



## Researchstudie (Anno)



**GJ 2009/10 durch Sondereffekte geprägt -  
In Q1 2010/11 wieder zurück auf Kurs -  
Barabfindung für Squeeze Out 22,66 € -  
Coverage eingestellt**

**Veröffentlichungsdatum: 8.10.2010**

**Fairer Wert: 17,59 €**

**Rating: Verkaufen**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 9

**PC-Ware AG \*5**

**Kursziel: 18,92**

aktueller Kurs: 19,80  
30.9.2010 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0006910904

WKN: 691090

Börsenkürzel: PCW

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,185

Marketcap<sup>3</sup>: 201,66  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 196,78  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 5,0 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.3

Designated Sponsor:  
CBS

**Analysten:**

Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

Manuel Hölzle  
[hoelzle@gbc-ag.de](mailto:hoelzle@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite V

**Unternehmensprofil**

Branche: IT

Fokus: Software-Lizenzierung, Systemhaus

Mitarbeiter: 1700 Stand: 31.3.2010

Gründung: 1990

Firmensitz: Leipzig

Vorstand: Dr. Klaus Elsbacher, Hansjörg Egger,  
Dr. Thomas Reich



PC-WARE zählt zu den führenden herstellerunabhängigen ICT-Dienstleistern in Europa. Im ersten Kerngeschäftsfeld Software ist PC-WARE einer der Marktführer in Europa. Das Unternehmen gehört zu den fünf Microsoft LARs (Large Account Reseller) für das gesamte EMEA-Gebiet. Darüber hinaus bietet PC-WARE ein breites Consulting-, Lösungs- und Servicespektrum im Software-Umfeld, angefangen von der Analyse und Konzeptionierung über Implementierung, 24x7 MultiVendor Helpdesk bis hin zu Learning Services. Fokusthemen des Unternehmens sind Virtualisierung, IT-Security, Systems Management, Kommunikation und Collaboration 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.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.3.2009	31.3.2010	31.3.2011e	31.3.2012e
Umsatz	890,32	832,73	860,00	886,00
EBITDA	18,16	23,44	17,89	20,57
EBIT	12,89	0,33	12,39	15,07
Jahresüberschuss	8,66	0,43	7,86	9,90

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,20	0,05	0,77	0,97
Dividende je Aktie	0,65	0,20	0,20	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,22	0,24	0,23	0,22
EV/EBITDA	10,84	8,39	11,00	9,57
EV/EBIT	15,26	596,30	15,88	13,06
KGV	23,29	473,39	25,66	20,38
KBV		1,87		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**  
30.11.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht

