

**Verkaufen****Kursziel: 15,37 €**Kurs: 17,20 €  
03.12.2009, 9:02 Uhr Xetra**Letztes Rating/  
Kursziel:**  
8.9.2009  
Halten/ 18,02 €**Marktsegment:**  
Prime Standard**Rechnungslegung:**  
IFRS**Analysten:****Philipp Leipold**  
leipold@gbc-ag.de**Manuel Hoelzle**  
hoelzle@gbc-ag.de**IR-Kontakt:**PC-WARE  
Blochstr. 1  
D-04329 Leipzig**Tel.:** 0341-2568-000ir@pc-ware.de  
www.pc-ware.de**10.12.2009****PC-WARE AG<sup>(5)\*</sup>****Unternehmensprofil:****Branchen:** Software/IT**Fokus:** Software-Lizenzierung, Data Center**Mitarbeiter:** 1.744 (30.09.2009)**Firmensitz:** Leipzig, D**Gründung:** 1990**Vorstand:** Dr. Klaus Elsbacher,  
Hansjörg Egger, Dr. Thomas Reich

WKN: 691090

ISIN: DE0006910904

Börsenkürzel: PCW

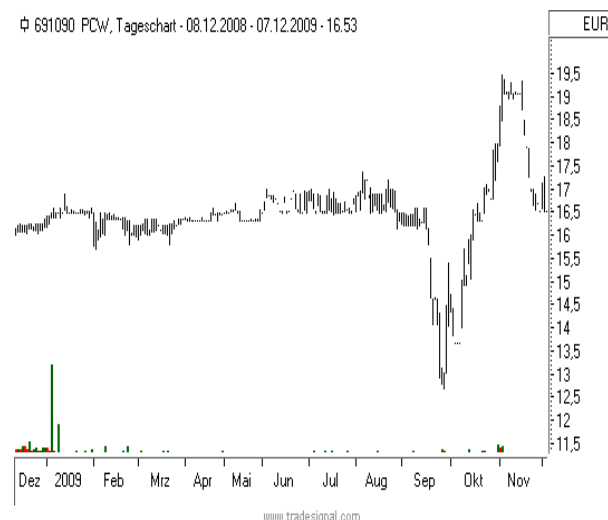
Anzahl Aktien: 8,342 Mio.

Marktkap.: 139,06 Mio. €

Streubesitz: 13,58 %

52 W Hoch: 19,35 €\*  
52 W Tief: 12,81 €\*  
Durchs. Tagesvolumen : 84.941 €\*  
\* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate)

691090 PCW, Tageschart - 08.12.2008 - 07.12.2009 - 16.53



| in Mio. EUR              | GJ 2008 | GJ 2009 | GJ 2010e | GJ 2011e |
|--------------------------|---------|---------|----------|----------|
| Umsatz                   | 776,40  | 890,32  | 825,00   | 850,00   |
| EBITDA                   | 17,11   | 18,16   | -3,86    | 13,76    |
| EBIT                     | 12,47   | 12,89   | -10,66   | 7,26     |
| Jahresüberschuss         | 8,62    | 8,66    | -7,57    | 4,81     |
| <b>in EUR</b>            |         |         |          |          |
| EPS                      | 1,41    | 1,20    | -0,91    | 0,58     |
| Dividende                | 0,50    | 0,65    | 0,00     | 0,20     |
| <b>in %</b>              |         |         |          |          |
| EBITDA-Marge             | 2,2     | 2,0     | neg.     | 1,6      |
| EBIT-Marge               | 1,6     | 1,4     | neg.     | 0,9      |
| Dividendenrendite        | 3,0     | 3,9     | -        | 2,0      |
| <b>Kennzahlen</b>        |         |         |          |          |
| EV/ Sales                | 0,13    | 0,13    | 0,14     | 0,14     |
| EV / EBITDA              | 5,58    | 6,34    | k. A.    | 8,36     |
| Kurs-Gewinn-Verhältnis   | 12,2    | 16,6    | k. A.    | 29,9     |
| Kurs-Buchwert-Verhältnis |         | 1,27    |          |          |

