

25.02.2009

PC-WARE AG<sup>(5)\*</sup>**KAUFEN**

Kursziel: 19,76 €

Kurs: 16,35 €  
20.02.2009, 11:15 Uhr  
Xetra

Letztes Kursziel:	Rating/
21.11.2008	KAUFEN/ 21,16 €

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

**Analysten:**

**Philipp Leipold**  
leipold@gbc-ag.de

**Manuel Hoelzle**  
hoelzle@gbc-ag.de

**IR-Kontakt:**

PC-WARE  
Dr. Ingmar Ackermann  
Blochstr. 1  
D-04329 Leipzig

Tel.: 0341-2568-148  
Fax: 0341-2568-876

ir@pc-ware.de  
www.pc-ware.de

**Unternehmensprofil:**

**Branchen:** Software/IT  
**Fokus:** Software-Lizenzierung, Consulting & Services, Systemhaus (IT-Infrastruktur Services)

**Mitarbeiter:** 1.535 (31.12.2008)**Firmensitz:** Leipzig, D**Gründung:** 1990**Vorstand:** Dr. Knut Löschke,  
Dr. Tillmann Blaschke

WKN: 691090

ISIN: DE0006910904

Börsenkürzel: PCW

Anzahl Aktien: 8,342 Mio.

Marktkap.: 136,39 Mio. €

Streubesitz: 14,00 %

52 W Hoch: 16,60 €\*  
52 W Tief: 11,00 €\*  
Durchs. Tagesvolumen : 164,855 €\*  
\* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate)

691090 PCW, Tageschart [Close] · 20.02.2008 · 18.02.2009 · 16.35



GuV in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
-----------------	---------	---------	----------	----------

Umsatz	692,15	776,40	882,00	902,00
--------	--------	--------	--------	--------

EBITDA / Marge	11,67	1,7%	17,11	2,2%	15,22	1,7%	16,90	1,9%
----------------	-------	------	-------	------	-------	------	-------	------

EBIT / Marge	8,69	1,3%	12,47	1,6%	11,52	1,3%	12,90	1,4%
--------------	------	------	-------	------	-------	------	-------	------

Jahresüberschuss	5,21	8,62	6,90	8,35
------------------	------	------	------	------

**Kennzahlen in EUR**

Gewinn je Aktie	0,85	1,41	0,83	1,00
-----------------	------	------	------	------

Dividende je Akt./ Rendite	0,50	3,1%	0,50	3,1%	0,50	3,1%	0,60	3,7%
----------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	0,12	0,12	0,11	0,10
-----------	------	------	------	------

EV/EBITDA	7,23	5,47	6,15	5,54
-----------	------	------	------	------

EV/EBIT	9,70	7,50	8,12	7,25
---------	------	------	------	------

KGV	19,21	11,61	19,76	16,33
-----	-------	-------	-------	-------

KBV		8,08		
-----	--	------	--	--

**Highlights:**

- Erfolgreicher Verlauf im umsatzstärksten Quartal bei PC-Ware
- EBITDA in Q3 2008/09 mit 8,85 Mio. € leicht über dem Vorjahresniveau
- Nach Durchführung der Kapitalerhöhung über 36 Mio. € deutlich gestärkte Eigenkapitalbasis
- Großaktionär Raiffeisen Informatik hält aktuell 72,67 % der Anteile
- Umsatz- und Ergebnisschätzung aufgrund des konjunkturellen Umfelds für 2009/10 nach unten revidiert

