



Researchstudie (Anno)

PC-WARE

Kaufen

Stand 07.07.2008

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13

07.07.2008

PC-WARE AG^{(5)*}**KAUFEN**

Kursziel: 22,75 €

Kurs: 13,19 €
2. Juli 2008, 16:00 Uhr
XetraLetztes Rating/
Kursziel:
18.02.2008
KAUFEN/ 24,50 €Marktsegment:
Prime StandardRechnungslegung:
IFRS**Analysten:**Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.deManuel Hoelzle
hoelzle@gbc-ag.de**IR-Kontakt:**PC-WARE AG
Dr. Ingmar Ackermann
Blochstr. 1
D-04329 LeipzigTel.: 0341-2568-148
Fax: 0341-2568-876Investor.relations@pc-ware.
de
www.pc-ware.de**Unternehmensprofil:****Branchen:** Software/IT**Fokus:** Software-Lizenzierung, Consulting & Services und Systemhaus**Mitarbeiter:** 1.485 (31.3.2008)**Firmensitz:** Leipzig, D**Gründung:** 1990**Vorstand:** Dr. Knut Löschke (CEO),
Dr. Tillmann Blaschke (CFO)

WKN: 691090

ISIN: DE0006910904

Börsenkürzel: PCW

Anzahl Aktien: 6,124 Mio.

Marktkap.: 80,78 Mio. €

Streubesitz: 66,14 %

52 W Hoch: 16,65 €

52 W Tief: 11,00 €

Durchs. Tagesvolumen : 70.597 €*
* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate)

691090 PCW, Tageschart [Close] - 05.07.2007 - 03.07.2008 - 13.09



www.tradesignal.com

in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Gesamtleistung	694,44	779,46	845,00	920,00
EBITDA	11,67	17,11	19,11	22,88
EBIT	8,69	12,47	14,51	18,28
Periodenergebnis	5,21	8,62	9,79	10,85
in EUR				
EPS in EUR	0,85	1,41	1,60	1,77
Dividende je ST Aktie in EUR	0,50	0,50	0,60	0,80
in %				
EBITDA-Marge	1,7%	2,2%	2,3%	2,5%
EBIT-Marge	1,3%	1,6%	1,7%	2,0%
Dividendenrendite	3,8 %	3,8 %	4,5 %	6,1 %
Kennzahlen				
EV/ Sales	0,09	0,09	0,09	0,08
EV / EBITDA	5,57	4,32	3,87	3,23
Kurs-Gewinn-Verhältnis	15,50	9,34	8,25	7,44
Kurs-Buchwert-Verhältnis		1,16		

Highlights:

- Deutlicher Umsatz- und Ergebnisanstieg im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08
- Dividendenausschüttung in Höhe von 0,50 €
- Comparex mit Umsätzen von 75,5 Mio. € und EBT von 4,2 Mio. € (unkonsolidiert)
- Weitere Verbesserung beim Umsatz und operativen Ergebnis in 2008/09 erwartet

Unternehmen

Profil

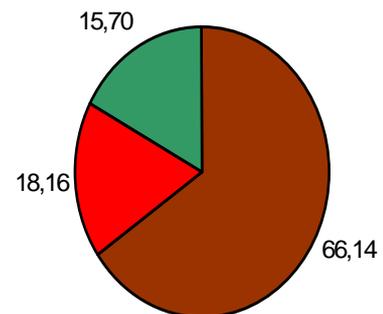
Die PC-WARE Information Technologies AG mit Sitz in Leipzig ist eines der führenden herstellerunabhängigen ICT-Unternehmen in Europa. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich in die drei Bereiche Software (SSL), Services (PS) und Systemhaus (ISS). PC-WARE ist in 23 Ländern mit Niederlassungen präsent. Der Bereich Software repräsentiert das Kerngeschäft von PC-WARE. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf der Lizenzierung und dem Management von Software, wobei ein Großteil des Geschäfts mit Microsoft-Produkten generiert wird. Im Geschäftsjahr 2007/2008 steigerte PC-WARE die Umsatzerlöse auf ein neues Rekordniveau von 776,4 Mio. €. PC-WARE hat an sich den Anspruch gestellt, seine Geschäftstätigkeit im Rahmen einer klar definierten Wachstumsstrategie in den nächsten Jahren erheblich auszubauen und sich zu einem global agierenden ICT-Solution Provider mit einem Umsatzvolumen von über einer Milliarde € zu entwickeln.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Dr. Knut Löschke	18,16%
Dr. Heinz-Otto Klas	15,70%
Streubesitz:	66,14%

