



Researchstudie (Anno)



PC-WARE AG

Stand 15.07.2009

Fairer Wert: 20,89 €

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12

KAUFEN**Kursziel: 20,89 €**Kurs: 16,89 €
10.7.2009, 11:52 Uhr
Xetra**Letztes Rating/
Kursziel:**
25.2.2009
Kaufen/ 19,76 €**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: 0341-2568-876ir@pc-ware.de
www.pc-ware.de**15.07.2009****PC-WARE AG^{(5)*}****Unternehmensprofil:****Branchen:** Software/IT
Fokus: Software-Lizenzierung, Consulting & Services, Systemhaus (IT-Infrastruktur Services)**Mitarbeiter:** 1.799 (30.03.2009)**Firmensitz:** Leipzig, D**Gründung:** 1990**Vorstand:** Dr. Klaus Elsbacher,
Hansjörg Egger, Dr. Thomas Reich

WKN: 691090

ISIN: DE0006910904

Börsenkürzel: PCW

Anzahl Aktien: 8,342 Mio.

Marktkap.: 140,9 Mio. €

Streubesitz: 13,58 %

52 W Hoch: 17,00 €*
52 W Tief: 13,50 €*
Durchs. Tagesvolumen : 148.371 €*
* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate)

~/ 691090 PCW, Tageschart [Close] - 08.07.2008 - 07.07.2009 - 16.89



in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010e	GJ 2011e
Umsatz	692,15	776,40	890,32	925,00	945,00
EBITDA	11,67	17,11	18,16	19,42	21,05
EBIT	8,69	12,47	12,89	13,92	15,05
Jahresüberschuss	5,21	8,62	8,66	9,25	9,98
in EUR					
EPS	0,85	1,41	1,04	1,11	1,20
Dividende	0,50	0,50	0,65	0,65	0,65
in %					
EBITDA-Marge	1,7	2,2	2,0	2,1	2,2
EBIT-Marge	1,3	1,6	1,4	1,5	1,6
Dividendenrendite	3,1	3,1	4,0	4,0	4,0
Kennzahlen					
EV/ Sales	0,12	0,12	0,12	0,12	0,11
EV / EBITDA	7,23	5,47	5,95	5,56	5,13
Kurs-Gewinn-Verhältnis	19,21	11,61	15,76	14,75	13,67
Kurs-Buchwert-Verhältnis			1,24		

Highlights:

- Umsatz und EBITDA in 2008/09 über unseren Erwartungen
- Starkes viertes Quartal 2008/09
- Wachstum in beiden Bereichen „Volume Business“ und „Value Business“
- Dividende von 0,50 € auf 0,65 € angehoben
- Unsere Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 wurde nach oben angepasst

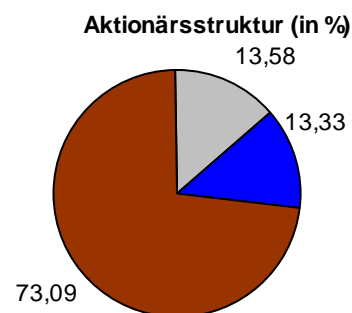
Unternehmen

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 vertreten. Der Bereich Software-Lizenzierung, 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 2008/2009 steigerte PC-WARE die Umsatzerlöse auf ein neues Rekordniveau von 890,3 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*	73,09
Streubesitz:	13,58
* über "PERUNI" Holding GmbH	



□ Free Float ■ Dr. Löschke ■ Raiffeisen Informatik GmbH

Quelle: PC-WARE, GBC

Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Veröffentlichung des Finanzberichts zum 1. Quartal 2009/10	24.08.2009
Ordentliche Hauptversammlung in Leipzig	27.08.2009

Geschäftsentwicklung - 2008/09

in Mio. €	2007/08	2008/09	2007/08 vs. 2008/09
Umsatz	776,40	890,32	+14,7 %
EBITDA	17,12	18,16	+6,2 %
EBIT	12,47	12,89	+3,3 %
Periodenergebnis	8,62	8,66	+0,4 %
EPS in €	1,41	1,20*	-14,9 %