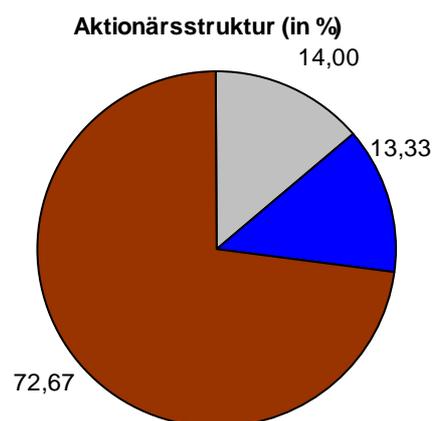
## Unternehmen

### 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 zwei Geschäftsbereiche Value Business und Volume Business. PC-WARE ist in 25 Ländern mit Niederlassungen präsent. Der Bereich Software, ein Untersegment des Volume Business, 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	13,33
Raiffeisen Informatik GmbH*	72,67
Streubesitz:	14,00
* über "PERUNI" Holding GmbH	



Quelle: PC-WARE, GBC

### Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Veröffentlichung des Jahresfinanzberichts zum Geschäftsjahr 2008/09	30.06.2009
Ordentliche Hauptversammlung in Leipzig	27.08.2009

## Geschäftsentwicklung - 9 Monate 2008/09

in Mio. €	9 M 2007/08	9 M 2008/09	2007/08 vs. 2008/09
Umsatz	592,4	693,9	+17,1 %
EBITDA	14,2	13,5	-5,5 %
EBIT	10,7	9,5	-11,7 %
Periodenergebnis	7,3	5,3	-27,3 %
EPS in €	1,19	0,78	-34,9 %

Quelle: PC-WARE, GBC

### Umsatzentwicklung

Die PC-Ware AG konnte das traditionell umsatzstärkste dritte Quartal 2008/09 mit einem deutlichen Umsatzwachstum abschließen. Im dritten Quartal 2008/09 stiegen die Umsatzerlöse auf Konzernebene im Vergleich zum Vorjahresquartal um 11,6 % von 266,93 Mio. € auf 297,92 Mio. € an. Nach einem schwächeren zweiten Quartal 2008/09 konnte die Wachstumsdynamik im wichtigen dritten Quartal 2008/09 wieder leicht zulegen. Nach den ersten drei Quartalen 2008/09 konnte ein Umsatzzuwachs von 17,1 % auf 693,87 Mio. € (VJ: 592,36 Mio. €) verzeichnet werden. Der Auslandsanteil bei den Umsätzen stieg im 9-Monats-Berichtszeitraum weiter auf 59,5 % an (VJ: 54,9 %). Dabei konnten fast ausnahmslos alle der inzwischen 25 ausländischen Niederlassungen sehr erfreuliche operative Entwicklungen vorweisen. Positiv hervorzuheben sind hier unter anderem die Geschäfte in den Regionen Italien, Schweden und Tschechien.

Im Geschäftsbereich „Volume Business“ beliefen sich die Umsätze in den ersten neun Monaten 2008/09 auf 530,03 Mio. €, was einem Anstieg von 11,3 % gegenüber dem Vorjahr (VJ: 476,37 Mio. €) entspricht. Auch im dritten Quartal 2008/09 konnte mit 3,5 % ein moderates Wachstum erreicht werden. Während im Untersegment „Software“ die Umsätze über den vergleichbaren Vorjahreswerten lagen, musste im Subsegment „Hardware“ ein Umsatzrückgang von 9,2 % auf 32,3 Mio. € hingenommen werden. Das Volumen direkter Microsoft Enterprise Agreements (DEAs) war weiter ansteigend und erhöhte sich in der Berichtsperiode um 20,5 % auf 189,7 Mio. € gegenüber 157,4 Mio. € im Vorjahr. Der Umsatzanteil mit Microsoft Produkten ging im dritten Quartal 2008/09 von 38,3 % in 2007/08 auf 24,9 % deutlich zurück. Im Geschäftsfeld „Value Business“ erreichte PC-Ware ebenfalls einen deutlichen Umsatzzuwachs von 115,97 Mio. € in 2007/08 auf 163,82 Mio. €. Maßgeblich für diesen Anstieg war der Umsatzbeitrag der Comparex Gruppe, welche in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres Umsatzerlöse in Höhe von 103,8 Mio. € erzielte. Nach einem schwächeren ersten und zweiten Quartal im laufenden Geschäftsjahr mit Umsätzen von 20,5 Mio. € bzw. 24,3 Mio. € fiel das dritte Quartal 2008/09 mit einem Umsatz in Höhe von 59,0 Mio. € sehr gut aus.