Quelle: PC-WARE, GBC

Aktionärsstruktur in Prozent



Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Veröffentlichung des Finanzberichts zum 1. Quartal 2008/09	26.08.2008
Ordentliche Hauptversammlung, Leipzig	28.08.2008
Veröffentlichung des Halbjahresfinanzberichts 2008/09	10.11.2008
Deutsches Eigenkapitalforum, Frankfurt a. M.	10./11.11.2008
VI. MKK Münchener Kapitalmarkt Konferenz	09./10.12.2008

Unternehmensentwicklung & Prognose

Umsatzbetrachtung - Geschäftsjahr 2007/08

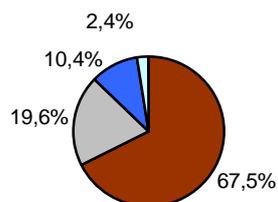
in Mio. €	GJ 2006/07	GJ 2007/08	Veränderung
Umsatz	692,148	776,399	+12,2 %
EBITDA	11,666	17,107	+46,6 %
EBIT	8,694	12,469	+43,4 %
EBT	8,657	12,527	+44,7 %
Jahresüberschuss	5,509	8,792	+59,6 %
EPS in €	0,86	1,41	+63,9 %

Quelle: PC-WARE, GBC

Die PC-WARE AG blieb auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 auf ihrem Wachstumspfad und konnte das Jahr mit einem Umsatzwachstum, welches deutlich über dem Marktwachstum lag, beenden. Die Konzernumsätze erhöhten sich in 2007/08 im Vergleich zum Vorjahr um 12,17 % von 692,15 Mio. € auf 776,40 Mio. €. Im Schlussquartal wurde dabei mit 23,62 % der höchste Umsatzzuwachs auf Quartalsebene in 2007/08 erreicht. Die im August 2007 akquirierte Comparex Gruppe wurde erstmalig im abgelaufenen Geschäftsjahr konsolidiert und erzielte für die letzten acht Monate einen Umsatzbeitrag in Höhe von 75,5 Mio. €. Deutlich um 17,7 % zulegen in 2007/08 konnte zudem das Geschäftsvolumen auf 974,7 Mio. € (VJ: 826,1 Mio. €). Hierin berücksichtigt sind die direkten Enterprise Agreements, welche einen Anstieg von 46,7 % auf 198,3 Mio. € verzeichneten.

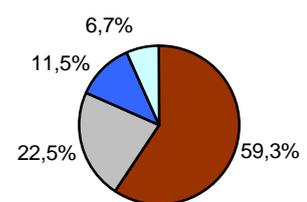
Der Auslandsanteil konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 erneut signifikant ausgeweitet werden und belief sich nunmehr auf 56,8 % (VJ: 49,4 %). Ursächlich für den weiteren Ausbau der internationalen Präsenz ist neben der Erstkonsolidierung der Comparex Gruppe die positive operative Entwicklung einiger ausländischer Tochtergesellschaften. Hier sind vor allem die Landesgesellschaften in Finnland, in Dänemark und in Tschechien mit deutlich zweistelligen Wachstumsraten zu nennen. Dagegen waren die Umsatzerlöse in Deutschland und der Schweiz rückläufig. In Deutschland ist diese Entwicklung vor allem auf zwei Effekte zurückzuführen. Zum einen stieg der Anteil direkter Enterprise Agreements deutlich an und andererseits belastete der Preiskampf im Bereich Hardware die Umsatzseite. Die beiden nachfolgenden Graphiken zeigen die Umsatzverteilung für 2006/07 sowie 2007/08 nach den vier Regionen.