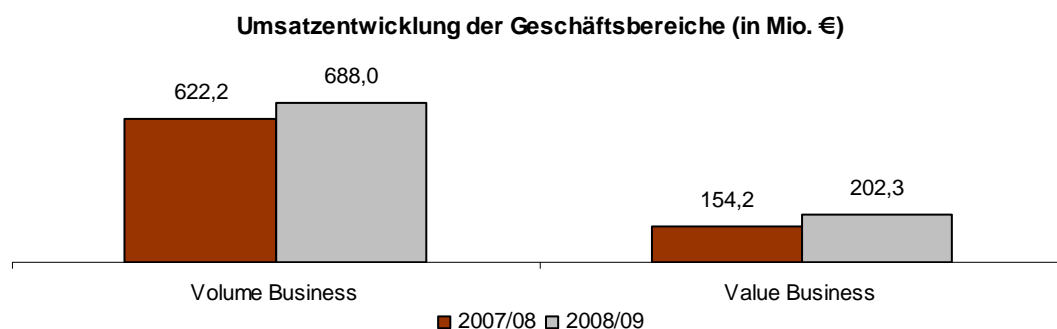
* Berücksichtigung der erhöhten Aktienanzahl infolge Kapitalerhöhung im November 2008

Quelle: PC-WARE, GBC

Umsatzentwicklung

Die PC-WARE AG konnte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 den Wachstumskurs der vergangenen Jahre fortsetzen und weitere Steigerungen bei den Umsatzerlösen und beim operativen Ergebnis erreichen. Sowohl beim Umsatz als auch beim EBITDA erzielte PC-WARE neue Rekordmarken im abgelaufenen Geschäftsjahr. Die Umsätze auf Konzernebene erhöhten sich um 14,7 % von 776,40 Mio. € in 2007/08 auf nun 890,32 Mio. € in 2008/09. Hierin enthalten war ein Umsatzbeitrag von der Tochtergesellschaft Comparex in Höhe von 136,7 Mio. €. Unter Berücksichtigung der direkten Enterprise Agreements (DEAs) wurde erstmalig in der Firmenhistorie die Umsatzschwelle von 1 Mrd. € übertroffen. Auch im Schlussquartal 2008/09 lagen die Umsätze mit 196,45 Mio. € 6,7 % über dem vergleichbaren Vorjahresniveau. Vor dem Hintergrund der aktuellen konjunkturellen Situation sowie der Tatsache, dass der Umsatzanstieg rein organisch erfolgte, erachten wir die operative Entwicklung im vierten Quartal 2008/09 als überaus erfreulich.

Das Umsatzwachstum wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 gleichermaßen von den beiden Geschäftsbereichen „Volume Business“ und „Value Business“ getragen. Das nachstehende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung der beiden Geschäftsbereiche „Volume Business“ und „Value Business“.



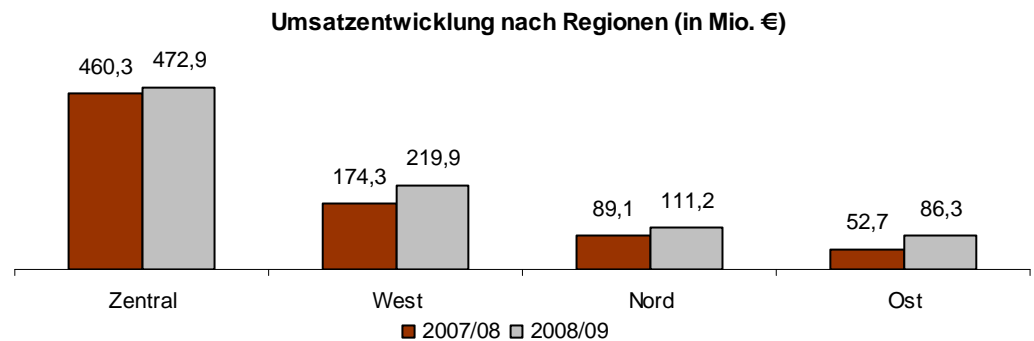
Quelle: PC-WARE, GBC

Im umsatzseitig größeren Segment „**Volume Business**“ konnten die Umsatzerlöse im Gesamtjahr 2008/09 um 10,6 % auf 687,97 Mio. € ge-