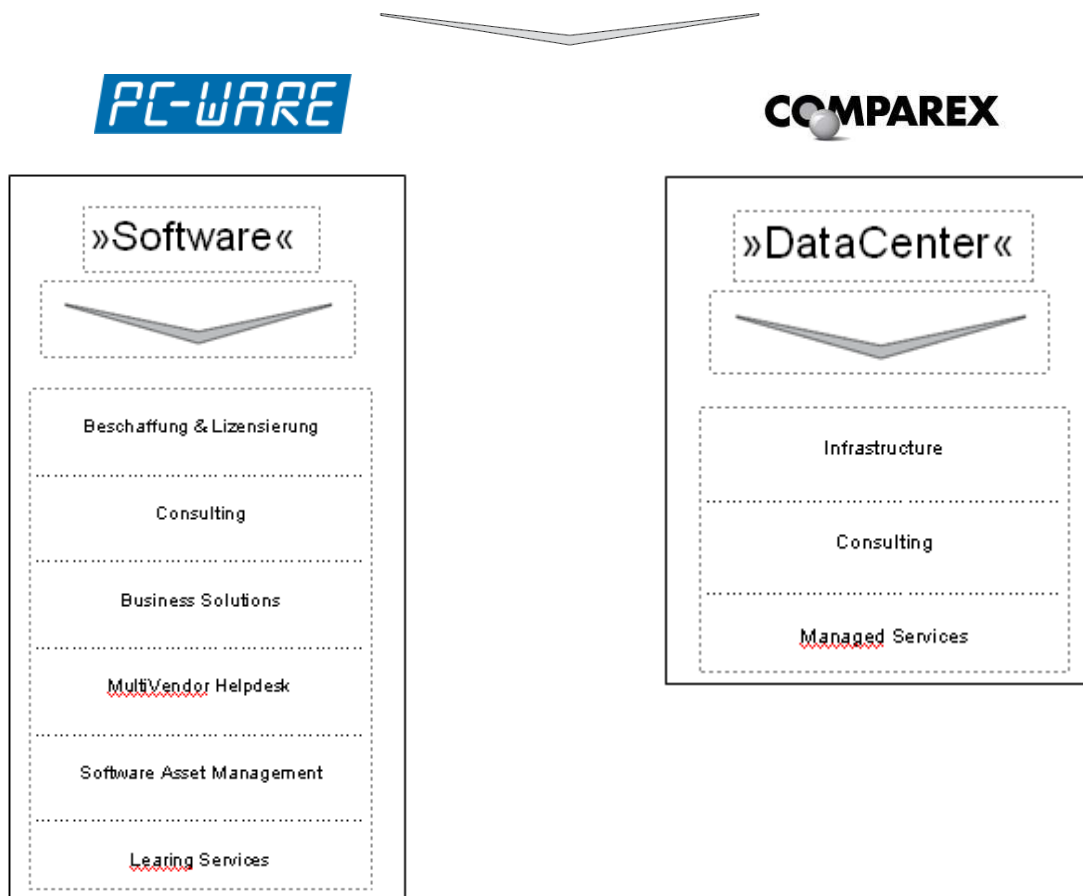
**\*\*letztes Research von GBC:**

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**  
26.3.2010: RS / 15,35 / VERKAUFEN  
10.12.2009: RS / Verkaufen  
21.9.2009: RS / Halten  
9.9.2010: RG / Kaufen

RS = Research Studie; RG = Research Guide;  
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Konzernstruktur

PC-Ware Information Technologie AG



Quelle: GBC, PC-Ware

## Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.6.2010
Raiffeisen Informatik	> 95 %
Streubesitz	< 5 %

Quelle: GBC, PC-Ware

Durch die Kapitalerhöhung im Juli 2010 hat sich der Streubesitz weiter verringert. Die Kapitalerhöhung erfolgte zu einem Preis von 19,50 € und führte zu einem Bruttoerlös von 35,9 Mio. €. Die Raiffeisen Informatik hält mittlerweile mehr als 95 % der Anteile an der PC-Ware. Für die Hauptversammlung, die voraussichtlich am 25. November 2010 stattfinden wird, hat die „PERUNI“ Holding GmbH einen „Squeeze-Out“ angekündigt. Im Rahmen des „Squeeze-Out“ hat die „PERUNI“ Holding GmbH (Meldung der PC-Ware per Ad-hoc vom 6.10.2010) eine Barabfindung in Höhe von 22,66 € festgelegt.

## Geschäftsentwicklung 2009/10 - Umsatzrückgang von 6,5 %; Gewinn rückläufig und von Sondereffekten geprägt

in Mio. €	2008/09	2009/10	2008/09 vs. 2009/10
Umsatz	890,3	832,7	-6,5 %
EBITDA	18,2	23,4	29,1 %
EBIT	12,9	0,3	-97,4 %
Periodenergebnis	8,9	0,4	-95,1 %
EPS in €	1,20	0,05	-95,8 %

Quelle: GBC, PC-Ware

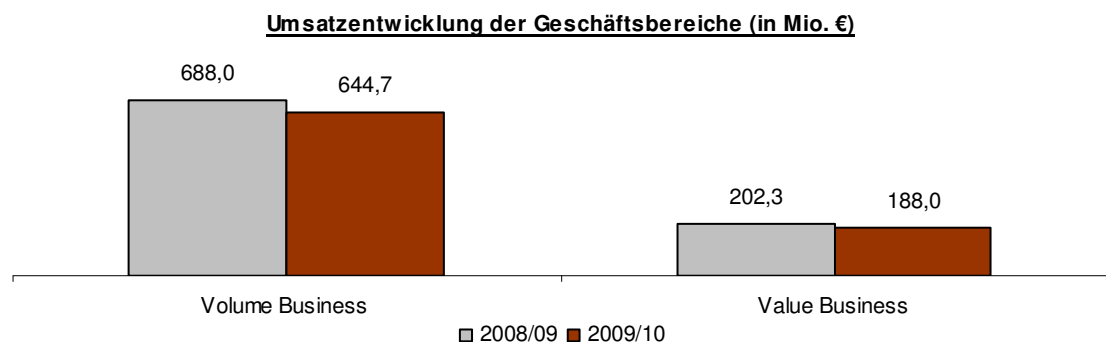
### Umsatzentwicklung - Umsatzrückgang in beiden Geschäftsbereichen