## Unternehmen

### Profil

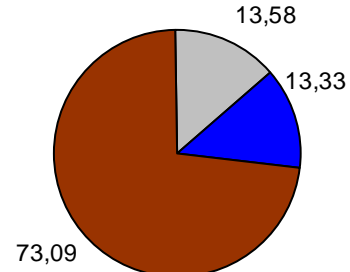
Die PC-WARE AG zählt zu den führenden herstellerunabhängigen ICT-Dienstleistern in Europa. Im ersten Kerngeschäftsfeld Software (Softwarelizenzierung, Lizenzvertragsberatung, Software & IT Asset Management) ist PC-WARE Marktführer in Europa. Das Unternehmen gehört zu den 5 Microsoft LARs (Large Account Reseller) für das gesamte EMEA-Gebiet (Europa, Mittlerer/Naher Osten und Afrika). Darüber hinaus bietet PC-WARE ein breites Consulting-, Lösungs- und Servicespektrum im Software-Umfeld, angefangen von der Analyse und Konzeptionierung über Implementierung, 7 x 24 h MultiVendor Helpdesk bis hin zu Learning Services. Fokusthemen des Unternehmens sind Virtualisierung, IT-Security, Systems Management, Kommunikation und Collaboration (mit Unified Communications-, Microsoft Exchange-, Sharepoint-Lösungen) und Software Asset Management. Das zweite Kerngeschäftsfeld der PC-WARE Gruppe bilden die COMPAREX-Gesellschaften als führende herstellerunabhängige Anbieter in den Bereichen Infrastruktur, Consulting und Managed Services für Rechenzentren. Schwerpunkte des COMPAREX-Geschäfts sind Analyse, Beratung, Design und Implementierung sowie MultiVendor Support für komplexe Infrastrukturen. Die Tochtergesellschaften in 26 Ländern in Europa, Afrika und Asien betreuen mit rund 1.700 Mitarbeitern Kunden aus Mittelstand, Öffentlicher Verwaltung und Industrie sowie weltweit agierende Großkunden.

### Aktionärsstruktur

| Anteilseigner               | Anteile      |
|-----------------------------|--------------|
| Raiffeisen Informatik GmbH* | 73,09        |
| Dr. Knut Löschke            | 13,33        |
| <b>Streubesitz:</b>         | <b>13,58</b> |

\* über "PERUNI" Holding GmbH

**Aktionärsstruktur (in %)**



Free Float ■ Dr. Löschke ■ Raiffeisen Informatik GmbH

Quelle: PC-WARE, GBC

### Die nächsten Unternehmenstermine

| Ereignis                                  | Datum     |
|---|-----------|
| Veröffentlichung 9-Monats-Bericht 2009/10 | 25.2.2010 |
| Veröffentlichung Geschäftsbericht 2009/10 | 30.6.2010 |

Quelle: PC-WARE, GBC

## Geschäftsentwicklung - 1. Halbjahr 2009/10

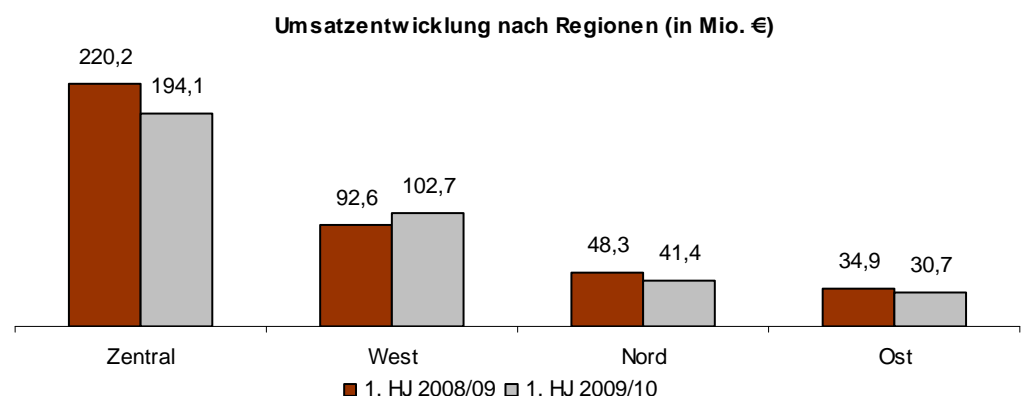
| in Mio. €        | 1 HJ. 2008/09 | 1. HJ 2009/10 | 2008/09 vs. 2009/10 |
|------------------|---------------|---------------|---------------------|
| Umsatz           | 395,96        | 368,43        | -7,0 %              |
| EBITDA           | 4,61          | -12,50        | n. a.               |
| EBIT             | 1,95          | -16,55        | n. a.               |
| Periodenergebnis | 1,14          | -15,28        | n. a.               |
| EPS in €         | 0,19          | -1,84         | n. a.               |