steigert werden (VJ: 622,20 Mio. €). Dabei entwickelte sich vor allem das Kerngeschäft Software-Lizenzierung positiv. Im Bereich der Software-Lizenzierung konnte die Marktstellung in Europa ausgebaut und weitere Marktanteile gewonnen werden. Dies verdeutlicht auch der erneute Anstieg der DEAs im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 auf 256,8 Mio. € (VJ: 212,4 Mio. €). Der Umsatzanteil mit Microsoft-Produkten ging in 2008/09 leicht auf 38,6 % gegenüber 39,3 % zurück. Das Untersegment Hardware war im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 aufgrund des schwierigen Marktumfeldes mit einem Umsatzvolumen von 53,1 Mio. € rückläufig und zeigte sich für 7,7 % der Umsätze des Geschäftsbereiches „Volume Business“ verantwortlich.

Im zweiten Geschäftsfeld „**Value Business**“ konnten die Umsatzerlöse im Gesamtjahr 2008/09 noch dynamischer um 31,2 % auf 202,29 Mio. € (VJ: 154,19 Mio. €) gesteigert werden. Der Umsatzzuwachs resultiert dabei vornehmlich aus der erstmaligen ganzjährigen Konsolidierung der Comparex-Gruppe. Comparex erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 Umsatzerlöse in Höhe von 136,7 Mio. €. Im Vorjahr wurde Comparex nur für die letzten acht Monate in den Konsolidierungskreis einbezogen, so dass die Umsätze in 2007/08 bei lediglich 75,5 Mio. € lagen. Aber auch aus organischer Kraft konnte Comparex im Vergleich zum Vorjahr deutlich wachsen (Umsatz 2008/09: 136,7 Mio. € vs. Umsatz 2007/08: 105,0 Mio. €).

Der Auslandanteil bei den Umsätzen konnte im Berichtszeitraum 2008/09 weiter auf 61,7 % (VJ: 56,8 %) ausgeweitet werden. Die Gesellschaft ist in der Zwischenzeit mit Tochtergesellschaften in 25 Ländern vertreten. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurden dabei die Standorte in Kasachstan und in der Ukraine neu eröffnet. Die nachfolgende Graphik zeigt die Umsatzentwicklung in den vier Regionen Nord, Ost, Zentral und West.

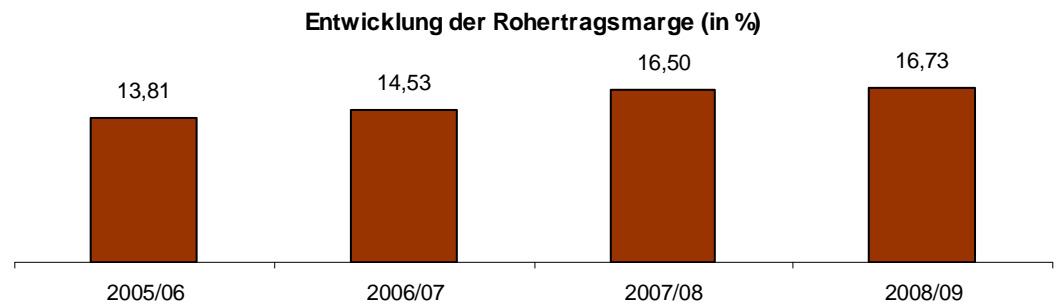


Quelle: PC-WARE, GBC

Die Region Zentral, inklusive der DACH-Region, ist weiterhin der wichtigste Absatzmarkt für den PC-WARE Konzern. Positiv hervorzuheben in der Region West ist die spanische Tochtergesellschaft mit einem deutlichen Umsatzanstieg. In den Benelux-Staaten wurde in 2008/09 bei einem Zuwachs von knapp 20 % ein Umsatzvolumen von 145,7 Mio. € erzielt. Die Benelux-Länder sind damit nach Deutschland der größte Absatzmarkt. In der Region Nord konnten die Tochtergesellschaften in Schweden sowie Finnland und in der Region Ost die Gesellschaften in Polen und Tschechien ein dynamisches Wachstum verzeichnen.

