 Mio. in 2006.

Belastend haben sich im Vorjahresvergleich die planmäßige Abschreibung auf immaterielle Vermögenswerte aufgrund der Akquisition von All for One, ein einmaliger Aufwand im Rahmen der Finanzierung der Übernahme und ein hoher Ertragssteueraufwand von EUR 2,6 Mio. ausgewirkt. Von diesem Steueraufwand waren allerdings lediglich EUR 0,6 Mio. liquiditätswirksam. Vor dem Hintergrund der Abschreibungen und des nicht liquiditätswirksamen Steueraufwands spiegelt das Ergebnis nicht die gute Cash-Generierung des operativen Geschäftes wider.

Wir gehen davon aus, dass auch im vierten Quartal hohe Fremdkosten wegen der starken Auslastung im Consulting die Marge belastet haben. Zudem dürften nicht unerhebliche Vorlaufkosten für den Ausbau der eigenen Personalkapazitäten angefallen sein. Dies dürfte sich im laufenden Geschäftsjahr normalisieren und damit zur Margenverbesserung beitragen.

Mit den Geschäftszahlen überschritt AC-Service die eigene Guideline für den Umsatz. Ergebnisseitig bewegten sich die Zahlen am unteren Ende der Guideline (EBITA EUR 2,4 bis 2,9 Mio.). Wir haben unsere Prognosen vor dem Hintergrund der vorgelegten Zahlen angepasst. Das auf einem DCF-Modell basierende Kursziel liegt bei EUR 8,30 nach zuvor EUR 8,60. Die günstige Bewertung kommt insbesondere mit Blick auf die EV/EBITDA-Multiplikatoren zum Ausdruck. Dieser liegt für das laufende Jahr bei nur knapp 5. Das Rating Kaufen bestätigen wir.

## Kennzahlen (AC-Service)

GuV (in Mio. EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	45,7	72,9	78,5	83,6
Gesamtleistung	46,6	73,3	78,9	84,1
Materialaufwand	5,9	20,5	21,0	21,9
Rohertrag	40,7	52,8	57,9	62,2
Personalkosten	24,5	35,3	37,8	39,7
Sonstiger betrieblicher Aufwand	9,6	12,9	13,0	13,5
EBITDA	6,6	4,7	7,1	9,0
Abschreibungen	5,1	3,3	4,1	4,3
- davon Abschreibungen auf iAV	0,2	1,1	1,3	1,2
EBIT	1,6	1,4	3,1	4,7
Finanzergebnis	-0,1	-0,8	-0,4	-0,2
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,5	0,6	2,6	4,5
Steuern	0,2	2,6	1,1	1,5
Nettoergebnis vor Minoritäten	1,3	-1,9	1,5	3,0
Nettoergebnis	1,4	-1,9	1,5	3,0
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0

Cash-Flow	2005	2006e	2007e	2008e
Operativer Cash-Flow	6,5	1,4	5,6	7,3
Free-Cash-Flow	-0,3	-17,2	2,7	4,3
Investitionen	6,1	17,8	3,3	3,3

Bilanz (Mio. EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Sachanlagen	5,0	6,1	6,6	7,0
Immat. Vermögen	5,7	19,4	18,2	17,0
Net Working Capital	5,1	8,0	8,4	8,9
Umlaufvermögen	23,1	28,6	28,0	29,0
Liquide Mittel	11,9	10,6	9,4	9,5
Eigenkapital	25,2	23,4	24,9	27,9
Rückstellungen	2,1	2,3	2,4	2,4
Finanzverbindlichkeiten	3,1	14,5	10,7	6,5
Nettoliquidität	8,8	-3,8	-1,3	2,9
Bilanzsumme	42,1	64,2	63,7	64,6

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008

Wachstumsraten	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	2,7%	59,5%	7,7%	6,6%
EBITDA	3,8%	-29,5%	52,8%	26,4%
EBIT	n.m.	-8,6%	116,9%	54,2%
EBT	n.m.	-57,3%	314,2%	70,9%
Nettoergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	98,6%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Kostenintensitäten	2005	2006e	2007e	2008e
Materialaufwand / Umsatz	12,9%	28,2%	26,8%	26,2%
Personalaufwand / Umsatz	53,5%	48,4%	48,2%	47,5%

Umstaufteilung	2005	2006e	2007e	2008e

Kursdaten	
Kurs (EUR)	5,52
Marktkap. (Mio. EUR)	29
Enterprise Value (Mio. EUR)	35

Aktienkennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,27	-0,35	0,29	0,57
Umsatz je Aktie (EUR)	8,83	13,93	15,00	15,99
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-0,05	-3,29	0,51	0,82
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	20,12	neg.	19,09	9,61
KUV	0,63	0,40	0,37	0,35
EV/SALES	0,76	0,47	0,44	0,41
EV/EBITDA	5,21	7,39	4,84	3,83
EV/EBIT	22,24	24,33	11,22	7,27
KBV	1,14	1,23	1,16	1,03
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Aktienanzahl (Mio.)	2005	2006e	2007e	2008e
Stammaktien ausstehend	5,17	5,23	5,23	5,23
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2005	2006e	2007e	2008e
EBITDA / Umsatz	14,5%	6,4%	9,1%	10,8%
EBIT / Umsatz	3,4%	1,9%	3,9%	5,7%
EBT / Umsatz	3,3%	0,9%	3,4%	5,4%
Nettoergebnis / Umsatz	3,1%	-2,5%	1,9%	3,6%
EK-Rendite	5,6%	-7,9%	6,1%	10,8%
GK-Rendite	3,7%	-1,9%	3,1%	5,1%
ROCE	7,9%	3,8%	8,3%	12,9%

## 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 den mittelständische Unternehmen. Hier gehört AC-Service seit der jüngst erfolgten Übernahme der All for One Systemhaus GmbH Midmarket Solutions zu den führenden Systemhäusern in Deutschland.

## Management

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

## Aktionäre

BEKO Holding	52,00%
Streubesitz	48,00%
davon Vorstand	4,00%

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.