Quelle: PC-WARE, GBC

### Umsatzentwicklung

Die PC-WARE AG konnte sich im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2009/10 dem schwierigen Marktumfeld in der IT-Branche nicht entziehen und verzeichnete ein rückläufiges Umsatzvolumen. Die Konzernumsätze lagen im ersten Halbjahr 2009/10 bei 368,43 Mio. €, was gegenüber dem Vorjahreszeitraum einem Rückgang von 7,0 % (VJ: 395,96 Mio. €) entspricht. Im zweiten Quartal 2009/10 reduzierte sich der Umsatz um 7,8 % auf 152,00 Mio. € (VJ: 164,91 Mio. €).

Mitverantwortlich für die rückläufige Umsatzentwicklung war insbesondere die schwächere Nachfrage im Kernmarkt Deutschland. Hier gingen die Umsatzerlöse in den ersten sechs Monaten 2009/10 um 17,8 % auf 137,10 Mio. € (VJ: 166,83 Mio. €) zurück. Der Auslandsanteil an den Konzernumsätzen bewegte sich weiter auf einem hohen Niveau und stieg gegenüber dem Vorjahr sogar auf nunmehr 62,8 % in 2009/10 (VJ: 57,9 %) an. Die nachstehende Graphik zeigt die regionale Umsatzverteilung des Konzerns.

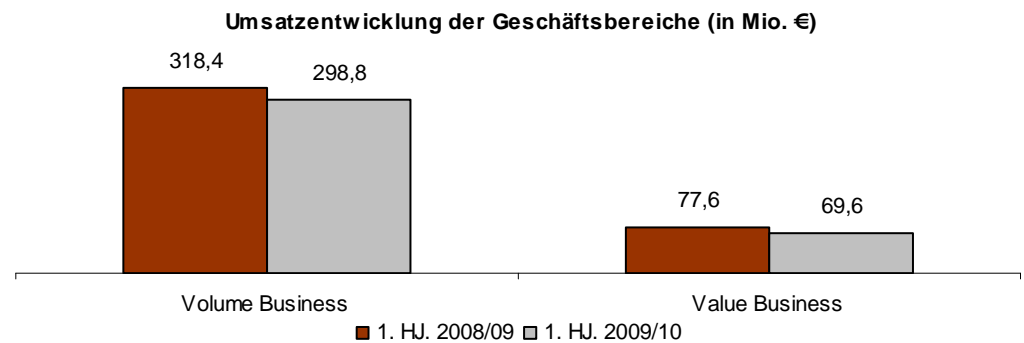


Quelle: PC-WARE, GBC

Der wichtigste Absatzmarkt für PC-Ware ist weiterhin die Region Zentral mit einem Umsatzvolumen von 194,1 Mio. € in den ersten sechs Monaten 2009/10 (VJ: 220,2 Mio. €). Deutliche Umsatzzuwächse von 23,7 % auf 17,86 Mio. € konnten dabei in Österreich erzielt werden. Die Region West konnte dabei infolge einer erfreulichen Entwicklung der Landesgesellschaft BeNeLux einen Umsatzanstieg auf 78,19 Mio. € (VJ: 63,44

Mio. €) verzeichnen und damit den Umsatzrückgang in Spanien um rund 5 Mio. € auf 12,44 Mio. € überkompensieren. Die Lardesgesellschaft Be-NeLux ist damit nach Deutschland weiterhin der zweitwichtigste Markt für PC-WARE. Hier verfügt die Gesellschaft über eine hervorragende Marktstellung im Bereich des öffentlichen Dienstes. In der Region Nord mussten die skandinavischen Tochtergesellschaften in Schweden und Finnland sowie die Niederlassung in Großbritannien deutliche Umsatzrückgänge verzeichnen. Die ungarische Tochtergesellschaft, die im Vorjahr noch einen Umsatzbeitrag von 4,40 Mio. € leistete, wurde in 2009/10 nicht mehr konsolidiert.

Eine Unterteilung der Umsatzerlöse nach den beiden Segmenten „Volume Business“ und „Value Business“ ist dem nachstehenden Schaubild zu entnehmen.