Ergebnisentwicklung

Der Rohertrag konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 um über 20 Mio. € auf 148,96 Mio. € (VJ: 128,13 Mio. €) gesteigert werden. Auch bei der Entwicklung der Rohertragsmarge hat sich der positive Trend der vergangenen Jahre fortgesetzt und es konnten weiteren Fortschritte erreicht werden. In dieser Entwicklung kommt der schrittweise Ausbau des margenträchtigeren Service-Geschäfts zum Ausdruck. Der positive Trend in den letzten vier Geschäftsjahren wird durch die untenstehende Graphik eindrucksvoll veranschaulicht.



Quelle: PC-WARE, GBC

Die leicht erhöhten aktivierten Eigenleistungen in 2008/09 in Höhe von 3,42 Mio. € (VJ: 3,06 Mio. €) stehen vor allem im Zusammenhang mit der konzernweiten Einführung des ERP-Systems. Die sonstigen betrieblichen Erträge fielen mit 7,41 Mio. € ebenfalls höher aus als im Vorjahr (VJ: 5,86 Mio. €). Diese Zunahme erklärt sich vor allem durch gestiegene Marketingerträge sowie durch höhere Erträge aus Sachbezügen und Weiterberechnungen.

Bei den Personalaufwendungen war im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 ein deutlicher Anstieg zu verzeichnen. Die Personalaufwendungen beliefen sich im Gesamtjahr 2008/09 auf 92,98 Mio. € nach 77,94 Mio. € in der vergleichbaren Vorjahresperiode. Dies entspricht einer Personalaufwandsquote von 10,44 % (VJ: 10,04 %). Die Mitarbeiterzahl wurde im Jahresverlauf kontinuierlich aufgebaut und lag zum Stichtag 31.3.2009 bei 1.799 (31.3.2008: 1.639). Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kam es infolge des erhöhten Geschäftsvolumens zu einem Anstieg von 32,92 Mio. € in 2007/08 auf jetzt 37,14 Mio. € in 2008/09. Zudem wurde das operative Ergebnis durch Währungsverluste von -0,68 Mio. € (VJ: -0,16 Mio. €) belastet. Die Gründe hierfür sollten nach unserer Ansicht in dem Kursverfall von osteuropäischen und der britischen Währung liegen.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) betrug im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 18,16 Mio. € und konnte folglich um mehr als 1 Mio. € im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 17,11 Mio. €) gesteigert werden. Dies entspricht einer EBITDA-Marge von 2,04 % (VJ: 2,20 %). Das EBITDA im starken Schlussquartal 2008/09 lag mit 4,71 Mio. € deutlich über dem vergleichbaren Vorjahresquartal (Q4 2007/08: 2,65 Mio. €). Hier profitierte PC-WARE auch von einer höheren Zahlung von Boni durch die Hersteller, welche sich in gestiegenen sonstigen betrieblichen Erträgen im letzten Quartal 2008/09 zeigten. Die Abschrei-

bungen erhöhten sich infolge der getätigten Investitionen in den Vorperioden von 4,64 Mio. € in 2007/08 auf 5,29 Mio. € in 2008/09.

Das Finanzergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 fiel aufgrund der Earn-Out-Zahlung an die Altgesellschafter von Comparex sowie des höheren Investitionsvolumens mit -0,82 Mio. € (VJ: 0,06 Mio. €) negativ aus. Als Folge der durchgeführten Kapitalerhöhung über 36,3 Mio. € und des starken operativen Cash Flows in den letzten beiden Quartalen verfügt PC-WARE zum Ende des Geschäftsjahres wieder über eine sehr komfortable Nettofinanzposition. Unter Berücksichtigung der Steuerquote auf Konzernebene von 26,52 % (VJ: 29,82 %) lag der Jahresüberschuss nach fremden Gewinnanteilen bei 8,66 Mio. € (VJ: 8,62 Mio. €). Dies entspricht einem Gewinn je Aktie (EPS) von 1,20 € (VJ: 1,41 €).