Umsatzverteilung nach Regionen
2006/07 (in %)



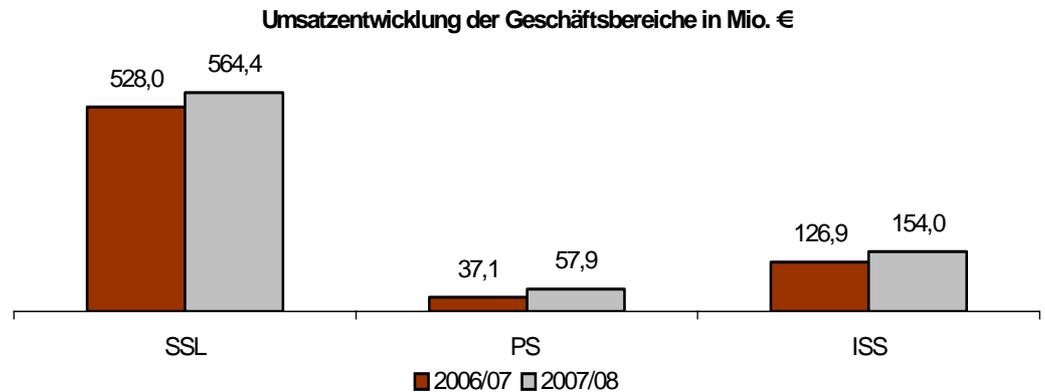
■ Zentral ■ West ■ Nord ■ Ost

Umsatzverteilung nach Regionen
2007/08 (in %)



■ Zentral ■ West ■ Nord ■ Ost

Das Umsatzwachstum wurde des Weiteren von allen drei Geschäftsbereichen gleichermaßen getragen. Die nachfolgende Graphik veranschaulicht die Umsatzentwicklung der drei Geschäftsbereiche Software (SSL), Consulting & Services (PS) und IT-Infrastruktur Services (ISS).



Quelle: PC-WARE, GBC

Umsatzentwicklung im Bereich SSL

Mit einem Umsatzanstieg um 6,9 % von 527,99 Mio. € in 2006/07 auf 564,44 Mio. € in 2007/08 konnte die PC-WARE AG ihre führende Position im Bereich der Standardsoftware-Lizenzierung weiter ausbauen. Im Microsoft-Lizenzierungsgeschäft ist PC-WARE der zweitgrößte Large Account Reseller (LAR) in der Region EMEA. Da sich das Volumen der direkten Enterprise Agreements mit knapp 47 % deutlich überproportional erhöht hat, ist davon auszugehen, dass PC-WARE in 2007/08 gegenüber den Wettbewerbern Marktanteile gewinnen konnte.

Der Anteil der Microsoft Produkte am Umsatz im Bereich SSL war in der Berichtsperiode leicht rückläufig auf 54,1 % (VJ: 56,1 %). Im Non-Microsoft-Bereich konnte PC-WARE vor allem Absatzzuwächse mit Herstellern aus den Bereichen Security und Graphik erzielen.

Umsatzentwicklung im Bereich PS

Das Geschäftsfeld PS verzeichnete das größte Umsatzwachstum innerhalb des PC-WARE Konzerns. Hier stiegen die Umsatzerlöse um 56,2 % von 37,1 Mio. € in 2006/07 auf 57,9 Mio. € in 2007/08 deutlich an. Das Wachstum wurde maßgeblich durch die Umsatzbeiträge von Comparex geprägt. Daneben konnte PC-WARE auch in den Bereichen Software und IT-Asset Management (S&ITAM), Business Intelligence und Support organisches Wachstum erzielen.