Die PC-WARE AG konnte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 nicht von dem schwierigen Marktumfeld in der IT-Branche entkoppeln und verzeichnete einen Umsatzrückgang auf Konzernebene. So lagen die Umsatzerlöse im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 mit 832,73 Mio. € um 6,5 % unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: 890,32 Mio. €).

Die beiden Geschäftsbereiche „**Volume Business**“ sowie „**Value Business**“ mussten dabei gleichermaßen einen Umsatzrückgang hinnehmen. Während sich die Umsatzerlöse im größeren Segment „Volume Business“ im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 auf 644,71 Mio. € (VJ: 687,97 Mio. €) reduzierten, ging der Umsatz im zweiten Geschäftsfeld „Value Business“ auf 188,02 Mio. € gegenüber 202,29 Mio. € im Vorjahr zurück.

Im Segment „Volume Business“ hat das Volumen der direkten Microsoft Enterprise Agreements (DEAs) weiter zugenommen, was sich negativ auf die Umsatzentwicklung ausgewirkt hat. Das Volumen lag bei 301,5 Mio. € nach 256,8 Mio. € im Vorjahr. Die rückläufige Entwicklung im Bereich „Value Business“ ist vor allem vor dem Hintergrund einer konjunkturell bedingten schwächeren Nachfrage auf Kundenseite zu verstehen. Aber auch die Aufgabe der beiden Bereiche Technical Services sowie dem Hardware-Handel in Deutschland hat zu einem Umsatzverlust von knapp 30 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 geführt.

Das nachstehende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung der beiden Geschäftsbereiche für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009/10.



Quelle: GBC, PC-Ware

## Ergebnisentwicklung - Durch Sondereffekte beeinflusst

Der Rohertrag ging im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 um 10,4 Mio. € auf 131,1 Mio. € (VJ: 141,5 Mio. €) zurück. Die Rohertragsmarge erhöhte sich allerdings leicht auf 15,7 % (VJ: 15,5 %). Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund geringerer aktivierter Eigenleistungen von knapp 3 Mio. € als positiv zu sehen. Verantwortlich für die gestiegene Rohertragsmarge ist unter anderem das erhöhte Volumen direkter Enterprise Agreements.

Ein deutlicher Anstieg war aber bei den Personalaufwendungen zu beobachten. Diese erhöhten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 um knapp 18 % auf 109,7 Mio. €. Der wesentliche Anteil des Anstiegs erklärt sich in diesem Zusammenhang durch die vorgenommenen Restrukturierungsmaßnahmen in Deutschland und Spanien. Zum Geschäftsjahresende 2009/10 belief sich die Mitarbeiteranzahl im Konzern auf 1.700 nach rund 1.800 im Vorjahr.

Die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhten sich gegenüber dem Vorjahr signifikant auf 43,08 Mio. € (VJ: 7,41 Mio. €). Dies resultiert im Wesentlichen aus positiven nicht liquiditätswirksamen Sondereffekten im Zusammenhang mit der Akquisition der Mass-ridge Holdings. Hierzu gehören die beiden Comparex Gesellschaften in Belgien und Luxemburg. Die akquisitionsbedingten Sondererträge beliefen sich auf über 36 Mio. €. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in 2009/10 stiegen um knapp 4 Mio. € auf 41,13 Mio. €. Auch hier waren einmalige Kosten für die Restrukturierung hauptverantwortlich für den Anstieg.