Bilanzielle Situation

Die bilanzielle Lage von PC-WARE erachten wir als solide und gesund. Das Eigenkapital konnte gegenüber dem Vorjahr signifikant auf 112,19 Mio. € (31.3.2008: 71,55 Mio. €) gesteigert werden, was neben der Kapitalerhöhung mit einem Volumen von 36,6 Mio. € auch auf den Jahresüberschuss von 8,7 Mio. € zurückzuführen ist. Die Eigenkapitalquote belief sich zum 31.3.2009 auf komfortable 36,6 %. Auf der Aktivseite der Bilanz betrug der Geschäfts- und Firmenwert zum Geschäftsjahresende 2008/09 67,35 Mio. €, wovon auf die Comparex Gruppe mit 29,93 Mio. € der größte Anteil entfällt; gefolgt von PC-WARE Nordics mit 11,41 Mio. €. Die sonstigen immateriellen Vermögensgegenstände lagen bei 21,36 Mio. €. Hiervon stehen rund 11,7 Mio. € im Zusammenhang mit dem ERP-System.

Die Nettoliquidität verbesserte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 deutlich. Trotz einer weiteren Earn-Out-Zahlung an die Altgesellschafter der Comparex Gruppe in Höhe von 15,96 Mio. € konnte die Nettoliquidität im Konzern von 14,83 Mio. € zum 31.3.2008 auf 32,25 Mio. € zum 31.3.2009 gesteigert werden. Dies versetzt PC-WARE in die komfortable Lage, auch in Zukunft ihre Wachstumsstrategie fortzusetzen. Das Net Working Capital betrug zum Jahresende -21,17 Mio. €, was in Relation zu den Gesamtumsätzen einem Wert von -2,38 % bedeutet.

Durch die positive operative Entwicklung der Comparex Gesellschaften ist im laufenden Geschäftsjahr eine weitere und letzte Earn-Out-Zahlung zu leisten, für die im Geschäftsbericht eine Rückstellung von 12,80 Mio. € gebildet wurde.

Prognose

Wir gehen davon aus, dass es der PC-WARE AG entgegen dem schwierigen Branchenumfeld auch im laufenden Geschäftsjahr 2009/10 gelingen wird, den Wachstumskurs der vergangenen Jahre fortzusetzen und eine weitere Verbesserung bei den Umsatzerlösen sowie beim operativen Ergebnis zu erreichen. Das European Information Technology Observatory (EITO) rechnet für das Jahr 2009 mit einem Rückgang des IT-Marktes in Europa um 2,2 % gegenüber 2008. Während EITO für die Bereiche Software und IT-Services einen moderaten Abschwung von 0,3 % prognostiziert, soll der Rückgang für den Bereich IT-Hardware in 2009 mit 6,6 % deutlich stärker ausfallen. Bei der PC-WARE AG spielt das Hardwaregeschäft allerdings nur eine untergeordnete Rolle. Die Gesellschaft erzielte im vergangenen Geschäftsjahr deutlich weniger als 10 % der gesamten Umsatzerlöse im Subsegment Hardware.

Der Ausbau des Service-Bereiches durch die Akquisition der Comparex-Gruppe spiegelt sich deutlich in der Umsatz- und Ergebnisentwicklung des Geschäftsfelds „Value Business“ wider. Im Bereich „Value Business“ konnte der Umsatz bei einer deutlichen Verbesserung der Profitabilität um über 30 % auf 202,3 Mio. € ausgeweitet werden. Wir gehen davon aus, dass die Comparex-Gruppe auch im laufenden Geschäftsjahr Marktanteile hinzugewinnen wird, so dass sich die positive operative Entwicklung hier fortsetzen sollte. Im Gesamtjahr 2008/09 lag das organische Wachstum bei den Comparex Gesellschaften dank der guten Marktpositionierung in Osteuropa und Spanien bei über 20 %. Das Segment „Volume Business“ mit dem Kerngeschäft Software-Lizenzierung sollte sich nach unserer Einschätzung im laufenden Jahr als stabilisierender Faktor erweisen. Dabei sollte die regionale Expansion im Bereich „Volume Business“ in Osteuropa weiter vorangetrieben werden. Ein wichtiger Schritt hierbei ist der Transfer des Produktportfolios auf die bestehende Kundenbasis der Comparex-Gruppe in diesen Ländern.