Quelle: PC-WARE, GBC

Im umsatzstärkeren Geschäftsbereich **„Volume Business“** gingen die Umsatzerlöse in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009/10 um 6,2 % auf 298,8 Mio. € (VJ: 318,4 Mio. €) zurück, was sich hauptsächlich durch eine schwächere Nachfrage im Bereich Softwarelizenzierung erklärt. Die weitere Verlagerung hin zu direkten Microsoft Enterprise Agreements (DEAs) hat auch im ersten Halbjahr 2009/10 angehalten, was die Umsatzentwicklung belastete. Im Untersegment Software belief sich der Umsatz auf 281,0 Mio. € gegenüber 295,8 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Der Umsatzanteil von Microsoft-Produkten stieg im Vergleich zum Vorjahr leicht an und betrug in den ersten sechs Monaten 2009/10 geringfügig 45,1 % gegenüber 43,5 % in 2008/09. Das zweite Untersegment Hardware steuerte Umsatzerlöse in Höhe von 17,8 Mio. € (VJ: 22,6 Mio. €) bei.

Im zweiten Segment **„Value Business“** lag der Umsatzrückgang in 2009/10 bei 10,3 % auf 69,6 Mio. € (VJ: 77,6 Mio. €). Dieser Rückgang ist vor allem vor dem Hintergrund einer konjunkturell bedingten schwächeren Nachfrage auf Kundenseite zu verstehen.

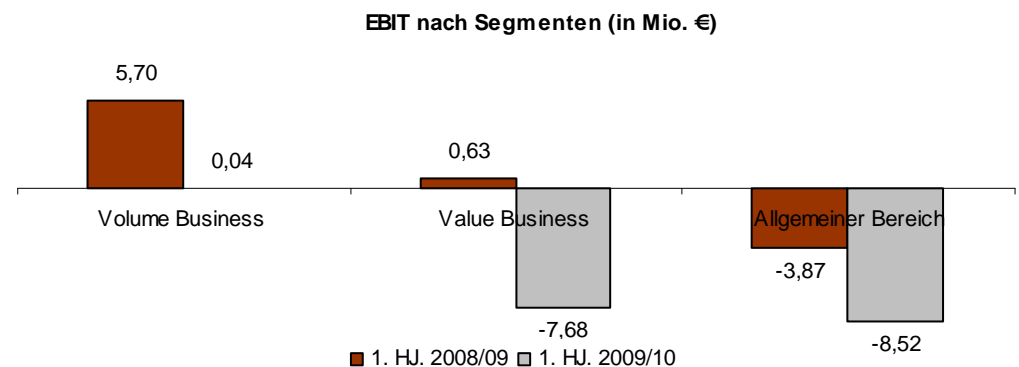
### Ergebnisentwicklung

Die Rohertragsmarge konnte im ersten Halbjahr 2009/10 sogar von 16,21 % in 2008/09 auf nun 16,82 % gesteigert werden. Neben einem Anstieg der DEAs ist dies auch auf höhere sonstige betriebliche Erträge zurückzuführen. Diese betragen nach den ersten neun Monaten 2009/10 3,60 Mio. € (VJ: 2,72 Mio. €). Der absolute Rohertrag reduzierte sich dagegen infolge des Umsatzrückgangs auf 61,96 Mio. €, nach 64,18 Mio. €

im Vorjahr. Eine deutliche Steigerung erfuhren die Personalaufwendungen im ersten Halbjahr 2009/10. Diese erhöhten sich im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 28,0 % auf 55,66 Mio. € an (VJ: 43,49 Mio. €). Hier belasteten auch Einmalaufwendungen im Zusammenhang mit der Refokussierung der Gesellschaft auf die Bereiche Software und Data Center. Insgesamt beliefen sich die Sonderaufwendungen im ersten Halbjahr 2009/10 auf 8,93 Mio. €

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) fiel nach den ersten sechs Monaten 2009/10 deutlich negativ aus und lag bei -12,50 Mio. € (VJ: 4,61 Mio. €). Die Abschreibungen verzeichneten, unter anderem aufgrund der Inbetriebnahme des ERP-Systems, einen Anstieg um 52,6 % auf 4,05 Mio. € (VJ: 2,65 Mio. €).

Die nachstehende Graphik zeigt die operativen Ergebnisse der drei Geschäftsbereiche Volume Business, Value Business sowie Allgemeiner Bereich.