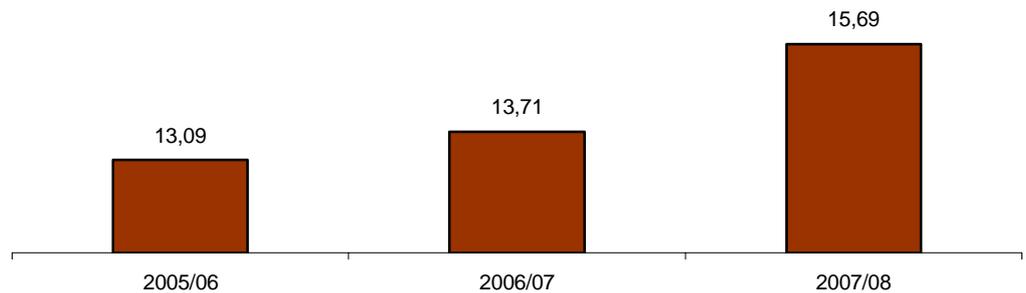
Umsatzentwicklung im Bereich ISS

Im Segment ISS konnte der Umsatz von 126,9 Mio. € in 2006/07 auf 154,0 Mio. € in 2007/08 gesteigert werden, wobei der Umsatzzuwachs ausschließlich auf den Erwerb der Comparex Gruppe zurückzuführen ist. In Deutschland und in der Schweiz waren die Umsatzerlöse aufgrund des unvermindert anhaltenden Preiskampfes im Bereich Hardware rückläufig.

Kosten- und Ergebnisbetrachtung - Geschäftsjahr 2007/08

Erhebliche Fortschritte konnte PC-WARE in 2007/08 auf der Ebene der Rohertragsmarge erzielen. Der absolute Rohertrag lag im Gesamtjahr 2007/08 bei 122,27 Mio. €, was einer deutlichen Verbesserung gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert von 95,23 Mio. € entspricht. Der Anstieg der Rohertragsmarge um knapp 2%-Punkte in 2006/07 auf 15,69 % in 2007/08 erklärt sich neben dem erhöhten Volumen der direkten Enterprise Agreements auch durch das überproportionale Wachstum im Consulting & Service Bereich. Im letzten Quartal 2007/08 lag die Rohertragsmarge mit 17,40 % ebenfalls über dem Vorjahresniveau (VJ: 16,65 %). Die Rohertragsmarge konnte in den letzten drei Jahren stetig gesteigert werden, wie die nachstehende Graphik veranschaulicht.

Entwicklung der Rohertragsmarge (in %)

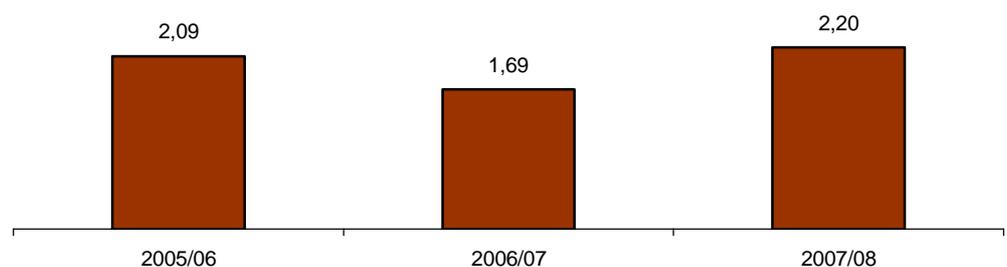


Quelle: PC-WARE, GBC

Positive Sondereffekte sind im abgelaufenen Geschäftsjahr nicht angefallen und die aktivierten Eigenleistungen, die vornehmlich im Zusammenhang mit der Einführung des konzernweiten ERP-Systems sowie mit der Entwicklung des Onlineportals Procerva stehen, beliefen sich auf 3,06 Mio. € (VJ: 2,29 Mio. €).

Die Personalaufwendungen und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich im Vergleich zur Umsatzentwicklung, hauptsächlich akquisitionsbedingt, leicht überproportional. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen betrug in 2007/08 17,11 Mio. € (VJ: 11,67 Mio. €) und lag damit im Rahmen unserer Schätzungen. Im Schlussquartal konnte ein deutlich positives EBITDA in Höhe von 2,92 Mio. € (Q4 06/07: 0,46 Mio. €) erwirtschaftet werden. Die EBITDA-Marge verbesserte sich dabei von 1,69 % in 2006/07 auf 2,20 % in 2007/08.