Die Gesellschaft erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 ein positives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) in Höhe von 23,44 Mio. € (VJ: 18,16 Mio. €). Unter Berücksichtigung von Abschreibungen von 23,11 Mio. € (VJ: 5,28 Mio. €) sowie einem leicht negativen Finanzergebnis von -0,09 Mio. € (VJ: -0,82 Mio. €) betrug das Vorsteuerergebnis 0,24 Mio. € (VJ: 12,07 Mio. €), was einem deutlichen Rückgang entspricht. Der Geschäfts- und Firmenwert reduzierte sich aufgrund von Wertberichtigungen um knapp 16 Mio. € auf 51,91 Mio. € zum 31.3.2010. Der Jahresüberschuss nach Minderheiten belief sich auf 0,43 Mio. € (VJ 8,66 Mio. €) was einem Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,05 € (VJ: 1,20 €) entspricht.

## Bilanzielle Situation

Das Eigenkapital verringerte sich im Vergleich zum Vorjahr um rund 5 Mio. € auf 107,60 Mio. € zum 31.03.2010. Dies ist im Wesentlichen auf die Dividendenzahlung von 5,39 Mio. € zurückzuführen. Damit belief sich die Eigenkapitalquote aber weiterhin auf solide 36,1 % per Ende März 2010. Durch eine erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung sind der Gesellschaft nach dem Bilanzstichtag 31.3.2010 zudem rund 35,9 Mio. € an liquiden Mitteln zugeflossen. Die Kapitalerhöhung erfolgte zu einem Bezugspreis von 19,50 €. Durch diesen Schritt hat sich die Bilanzqualität der Gesellschaft weiter verbessert.

Auf der Aktivseite der Bilanz stiegen die immateriellen Vermögensgegenstände infolge der Akquisition der Massridge Holdings um knapp 50 Mio. € auf 70,99 Mio. € an, während der Geschäfts- und Firmenwert aufgrund einer Wertberichtigung um rund 15,5 Mio. € auf 51,91 Mio. € zurückging. Das Net Working Capital des Konzerns belief sich zum 30.3.2010 auf – 21,68 Mio. €, was positiv einzuschätzen ist.

Die Nettoliquidität im Konzern ist mit 7,2 Mio. € ebenfalls weiterhin als positiv und komfortabel einzustufen. Im Juli 2009 wurde die letzte Kaufpreiszahlung von etwas mehr als 10 Mio. € für die Übernahme der Comparex-Gruppe bezahlt. Des Weiteren beliefen sich die Investitionen in das Anlagevermögen sowie die immateriellen Vermögenswerte in 2009/10 auf rund 5,55 Mio. € und lagen damit sehr deutlich unter den Abschreibungen von 23,11 Mio. €.

## Prognose - Rückkehr zu alter Profitabilität erwartet

In Mio. €	2010/11e (alt)	2010/11e (neu)	2011/12e (neu)
<b>Umsatz</b>	850,0	860,0	886,0
<b>EBITDA</b>	13,76	17,89	20,57
<b>EBITDA-Marge</b>	1,62 %	2,08 %	2,32 %
<b>EBIT</b>	7,26	12,39	15,07
<b>EBIT-Marge</b>	0,85 %	1,44 %	1,70 %
<b>Konzernergebnis</b>	4,81	7,86	9,90

Quelle: GBC

Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2010/11 konnten sowohl die Umsatzerlöse als auch das operative Ergebnis im Vergleich zum Vorjahr verbessert werden. Die Umsatzerlöse konnten demnach im ersten Quartal 2010/11 um 4,7 % auf 226,5 Mio. € gesteigert werden. Der Anstieg ist dabei vor allem auf neu gegründete Tochterunternehmen respektive Akquisitionen zurückzuführen. Hier sind unter anderem PC-Ware Ukraina, PC-Ware North Africa sowie Comparex Belgium und Comparex Luxembourg zu nennen. Der Trend hin zu direkten Microsoft Enterprise Agreements hat weiter angehalten, so dass das Volumen um knapp 34 % auf 160,8 Mio. € zulegte.