Quelle: PC-WARE, GBC

Unter Berücksichtigung eines leicht negativen Finanzergebnisses in Höhe von -0,07 Mio. € (VJ: -0,33 Mio. €) belief sich das Vorsteuerergebnis auf -16,62 Mio. € (VJ: 1,63 Mio. €). Infolge der Aktivierung von latenten Steuern lag das Periodenergebnis im ersten Halbjahr 2009/10 bei -15,28 Mio. € (VJ: 1,14 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) von -1,84 € (VJ: 0,19 €) gleichkommt.

### Bilanzielle Situation

Das Eigenkapital ging infolge des negativen operativen Ergebnisses auf 91,81 Mio. € zum 30.9.2009 zurück. Dies entspricht aber einer weiterhin komfortablen Eigenkapitalquote auf Konzernebene von 35,6 %. Bedingt durch das saisonal schwächere zweite Quartal reduzierten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen als auch die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen gegenüber dem Geschäftsjahresanfang um jeweils über 30 Mio. €. Das Net Working Capital verbesserte sich im Vergleich zum 31.3.2009 um über 20 Mio. € auf 1,29 Mio. €.

Die Nettoverschuldung ist trotz des hohen operativen Verluste nach unserer Einschätzung weiterhin als gering einzustufen und belief sich zum Ende des Halbjahres 2009/10 auf 9,43 Mio. €. Im Juli 2009 wurde die letzte Kaufpreiszahlung in Höhe von 10 Mio. € für die Übernahme der Comparex-Gruppe bezahlt. Zudem lagen die Investitionen bei rund 4 Mio. €.

## 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. 3,50 %.

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 1,41.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,3 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,54 %.

| <b>COST OF CAPITAL</b> | <b>In %</b> |
|------------------------|-------------|
| Eigenkapitalkosten     | 11,3        |
| Zielgewicht in %       | 90,0        |
| Fremdkapitalkosten     | 5,0         |
| Zielgewichtung in %    | 10,0        |
| Taxshield in %         | 22,5        |
| <b>WACC</b>            | <b>10,5</b> |

## 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                     | 2,0%  | ewige EBITA - Marge              | 1,4%  |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 18,8% | effektive Steuerquote im Endwert | 31,0% |
| Working Capital zu Umsatz        | -1,9% |                                  |       |