Entwicklung der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: PC-WARE, GBC

Die Abschreibungen fielen in der Berichtsperiode 2007/08 mit 4,64 Mio. € rund 1,7 Mio. € höher als im Vorjahr aus. Der Hauptgrund für die erhöhten Abschreibungen ist in der Übernahme der Comparex zu sehen. Im Zusammenhang mit der Transaktion mussten in 2007/08 Abschreibungen auf materielle Vermögensgegenstände von 0,38 Mio. € sowie Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände von 0,92 Mio. € vorgenommen werden. Das Zinsergebnis fiel aufgrund der vorhandenen liquiden Mittel sowie der attraktiven Refinanzierungszinssätze mit 0,06 Mio. € leicht positiv aus.

Unter Berücksichtigung der infolge der Unternehmenssteuerreform deutlich gesunkenen Steuerquote auf Konzernebene von 29,82 % (VJ: 36,36 %) und den Minderheitenanteilen (07/08: -0,17 Mio. € vs. 06/07: -0,30 Mio. €) belief sich der Jahresüberschuss auf 8,62 Mio. € (VJ: 5,21 Mio. €). Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie (EPS) von 1,41 € (VJ: 0,85 €).

Betrachtung der bilanziellen Situation - Geschäftsjahr 2007/08

Das Eigenkapital zum Stichtag 31.3.2008 betrug 71,55 Mio. € bei einer Eigenkapitalquote von 27,3 %. Auf der Aktivseite der Bilanz erhöhte sich die Position Geschäfts- und Firmenwerte infolge der Akquisition der Comparex deutlich von 30,49 Mio. € zum 31.3.2007 auf 57,17 Mio. € zum 31.3.2008. Zudem wurden im Rahmen der Kaufpreisallokation rund 7,2 Mio. € als immaterielle Vermögensgegenstände aktiviert, die über eine Laufzeit von 10 Jahren abgeschrieben werden.

Das Net Working Capital reduzierte sich deutlich von -0,95 Mio. € auf -24,45 Mio. €. Neben einem verbesserten Forderungsmanagement ist hier allerdings auch eine noch zu leistende Kaufpreisverbindlichkeit in Höhe von 18,88 Mio. € für die Comparex zu berücksichtigen, wofür eine Rückstellung gebildet wurde. Für das laufende Jahr 2008/09 rechnen wir hier in diesem Zuge mit einem Mittelabfluss von rund 15 Mio. € für die Übernahme. Des Weiteren sind die Umsatzabgrenzungsposten, vor allem bedingt durch die Übernahme der Comparex, deutlich auf 5,29 Mio. € (31.3.2007: 1,08 Mio. €) angestiegen. Hinter diesem Posten stehen Kundenanzahlungen für noch zu erbringende Wartungsleistungen in den Folgequartalen.

Zum Jahresende betrug die Nettoliquidität der PC-WARE AG rund 14,8 Mio. €, was wir als komfortables Liquiditätspolster erachten. Zudem verfügt die Gesellschaft über ausreichende Kreditlinien bei den Banken, so dass auch jederzeit größere Akquisitionen finanzierbar sind.

Prognose und Ausblick

Wir gehen davon aus, dass sich der Wachstumskurs bei der PC-WARE AG auch im laufenden Geschäftsjahr 2008/09 fortsetzen wird. Unsere Umsatzschätzung sieht einen weiteren Umsatzanstieg in 2008/09 um 8,1 % auf dann 842,0 Mio. € vor. Damit sollte PC-WARE im laufenden Jahr deutlich stärker wachsen als der europäische IT-Markt. Laut dem Marktforschungsinstitut Forrester soll dieser in 2008 mit einer Rate von 3,5 % wachsen. Die ganzjährige Konsolidierung der Comparex wird hierbei zu einem Basiseffekt führen, der die Umsatzentwicklung positiv beeinflussen wird. Auf Pro-Forma Basis erzielte Comparex in 2007/08 insgesamt Umsatzerlöse in Höhe von 108 Mio. €. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurde Comparex nur mit den letzten acht Monaten im Konzernabschluss berücksichtigt und leistete einen Umsatzbeitrag von 75,5 Mio. €.