## Ergebnisentwicklung

Der Rohertrag lag im dritten Quartal 2008/09 bei 45,55 Mio. € (Q3 2007/08: 39,78 Mio. €) und konnte damit überproportional zu den Umsatzerlösen zulegen. Bei leicht gestiegenen sonstigen betrieblichen Erträgen von rund 1 Mio. € im abgelaufenen Quartal war bei den aktivierten Eigenleistungen, wie schon im Vorquartal, ein leicht rückläufiger Trend zu beobachten. Nach den ersten drei Quartalen 2008/09 betrug der Rohertrag auf Konzernebene 109,73 Mio. € (VJ: 93,39 Mio. €), was einer Rohertagsmarge von 15,81 % (VJ: 15,77 %) gleichkommt.

Der Personalaufwand erhöhte sich in den ersten neun Monaten 2008/09 sowohl aufgrund der erstmaligen vollständigen Einbeziehung der Comparex Gruppe als auch wegen der Neueinstellung von Mitarbeitern, überwiegend im Service- und Vertriebsbereich, auf 68,65 Mio. € (VJ: 55,43 Mio. €). Dies entspricht einer Personalaufwandsquote von 9,86 % (VJ: 9,32 %). Des Weiteren belasteten starke Wechselkursschwankungen zum Jahresende, wie z. B. in einigen Ländern Osteuropas, Norwegen und Großbritannien, das operative Ergebnis. Allein im dritten Quartal 2008/09 belief sich der Währungsverlust auf -0,58 Mio. €.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte im dritten Quartal 2008/09 geringfügig von 8,77 Mio. € im Vorjahr auf 8,85 Mio. € gesteigert werden. Ohne die Wechselkursverluste wäre das operative Ergebnis um rund 0,46 Mio. € höher ausgefallen. Das EBITDA nach den ersten neun Monaten konnte allerdings aufgrund des schwächeren zweiten Quartals mit 13,46 Mio. € nicht an das Vorjahresniveau von 14,45 Mio. € heranreichen. Die EBITDA-Marge lag bei 1,93 % (VJ: 2,43 %). Die Abschreibungen erhöhten sich infolge der Akquisition von Comparex sowie gesteigener Investitionen um knapp 0,5 Mio. € auf 3,97 Mio. € (VJ: 3,51 Mio. €).

Das Zinsergebnis fiel im abgelaufenen Quartal aufgrund der Zahlung einer Earn-Out Komponente an die Altgesellschafter von Comparex mit -0,12 Mio. € noch negativ aus. Nachdem es in den ersten neun Monaten des Vorjahres noch ausgeglichen ausfiel, belief sich das Zinsergebnis nun auf -0,45 Mio. €. Durch den Mittelzufluss von rund 36,0 Mio. € im Oktober 2008 sowie dem stichtagsbedingten außerordentlich hohen operativen Cash Flow von 23,18 Mio. € hat sich die Nettoliquidität bei PC-Ware zum Jahresende signifikant verbessert, so dass wir in den Folgequartalen wieder mit einem positiven Zinssaldo rechnen.