### dreistufiges DCF - Modell:

| Phase<br>in Mio. EUR                | estimate |                                  | consistency |          |          |          |          |              | final<br>Endwert |
|-------------------------------------|----------|----------------------------------|-------------|----------|----------|----------|----------|--------------|------------------|
|                                     | GJ 2010e | GJ 2011e                         | GJ 2012e    | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e     |                  |
| Umsatz (US)                         | 825,00   | 850,00                           | 892,50      | 937,13   | 983,98   | 1033,18  | 1084,84  | 1139,08      |                  |
| US Veränderung                      | -7,3%    | 3,0%                             | 5,0%        | 5,0%     | 5,0%     | 5,0%     | 5,0%     | 5,0%         | 2,0%             |
| US zu operativen Anlagevermögen     | 24,26    | 24,64                            | 26,25       | 27,56    | 28,69    | 29,95    | 31,26    | 32,73        |                  |
| EBITDA                              | -3,86    | 13,76                            | 17,85       | 18,74    | 19,68    | 20,66    | 21,70    | 22,78        |                  |
| EBITDA-Marge                        | -0,5%    | 1,6%                             | 2,0%        | 2,0%     | 2,0%     | 2,0%     | 2,0%     | 2,0%         |                  |
| EBITA                               | -10,66   | 7,26                             | 11,35       | 12,34    | 13,27    | 14,20    | 15,20    | 16,24        |                  |
| EBITA-Marge                         | -1,3%    | 0,9%                             | 1,3%        | 1,3%     | 1,3%     | 1,4%     | 1,4%     | 1,4%         | 1,4%             |
| Steuern auf EBITA                   | 3,31     | -2,25                            | -3,52       | -3,82    | -4,11    | -4,40    | -4,71    | -5,04        |                  |
| zu EBITA                            | 31,0%    | 31,0%                            | 31,0%       | 31,0%    | 31,0%    | 31,0%    | 31,0%    | 31,0%        | 31,0%            |
| EBI (NOPLAT)                        | -7,36    | 5,01                             | 7,83        | 8,51     | 9,16     | 9,80     | 10,49    | 11,21        |                  |
| Kapitalrendite                      | -56,3%   | 31,3%                            | 42,3%       | 49,4%    | 55,9%    | 62,0%    | 69,6%    | 78,4%        | 85,6%            |
| Working Capital (WC)                | -18,00   | -16,00                           | -16,78      | -17,62   | -18,50   | -19,42   | -20,39   | -21,41       |                  |
| WC zu Umsatz                        | -2,2%    | -1,9%                            | -1,9%       | -1,9%    | -1,9%    | -1,9%    | -1,9%    | -1,9%        |                  |
| Investitionen in WC                 | -3,17    | -2,00                            | 0,78        | 0,84     | 0,88     | 0,92     | 0,97     | 1,02         |                  |
| Operatives Anlagevermögen (OAV)     | 34,00    | 34,50                            | 34,00       | 34,00    | 34,30    | 34,50    | 34,70    | 34,80        |                  |
| AFA auf OAV                         | -6,80    | -6,50                            | -6,50       | -6,41    | -6,41    | -6,46    | -6,50    | -6,54        |                  |
| AFA zu OAV                          | 20,0%    | 18,8%                            | 18,8%       | 18,8%    | 18,8%    | 18,8%    | 18,8%    | 18,8%        |                  |
| Investitionen in OAV                | -6,57    | -7,00                            | -6,00       | -6,41    | -6,71    | -6,66    | -6,70    | -6,64        |                  |
| Investiertes Kapital                | 16,00    | 18,50                            | 17,22       | 16,38    | 15,80    | 15,08    | 14,31    | 13,39        |                  |
| EBITDA                              | -3,86    | 13,76                            | 17,85       | 18,74    | 19,68    | 20,66    | 21,70    | 22,78        |                  |
| Steuern auf EBITA                   | 3,31     | -2,25                            | -3,52       | -3,82    | -4,11    | -4,40    | -4,71    | -5,04        |                  |
| Investitionen gesamt                | -9,74    | -9,00                            | -5,22       | -5,57    | -5,82    | -5,74    | -5,73    | -5,62        |                  |
| Investitionen in OAV                | -6,57    | -7,00                            | -6,00       | -6,41    | -6,71    | -6,66    | -6,70    | -6,64        |                  |
| Investitionen in WC                 | -3,17    | -2,00                            | 0,78        | 0,84     | 0,88     | 0,92     | 0,97     | 1,02         |                  |
| Investitionen in Goodwill           | 0,00     | 0,00                             | 0,00        | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00         |                  |
| Freie Cashflows                     | -10,30   | 2,51                             | 9,11        | 9,35     | 9,74     | 10,52    | 11,26    | 12,13        | 131,13           |
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 106,77   | 115,51                           |             |          |          |          |          |              |                  |
| Barwert expliziter FCFs             | 41,74    | 43,63                            |             |          |          |          |          |              |                  |
| Barwert des Continuing Value        | 65,03    | 71,88                            |             |          |          |          |          |              |                  |
| Nettoschulden (Net debt)            | -14,63   | -15,17                           |             |          |          |          |          |              |                  |
| Barwert aller Optionsrechte         | 0,00     | 0,00                             |             |          |          |          |          |              |                  |
| Wert des Eigenkapitals              | 121,40   | 130,68                           |             |          |          |          |          |              |                  |
| Fremde Gewinnanteile                | -2,33    | -2,51                            |             |          |          |          |          |              |                  |
| Wert des Aktienkapitals             | 119,07   | 128,18                           |             |          |          |          |          |              |                  |
| Ausstehende Aktien in Mio.          | 8,342    | 8,342                            |             |          |          |          |          |              |                  |
| Fairer Wert der Aktie in EUR        | 14,27    | 15,37                            |             |          |          |          |          |              |                  |
|                                     |          | <b>Kapitalkostenermittlung :</b> |             |          |          |          |          |              |                  |
|                                     |          | risikolose Rendite               |             |          |          |          |          | 3,5%         |                  |
|                                     |          | Marktrisikoprämie                |             |          |          |          |          | 5,5%         |                  |
|                                     |          | Beta                             |             |          |          |          |          | 1,41         |                  |
|                                     |          | Eigenkapitalkosten               |             |          |          |          |          | 11,3%        |                  |
|                                     |          | Zielgewichtung                   |             |          |          |          |          | 90,0%        |                  |
|                                     |          | Fremdkapitalkosten               |             |          |          |          |          | 5,0%         |                  |
|                                     |          | Zielgewichtung                   |             |          |          |          |          | 10,0%        |                  |
|                                     |          | Taxshield                        |             |          |          |          |          | 22,5%        |                  |
|                                     |          | WACC                             |             |          |          |          |          | <b>10,5%</b> |                  |