Im umsatzstärksten Geschäftsbereich SSL erwarten wir, dass PC-WARE auch in 2008/09 Marktanteile gegenüber den anderen LARs hinzugewinnen kann. Vor allem in Osteuropa sehen wir für PC-WARE gute Chancen, die Geschäftstätigkeit weiter auszubauen. Durch die Übernahme der Comparex ist der Konzern nunmehr auch mit Niederlassungen in Polen, in der Slowakei, in Slowenien, in Rumänien sowie in Ungarn vertreten. Zudem wurden neue Büros in St. Petersburg und in der Ukraine eröffnet. Nachdem PC-WARE in diesen Ländern bislang schwach vertreten war, können hier im Bereich Softwarelizenzierung sowohl die Bestandskunden der Comparex als auch Neukunden verstärkt adressiert werden. Des Weiteren wurde am Standort der Comparex in Madrid, Spanien mit dem Aufbau eines Teams im Bereich Softwarelizenzierung begonnen.

In den letzten Jahren war ein verstärkter Anstieg des Volumens der direkten Enterprise Agreements zu beobachten. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend auch im laufenden Geschäftsjahr anhalten wird und sich dämpfend auf das Umsatzwachstum im Bereich SSL auswirken wird. Im Bereich Consulting & Services erwarten wir in 2008/09 ein substantielles organisches Umsatzwachstum. PC-WARE verfügt über einen sehr großen Kundenbestand von rund 85.000 Unternehmen, die überwiegend dem Bereich SSL zuzuordnen sind. Hier sehen wir noch ein hohes Cross-Selling Potential. Zum einen konnte mit der Übernahme der Comparex besonderes Know-How im Bereich von Rechenzentren hinzugewonnen werden. Hier wurden bereits erste Projekte in Deutschland gemeinsam mit PC-WARE Deutschland realisiert. Zum anderen sollte die stärkere Verzahnung des Vertriebs der drei Geschäftsbereiche im laufenden Jahr Früchte tragen.

Mögliche Akquisitionen haben wir bewusst in unseren Schätzungen noch nicht berücksichtigt. Gleichwohl halten wir es für nicht unwahrscheinlich, dass die PC-WARE AG auch in diesem Jahr mindestens eine Übernahme tätigen wird. Hier können wir uns vorstellen, dass insbesondere der Service-Bereich durch Akquisitionen weiter gestärkt werden soll. Hinsichtlich der Umsatzgröße bei möglichen Übernahmeobjekten wird PC-WARE unserer Meinung nach besonderes Augenmerk auf Unternehmen legen, die eine ähnliche Größenordnung wie Comparex vorweisen können.

Gemäß unseren Annahmen sollte der erwartete Umsatzanstieg in 2008/09 auch mit einer weiteren Verbesserung der Rohertragsmarge einhergehen. Hier sieht unsere Prognose einen Wert in Höhe von 16,90 % vor. Die Personalaufwandsquote sollte aufgrund des überproportionalen Wachstums des personalintensiveren Beratungsgeschäfts leicht ansteigen. Beim EBITDA er-

warten wir nun einen Wert in Höhe von 19,11 Mio. € (bisher: 21,80 Mio. €).