Bedingt durch die Übernahme durch die Raiffeisen Informatik Gruppe musste eine Anpassung auf die aktiven latenten Steuern vorgenommen werden, da die noch vorhandenen Verlustvorträge nunmehr steuerlich nicht mehr nutzbar sind. Eine Außenprüfung führte außerdem zu einem Steuermehraufwand von 0,27 Mio. €. Zusammen summierten sich diese beiden Sondereffekte auf 0,87 Mio. €, so dass die Konzernsteuerquote mit 40,71 % in den ersten neun Monaten 2008/09 optisch sehr hoch ausgefallen ist. Die tatsächliche Steuerquote lag dagegen lediglich bei rund 31 %. Der Periodenüberschuss nach Minderheiten belief sich im 9-Monatszeitraum 2008/09 auf 5,29 Mio. € (VJ: 7,27 Mio. €), was einem Ergebnis je Aktie (EPS) in Höhe von 0,72 € (VJ: 1,15 €) entspricht.

## Prognose

Unsere Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2008/09 haben wir mit Veröffentlichung des 9-Monats-Berichtes nunmehr auf 882,00 Mio. € erhöht (bisher: 845,50 Mio. €). Im dritten Quartal beschleunigte sich das Umsatzwachstum bei PC-WARE wieder, nachdem das Vorquartal schwächer ausgefallen war. Hervorragend entwickelte sich auch die Comparex Gruppe mit einem Quartalsumsatz von 59,0 Mio. €, welcher sehr deutlich über den beiden Vorquartalen lag. Für das Schlussquartal rechnen wir mit einem Umsatzvolumen in Höhe von 188,1 Mio. € und folglich mit einem im Vergleich zum Vorjahr leichten Umsatzwachstum.

Die EBITDA-Schätzung für das Gesamtjahr 2008/09 haben wir mit Vorlage der Geschäftszahlen von bisher 18,34 Mio. € auf jetzt 15,22 Mio. € reduziert. Im Geschäftsfeld „Volume Business“ ist ein zunehmender Preisdruck in beiden Untersegmenten Software und Hardware zu verzeichnen, der sich negativ auf die Margensituation niederschlägt. Das Segmentergebnis belief sich im dritten Quartal 2008/09 auf 5,6 Mio. €, nachdem es hier im Vorjahresquartal noch bei 8,1 Mio. € lag. Für das vierte Quartal 2008/09 erwarten wir ein gegenüber dem Vorjahresquartal schwächeres EBITDA und rechnen mit einem Wert von 1,76 Mio. €. Die infolge der Kapitalerhöhung deutlich gestärkte Nettoliquidität sollte bereits im laufenden Quartal entsprechend positive Effekte auf das Finanzergebnis entfalten. Ende Dezember 2008 war die Nettoliquidität von PC-WARE deutlich positiv und lag bei rund 47,1 Mio. €.

Den Jahresüberschuss sehen wir für das Gesamtjahr 2008/09 bei 6,90 Mio. € (bisher: 9,47 Mio. €), was ausgehend von einer nach der Kapitalerhöhung insgesamt ausstehenden Aktienanzahl von 8,342 Mio. €, einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,83 € (bisher: 1,14 €) entspricht. In diesem Zusammenhang werden sich auch die beiden einmaligen Sondereffekte belastend auf die Konzernsteuerquote auswirken, so dass wir mit einer Steuerquote von 36,0 % rechnen.

Vor dem Hintergrund der bestehenden konjunkturellen Unwägbarkeiten haben wir des Weiteren unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2009/10 nach unten revidiert. Unsere neuen Prognosen für das Jahr 2009/10 sehen einen moderaten organischen Umsatzzuwachs von 2,3 % auf dann 902,00 Mio. € (bisher: 920,00 Mio. €) vor. Damit tragen wir der Annahme Rechnung, dass es auf Kundenseite zu Kürzungen der IT-Budgets kommt und dass die Tagessätze im Beratungsgeschäft sich rückläufig entwickeln werden. Nichtsdestotrotz sind wir der Überzeugung, dass es PC-WARE auch im kommenden Geschäftsjahr gelingen wird, Marktanteile zu Lasten von Konkurrenten zu gewinnen. Beim EBITDA erwarten wir für 2009/10 einen Wert in Höhe von 16,89 Mio. € (bisher: 22,88 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 1,87 % entspricht. Des Weiteren haben wir die angepassten Schätzungen für die Jahre 2008/09 sowie 2009/10 zum Anlass genommen, im Rahmen des DCF-Modells das nachhaltige Ziel bei der EBITDA-Marge auf 2,20 % (bisher: 2,70 %) zu reduzieren.