Für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 erwarten wir einen Umsatzanstieg auf Konzernebene um 3,9 % auf dann 925,0 Mio. € (bisher: 902,0 Mio. €). Mögliche Akquisitionen haben wir im Rahmen unserer Prognose nicht unterstellt. Damit rückt das Ziel beim Umsatz die Marke von 1 Mrd. € zu übertreffen in greifbare Nähe. Im Geschäftsbericht 2008/09 wird sogar eine Überschreitung der 1 Mrd. €- Umsatzmarke bereits im laufenden Geschäftsjahr in Aussicht gestellt. Das halten wir jedoch vor dem Hintergrund des aktuell schwierigen Marktumfelds für ambitioniert und rechnen daher konservativ mit einem moderaten Umsatzzuwachs. Da wir mit einem stärkeren Wachstum des Segments „Value Business“ rechnen, sollte sich dies positiv auf die Rohtragsmarge auswirken.

Beim operativen Ergebnis rechnen wir ebenfalls mit einer weiteren Verbesserung im laufenden Geschäftsjahr und haben unsere Schätzung für 2009/10 deshalb nach oben angehoben. Nach unserer Schätzung sollte sich das EBITDA in 2009/10 nunmehr auf 19,42 Mio. € (bisher: 16,90 Mio. €) belaufen, was einer EBITDA-Marge in Höhe von 2,10 % entspricht. Die Abschreibungen sollten infolge des höheren Investitionsvolumens der vergangenen Jahre leicht ansteigen. Beim Finanzergebnis erwarten wir bedingt durch die deutlich höhere Liquiditätsausstattung eine Verbesserung auf -0,30 Mio. €. Unter Berücksichtigung der derzeit insgesamt ausstehenden Aktienanzahl von 8,34 Mio. € erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 einen Gewinn je Aktie (EPS) von 1,11 € (bisher: 1,00 €).

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. 3,25 %.

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 11,01 % (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 %.

COST OF CAPITAL	
Eigenkapitalkosten	11,01%
Zielgewicht in %	90,00%
Fremdkapitalkosten	5,00%
Zielgewichtung in %	10,00%
Taxshield in %	22,5%
WACC	10,3%

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	17,4%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	-1,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	Endwert
Umsatz (US)	925,00	945,00	992,25	1041,86	1093,96	1148,65	1206,09	1266,39	
US Veränderung	3,9%	2,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	27,21	27,39	29,18	30,64	31,89	33,29	34,46	34,46	
EBITDA	19,42	21,05	22,13	23,23	24,40	25,61	26,90	28,24	
EBITDA-Marge	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
EBITA	13,92	15,05	16,13	17,32	18,48	19,65	20,90	22,15	
EBITA-Marge	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%
Steuern auf EBITA	-4,31	-4,67	-5,00	-5,37	-5,73	-6,09	-6,48	-6,87	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	9,60	10,39	11,13	11,95	12,75	13,56	14,42	15,29	
Kapitalrendite	73,5%	54,7%	45,4%	50,9%	55,6%	59,7%	64,6%	68,8%	66,9%
Working Capital (WC)	-15,00	-10,00	-10,52	-11,04	-11,60	-12,18	-12,78	-13,42	
WC zu Umsatz	-1,6%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	
Investitionen in WC	-6,17	-5,00	0,52	0,53	0,55	0,58	0,61	0,64	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	34,00	34,50	34,00	34,00	34,30	34,50	35,00	36,75	
AFA auf OAV	-5,50	-6,00	-6,00	-5,91	-5,91	-5,96	-6,00	-6,09	
AFA zu OAV	16,2%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	
Investitionen in WC	-5,27	-6,50	-5,50	-5,91	-6,21	-6,16	-6,50	-7,84	
Investiertes Kapital	19,00	24,50	23,48	22,96	22,70	22,32	22,22	23,33	
EBITDA	19,42	21,05	22,13	23,23	24,40	25,61	26,90	28,24	
Steuern auf EBITA	-4,31	-4,67	-5,00	-5,37	-5,73	-6,09	-6,48	-6,87	
Investitionen gesamt	-11,44	-11,50	-4,98	-5,39	-5,66	-5,58	-5,89	-7,20	
Investitionen in OAV	-5,27	-6,50	-5,50	-5,91	-6,21	-6,16	-6,50	-7,84	
Investitionen in WC	-6,17	-5,00	0,52	0,53	0,55	0,58	0,61	0,64	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,66	4,89	12,15	12,48	13,01	13,94	14,53	14,18	182,29
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	148,02	158,38							
Barwert expliziter FCFs	56,24	57,15							
Barwert des Continuing Value	91,78	101,23							
Nettoschulden (Net debt)	-28,59	-27,76							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	176,61	186,13							
Fremde Gewinnanteile	-2,37	-2,50							
Wert des Aktienkapitals	174,23	183,63							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,342	8,342							
Fairer Wert der Aktie in EUR	20,89	22,01							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	22,5%
WACC	10,3%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC								
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
58,9%	24,33	22,84	21,57	20,48	19,53	18,70	17,97	17,32	16,74
60,9%	24,84	23,30	21,98	20,85	19,87	19,01	18,25	17,58	16,98
62,9%	25,34	23,75	22,39	21,22	20,21	19,32	18,53	17,84	17,22
64,9%	25,85	24,21	22,81	21,60	20,55	19,63	18,82	18,10	17,46
66,9%	26,36	24,66	23,22	21,97	20,89	19,94	19,10	18,36	17,70
68,9%	26,87	25,12	23,63	22,34	21,23	20,25	19,39	18,62	17,94
70,9%	27,38	25,58	24,04	22,71	21,56	20,56	19,67	18,88	18,18
72,9%	27,88	26,03	24,45	23,09	21,90	20,87	19,95	19,15	18,43
74,9%	28,39	26,49	24,86	23,46	22,24	21,18	20,24	19,41	18,67