Die Abschreibungen sollten aufgrund der nunmehr jährlich anfallenden PPA-Abschreibungen auf einem hohen Niveau verharren. Aufgrund der noch zu zahlenden Kaufpreisrate für die Comparex von rund 15 Mio. € werden die liquiden Mittel zurückgehen. Daher haben wir ein leicht negatives Zinsergebnis von -0,3 Mio. € unterstellt. Bei einer Konzernsteuerquote von 30,0 % sollte der Jahresüberschuss in 2008/09 bei 9,79 Mio. € liegen, was einem EPS von 1,60 € entspricht. Auf Basis des aktuellen Kurses bedeutet dies ein 2008/09er KGV von 8,25.

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der PC-WARE AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,5 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,34.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,8 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,0 %.

COST OF CAPITAL	GJ 2008
% der zahlungswirksamen fixen Kosten am Umsatz	70,0%
relative Konjunktursensitivität	1,10
Eigenkapitalkosten	11,8%
Zielgewicht in %	90,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung in %	10,0%
Taxshield in %	22,5%
WACC	11,0%

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010/11 - Phase 2	
Umsatzwachstum	6,0%
EBITDA-Marge	2,7%
Steuerquote	32,0 %
Working Capital in % vom Umsatz	0,0%
Umsatz zu OAV	2875,0%
Abschreibungen vom OAV	14,4 %
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,0%
Kapitalrendite	46,2 %

Discounted Cash Flow Modell

Die PC-WARE AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008/09 und 2009/10 in Phase 1, erfolgt von 2010/11 bis 2014/15 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir in der zweiten Phase mit Steigerungen beim Umsatz von 6,0 % kalkuliert. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 2,70 % angenommen.

Bei der Steuerquote haben wir die Unternehmenssteuerreform ab 2008/09 berücksichtigt und einen Steuersatz von 32,0 % angenommen. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Steuerquote von 32,0 %. Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,0 % errechnet.

Der resultierende faire Wert auf Basis des Jahres 2008/09 liegt bei 22,75 € (bisher: 24,50 €).

in Mio. EUR	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	Endwert
Gesamtleistung	845,00	920,00	975,20	1033,71	1095,73	1161,48	1231,17	
Umsatzveränderung	8,4%	8,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
EBITDA-Marge	2,3%	2,5%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	
Abschreibungen (auf IK)	-4,60	-4,60	-4,61	-4,88	-5,18	-5,49	-5,82	
Abschreibungen vom OAV	14,8%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	
EBITA	14,51	18,28	21,72	23,03	24,41	25,87	27,42	
EBITA-Marge	1,7%	2,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	30,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	
EBI (NOPLAT)	10,15	12,43	14,77	15,66	16,60	17,59	18,65	19,78
Working Capital	-8,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Working Capital zu Umsatz	-0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Operatives Anlagevermögen	31,00	32,00	33,92	35,96	38,11	40,40	42,82	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	2725,8%	2875,0%	2875,0%	2875,0%	2875,0%	2875,0%	2875,0%	
Investiertes Kapital (IK)	23,00	32,00	33,92	35,96	38,11	40,40	42,82	
Kapitalrendite	186,9%	54,0%	46,2%	46,2%	46,2%	46,2%	46,2%	46,2%
Free Cashflows:								
EBITDA	19,11	22,88	26,33	27,91	29,58	31,36	33,24	
Steuern auf EBITA	-4,35	-5,85	-6,95	-7,37	-7,81	-8,28	-8,78	
Investitionen in OAV	-5,72	-5,60	-6,53	-6,92	-7,33	-7,77	-8,24	
Veränderung des Working Capital	-16,45	-8,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	-10,00	-10,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-17,41	-6,57	12,85	13,62	14,44	15,31	16,22	209,16
VALUATION in Mio. EUR								
			GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e		
Barwert expliziter FCFs			21,84	41,66	52,83	45,82		
Barwert des Continuing Value			100,43	111,53	123,85	137,54		
Wert operatives Geschäft (Stichtag)			122,27	153,19	176,69	183,36		
Nettoschulden (Net debt)			-8,58	12,19	22,94	15,18		
Barwert aller Optionsrechte			0,00	0,00	0,00	0,00		
Wert des Eigenkapitals			130,84	141,00	153,75	168,18		
Fremde Gewinnanteile			-1,56	-1,68	-1,83	-2,01		
Wert des Aktienkapitals			129,28	139,32	151,92	166,17		
Ausstehende Aktien in Mio.			6,11	6,12	6,12	6,12		
Fairer Wert der Aktie in EUR			21,17	22,75	24,81	27,13		
FINANZCASHFLOW in Mio. EUR								
			GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e		
Dividendenzahlung			-3,05	-3,67	-4,90	-5,00		
Aktienrückkäufe			0,00	0,00	0,00	0,00		
Zinsaufwand/ertrag			-0,30	-0,50	-0,20	-0,05		
Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2009e								
WACC		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%		
Kapitalrendite								
42,2%		24,20	22,55	21,10	19,82	18,67		
44,2%		25,18	23,45	21,93	20,58	19,38		
46,2%		26,15	24,34	22,75	21,34	20,08		
48,2%		27,13	25,24	23,57	22,10	20,78		
50,2%		28,11	26,14	24,40	22,86	21,49		