## Bewertung

### DCF Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) von PC-WARE 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. 3,0 % (bisher: 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 wider, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,45.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,98 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,30 % (bisher: 11,0 %).

<b>COST OF CAPITAL</b>	<b>GJ 2008</b>
Eigenkapitalkosten	10,98%
Zielgewicht in %	90,00%
Fremdkapitalkosten	5,00%
Zielgewichtung in %	10,00%
Taxshield in %	22,5%
<b>WACC</b>	<b>11,0%</b>



**DCF PC-Ware AG**

**PC-Ware AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung**

**Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:**

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	2,2%	ewige EBITA - Marge	1,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	14,4%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	-0,3%		

**dreistufiges DCF - Modell:**

Phase	estimate		consistency					final	
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	882,00	902,00	947,10	994,46	1044,18	1096,39	1151,21	1208,77	
US Veränderung	13,6%	2,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	28,45	28,19	27,92	29,25	30,44	31,78	32,89	32,89	
EBITDA	15,22	16,90	20,84	21,88	22,97	24,12	25,33	26,59	
EBITDA-Marge	1,7%	1,9%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
EBITA	11,52	12,90	16,23	16,99	18,08	19,18	20,36	21,55	
EBITA-Marge	1,3%	1,4%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%
Steuern auf EBITA	-4,15	-4,00	-5,03	-5,27	-5,60	-5,95	-6,31	-6,68	
zu EBITA	36,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	7,37	8,90	11,20	11,73	12,47	13,24	14,05	14,87	
Kapitalrendite	135,7%	38,7%	38,6%	37,7%	40,2%	42,5%	45,0%	47,1%	45,7%
Working Capital (WC)	-8,00	-3,00	-2,84	-2,98	-3,13	-3,29	-3,45	-3,63	
WC zu Umsatz	-0,9%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	
Investitionen in WC	-16,45	-5,00	-0,16	0,14	0,15	0,16	0,16	0,17	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	31,00	32,00	33,92	34,00	34,30	34,50	35,00	36,75	
AFA auf OAV	-3,70	-4,00	-4,61	-4,88	-4,90	-4,94	-4,97	-5,04	
AFA zu OAV	11,9%	12,5%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	
Investitionen in OAV	-4,82	-5,00	-6,53	-4,96	-5,20	-5,14	-5,47	-6,79	
Investiertes Kapital	23,00	29,00	31,08	31,02	31,17	31,21	31,55	33,12	
EBITDA	15,22	16,90	20,84	21,88	22,97	24,12	25,33	26,59	
Steuern auf EBITA	-4,15	-4,00	-5,03	-5,27	-5,60	-5,95	-6,31	-6,68	
Investitionen gesamt	-31,27	-10,00	-6,69	-4,82	-5,05	-4,98	-5,30	-6,62	
Investitionen in OAV	-4,82	-5,00	-6,53	-4,96	-5,20	-5,14	-5,47	-6,79	
Investitionen in WC	-16,45	-5,00	-0,16	0,14	0,15	0,16	0,16	0,17	
Investitionen in Goodwill	-10,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-20,19	2,90	9,12	11,79	12,32	13,19	13,71	13,29	174,46
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	137,45	148,71							
Barwert expliziter FCFs	49,62	51,83							
Barwert des Continuing Value	87,83	96,88							
Nettoschulden (Net debt)	-20,84	-19,06							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	158,29	167,77							
Fremde Gewinnanteile	-2,73	-2,90							
Wert des Aktienkapitals	155,55	164,88							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,342	8,342							
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,65	19,76							