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

| Kapitalrendite | WACC  |       |       |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 8,5%  | 9,0%  | 9,5%  | 10,0% | 10,5% | 11,0% | 11,5% | 12,0% | 12,5% |
| 77,6%          | 18,10 | 17,01 | 16,07 | 15,25 | 14,54 | 13,91 | 13,36 | 12,86 | 12,42 |
| 79,6%          | 18,40 | 17,28 | 16,32 | 15,48 | 14,75 | 14,10 | 13,53 | 13,02 | 12,57 |
| 81,6%          | 18,70 | 17,55 | 16,56 | 15,70 | 14,95 | 14,29 | 13,71 | 13,19 | 12,72 |
| 83,6%          | 19,00 | 17,82 | 16,81 | 15,93 | 15,16 | 14,48 | 13,88 | 13,35 | 12,87 |
| 85,6%          | 19,30 | 18,09 | 17,06 | 16,15 | 15,37 | 14,67 | 14,06 | 13,51 | 13,02 |
| 87,6%          | 19,60 | 18,37 | 17,30 | 16,38 | 15,57 | 14,86 | 14,23 | 13,67 | 13,17 |
| 89,6%          | 19,90 | 18,64 | 17,55 | 16,60 | 15,78 | 15,05 | 14,41 | 13,83 | 13,32 |
| 91,6%          | 20,20 | 18,91 | 17,79 | 16,83 | 15,98 | 15,24 | 14,58 | 13,99 | 13,47 |
| 93,6%          | 20,51 | 19,18 | 18,04 | 17,05 | 16,19 | 15,43 | 14,76 | 14,15 | 13,62 |

## Ausblick und Fazit

Das erste Halbjahr 2009/10 war maßgeblich geprägt durch die Neuausrichtung der Gesellschaft. Im Zuge der neuen Strategie will sich die Gesellschaft zukünftig auf die beiden neu definierten Kerngeschäftsfelder Software sowie Data Center fokussieren. Zudem wurde vom Vorstand die strategische Entscheidung getroffen, die beiden Bereiche Hardware-Handel sowie Technical Services mittelfristig nicht mehr fortzuführen. Insgesamt belasteten die eingeleiteten Maßnahmen in diesem Zusammenhang das operative Ergebnis, so dass außerordentliche Einmalaufwendungen von knapp 10 Mio. € anfielen. Das EBITDA lag folglich im ersten Halbjahr 2009/10 bei -12,50 Mio. € und damit deutlich unterhalb unserer Erwartungen.

Auf Jahresbasis gehen wir auf Konzernebene nun von einem Umsatzrückgang um 7,3 % auf dann 825,00 Mio. € (bisher: 900,00 Mio. €) aus. Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir ein gegenüber dem ersten Halbjahr 2009/10 deutlich verbessertes operatives Ergebnis bei PC-WARE. Das dritte Quartal ist traditionell gesehen, das umsatzseitig Stärkste bei PC-WARE. Exklusive der Einmalbelastungen hat der Vorstand für den 9-Monats-Zeitraum ein positives Ergebnis in Aussicht gestellt. Insgesamt rechnen wir für das Geschäftsjahr 2009/10 inklusive der Sonderbelastungen mit einem negativen EBITDA in Höhe von -3,86 Mio. € (bisher: 12,37 Mio. €). Weitere Restrukturierungskosten im zweiten Halbjahr haben wir in unseren Schätzungen berücksichtigt.

Die finanzielle Situation von PC-WARE ist auch nach den eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen und dem negativen operativen Ergebnis weiterhin als solide einzustufen. Bei einer geringen Nettoverschuldung von rund 9,4 Mio. € liegt die Eigenkapitalquote mit 35,6 % weiterhin auf einem komfortablen Niveau.

**Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie von PC-WARE ein neues Kursziel in Höhe von 15,37 € (bisher: 18,02 €) ermittelt. Der neue faire Wert ist vor dem Hintergrund der revidierten Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2009/10 sowie 2010/11 zu sehen. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses vergeben wir für die Aktie von PC-WARE daher das Rating Verkaufen.**



# 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)