Fazit

Die PC-WARE AG hat das abgelaufene Geschäftsjahr 2008/09 mit dem höchsten Umsatz und operativen Ergebnis in der bisherigen Firmenhistorie erfolgreich abgeschlossen und unsere Schätzungen damit deutlich übertroffen. Dies ist unter anderem auf ein sehr gutes viertes Quartal 2008/09 entgegen einem schwierigen Marktumfeld zurückzuführen. Bei einem Umsatzvolumen von 890,3 Mio. € erzielte die Gesellschaft ein EBITDA in Höhe von 18,2 Mio. €. Die PC-WARE AG konnte damit in 2008/09 erneut schneller als der Markt wachsen und Marktanteile von dem Wettbewerb hinzugewinnen. Durch die erfolgreiche Integration der Comparex Gruppe hat der Auslandsanteil an den Umsätzen weiter zugelegt. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurden knapp 62 % der Konzernumsätze im Ausland erzielt.

Die Gesellschaft befindet sich bedingt durch die durchgeführte Kapitalerhöhung sowie den positiven freien Cash Flow in einer überaus komfortablen Finanzlage und verfügt über eine gute Eigenkapitalausstattung. Ende März 2009 lag die Nettoliquidität bei über 33 Mio. €. Damit besitzt PC-WARE alle finanziellen Freiräume, um das Wachstum in Zukunft weiterhin durch Akquisitionen voranzutreiben. Vor dem Hintergrund der gesunden Bilanzrelationen ist auch die Erhöhung der Dividende von 0,50 € auf 0,65 € nachvollziehbar. Wir hatten hier mit einer konstanten Dividende für 2008/09 gerechnet.

Wir gehen von einer Fortsetzung des Wachstumstrends im laufenden Geschäftsjahr aus. Für das Geschäftsjahr 2009/10 haben wir zudem unsere Schätzungen angehoben. Nunmehr erwarten wir einen Umsatz in Höhe von 925,0 Mio. € (bisher: 902,0 Mio. €) sowie ein EBITDA von 19,4 Mio. € (bisher: 16,9 Mio. €). Dabei sollte nach unserer Einschätzung das höhere Wachstum aus dem margenstärkeren Geschäftsbereich „Value Business“ stammen. Die Zielvorgabe der Gesellschaft auf Konzernebene ein EBITDA in Höhe von 35 Mio. € sowie ein Umsatzvolumen von 1 Mrd. € zu erreichen, bleibt weiterhin bestehen.

Infolge der Anhebung unserer Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 haben wir ein neues Kursziel für die Aktie der PC-WARE AG in Höhe von 20,89 € (bisher: 19,76 €) ermittelt. Damit sehen wir weiteres Kurspotential für die Aktie von PC-WARE.

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



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