Fazit

Die Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007/08 lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Mit einem Umsatzanstieg von 12,2 % auf 776,4 Mio. € konnte die PC-WARE AG mittels der getätigten Akquisition im Vergleich zum europäischen IT-Markt erneut überproportional wachsen. Das Jahr wurde dabei mit einem guten letzten Quartal abgeschlossen. Hier lag das EBITDA im Schlussquartal mit 2,92 Mio. € deutlich über dem vergleichbaren Vorjahresquartal.

Für das laufende Geschäftsjahr 2008/09 gehen wir von einer Fortsetzung des Wachstumstrends aus. Unsere Umsatzschätzung sieht eine Steigerung um 8,4 % auf dann 842,0 Mio. € vor. Die Wachstumstreiber sollten hier die weitere geographische Expansion, insbesondere in Osteuropa, sowie der Ausbau des Beratungs- und Servicegeschäftes sein. Dies sollte sich entsprechend positiv in der Entwicklung der Rohertragsmarge niederschlagen. Beim EBITDA erwarten wir nunmehr in 2008/09 einen Wert in Höhe von 19,11 Mio. € (bisher: 21,80 Mio. €) und haben unsere Schätzungen leicht reduziert.

Der Vorstand hat die Zielvorgabe formuliert, bis zum Ende des Geschäftsjahres 2010/11 ein EBITDA in Höhe von 35 Mio. € sowie Umsatzerlöse in Höhe von 1 Mrd. € bis Ende 2009/10 zu erreichen. Dieses Szenario haben wir hinsichtlich der Zielmarge allerdings in unseren konservativen Schätzungen noch nicht berücksichtigt. Daraus erwächst bei Realisierung Überraschungspotential. Die Umstrukturierungen in der Vertriebs- und Managementorganisation sind in der Zwischenzeit abgeschlossen. Daher sind wir zuversichtlich, dass die PC-WARE AG sowohl für weiteres organisches als auch anorganisches Wachstum gut gewappnet ist.

Nach der Akquisition der Comparex Gruppe Anfang August 2007 halten wir es für realistisch, dass PC-WARE auch im laufenden Jahr mindestens eine weitere Übernahme tätigen wird. Die solide Bilanzstruktur gewährt PC-WARE weiterhin die finanziellen Freiräume, um auch größere Akquisitionen durch eine Kombination aus Eigenmitteln und Fremdkapital zu finanzieren.

Mehrere Bewertungskennzahlen (EV/EBITDA 2008/09 < 4 und KGV 2008/09 von 8,3) indizieren eine deutliche Unterbewertung der Aktie der PC-WARE AG. Sollte sich die erwartete Verbesserung der Margensituation in den kommenden Quartalen einstellen, sind wir der festen Überzeugung, dass sich die Diskrepanz zum fairen Wert abbauen wird. Anhand unseres DCF-Modells haben wir einen neuen fairen Wert auf Basis 2008/09 für die Aktie der PC-WARE in Höhe von 22,75 € (bisher: 24,50 €) ermittelt.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de