**Kapitalkostenermittlung :**

risikolose Rendite	3,0%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	22,5%
<b>WACC</b>	<b>10,3%</b>

**Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR**

WACC	Kapitalrendite					
	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	
37,7%	19,55	18,53	17,64	16,86	16,17	
39,7%	20,18	19,11	18,17	17,35	16,62	
41,7%	20,82	19,69	18,70	17,84	17,07	
43,7%	21,46	20,27	19,23	18,32	17,52	
45,7%	22,10	20,85	19,76	18,81	17,97	
47,7%	22,74	21,43	20,30	19,30	18,42	
49,7%	23,37	22,01	20,83	19,79	18,87	

## Fazit

Insgesamt hat PC-WARE das dritte Quartal 2008/09 erfolgreich abgeschlossen. Bei einem Umsatzwachstum von 11,6 % konnte ein gegenüber dem Vorjahresquartal gesteigertes und deutlich positives EBITDA von 8,85 Mio. € erzielt werden. Die im Vorjahr akquirierte Comparex Gruppe leistete mit einem starken Quartal hierzu einen wesentlichen Beitrag. Ohne die Wechselkursverluste von knapp 0,6 Mio. € wäre das operative Ergebnis zudem erheblich besser ausgefallen.

Unsere Ergebnisschätzungen haben wir vor dem Hintergrund der Unsicherheiten hinsichtlich der weiteren konjunkturellen Entwicklung nach unten revidiert. Für das noch laufende Geschäftsjahr 2008/09 erwarten wir nunmehr ein EBITDA in Höhe von 15,22 Mio. € bei einem Gewinn je Aktie von 0,83 €. Auch für das Folgejahr haben wir unsere Schätzungen entsprechend nach unten angepasst.

Wir sind allerdings der Ansicht, dass PC-WARE gestärkt aus der derzeitigen Krise hervorgehen wird. Wie in den Vorquartalen konnte die Gesellschaft ihre Positionierung in der IT-Branche stärken und weitere Marktanteile hinzugewinnen. Mit einem Auslandsanteil an den Gesamtumsätzen von rund 60 % und aktuell 25 ausländischen Tochtergesellschaften ist PC-Ware international bestens aufgestellt. Durch die Kapitalzufuhr von 36 Mio. € durch den neuen Mehrheitsaktionär Raiffeisen Informatik besitzt die Gesellschaft wieder eine hervorragende Eigenkapitalausstattung, um die Marktkonsolidierung aktiv mitzugestalten. Es ist davon auszugehen, dass eine Reihe von IT-Unternehmen, insbesondere im Bereich Software-Lizenzierung, infolge des wirtschaftlichen Abschwungs aus dem Markt ausscheiden oder ungewollt zu Übernahmekandidaten werden.

Chancen für eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit, insbesondere in Osteuropa, bieten sich nach unserer Ansicht auch aus der angestrebten strategischen Zusammenarbeit mit dem neuen Großaktionär Raiffeisen Informatik. Nach dem nun abgeschlossenen Übernahmeangebot sollten in den kommenden Wochen Gespräche mit Raiffeisen Informatik über eine mögliche Kooperation aufgenommen werden. Raiffeisen Informatik hält derzeit 72,67 % der Anteile an PC-WARE. Ein Gewinnabführungs- und beherrschungsvertrag ist daher vorerst nicht möglich.

**Das neue Kursziel für die Aktie von PC-WARE auf Basis 2010 sehen wir bei 19,76 € (bisher: 21,16 €). Während sich die Anpassung der Umsatz- und Ergebnisschätzungen negativ auf den fairen Wert ausgewirkt hat, hatte die Senkung des WACC infolge des niedrigeren Zinsniveaus einen positiven Effekt auf den fairen Wert der PC-WARE Aktie.**

# 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/>**

## **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und 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 Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
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 komplettierten 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 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 oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC 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 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 Interessenskonflikten 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. Kfm., 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)