Im Gleichklang mit der Umsatzsteigerung entwickelte sich das EBITDA im ersten Quartal 2010/11 überdurchschnittlich positiv. Das EBITDA erhöhte sich im ersten Quartal 2010/11 um über 9 Mio. € auf nun 4,4 Mio. €. Sondereffekte haben das operative Ergebnis nicht beeinflusst. Die Gesellschaft profitierte insbesondere von gestiegenen Umsätzen in dem höhermargigen Bereich Data Center.

Für das Gesamtjahr 2010/11 rechnet der Vorstand mit einer deutlichen Verbesserung der Ergebnissituation. Durch die nunmehr abgeschlossene Neuausrichtung des Konzerns sowie der wieder anziehenden Nachfrage nach IT-Dienstleistungen will die Gesellschaft wieder an die Erfolge der Vergangenheit anknüpfen. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2010/11 einen moderaten Umsatzzuwachs auf Gruppenebene um 3,3 % auf dann 860,0 Mio. €. Weitere mögliche Akquisitionen haben wir in unseren Schätzungen nicht berücksichtigt. Nach der Kapitalerhöhung im Juli 2010 verfügt die Gesellschaft aber über den notwendigen finanziellen Freiraum, das organische Wachstum gegebenenfalls durch Akquisitionen zu flankieren.

Das EBITDA sehen wir für 2010/11 wieder deutlich verbessert bei 17,89 Mio. €, was einer EBITDA-Marge in Höhe von 2,08 % entspricht. Unsere Annahmen stützen sich dabei auf das erfreuliche erste Quartal 2010/11 sowie auf die züversichtlichen Aussagen des Managements. Des Weiteren unterstellen wir, dass weder positive noch negative Sondereffekte das operative Ergebnis in einem größeren Umfang beeinflussen werden.

Die Abschreibungen sollten sich nach unserer Einschätzung im laufenden Geschäftsjahr 2010/11 auf -5,50 Mio. € belaufen. Aufgrund der komfortablen finanziellen Situation sollte das Finanzergebnis mit -0,30 Mio. € in 2010/11 nur leicht negativ ausfallen. Unter Berücksichtigung einer Steuerquote auf Konzernebene von 35,0 % sollte der Jahresüberschuss bei 7,86 Mio. € liegen, was einem Ergebnis je Aktie von 0,77 € entspricht.

Damit erwarten wir nach dem Schwächejahr 2009/10 wieder ein Rückkehr in Richtung der Profitabilitätsniveaus der Vorjahre und haben unsere Schätzungen deutlich erhöht.

## DCF-Bewertung

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der PC-Ware AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln. Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwandt. Dieser beträgt derzeit ca. 3,0 % (bisher: 3,3 %). 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 1,46. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 11,0 %. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,30 % (bisher: 10,5 %).

### Modellannahmen

Die PC-Ware AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010/11 und 2011/12 in Phase 1, erfolgt in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz der Verstetigung von Werttreibern. Dabei rechnen wir mit einer nachhaltigen Steigerung beim Umsatz von 3,0 %. Die nachhaltige EBITDA-Marge beläuft sich in der Stetigkeitsphase auf 2,0 %. Die Steuerquote haben wir mit 32,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 % sowie eine Steuerquote von 32,0 %.

Im Rahmen unseres DCF-Modells rechnen wir mit einem Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung von 35,9 Mio. €. Hier erfolgte im Juli 2010 die Ausgabe von 1,842 Mio. neuen Aktien. Die nach der Kapitalmaßnahme insgesamt ausstehende Aktienanzahl hat sich dadurch auf 10,185 Mio. erhöht.

## Bewertungsfazit - Kursziel erhöht

**Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis 2011 einen neuen höheren fairen Wert für die Aktie der PC-Ware AG von 17,59 € (bisher: 15,35 €) ermittelt. Neben den erhöhten Schätzungen hat sich der leicht gesunkene WACC infolge der niedrigeren Zinsniveaus sowie der Roll-Over-Effekt auf das nächste Jahr positiv auf das Kursziel ausgewirkt.**



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

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

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	2,3%	ewige EBITA - Marge	1,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	15,9%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	-2,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency					final Endwert	
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e		GJ 2018e
Umsatz (US)	860,00	886,00	912,58	939,96	968,16	997,20	1027,12	1057,93	
US Veränderung	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	26,88	28,58	30,42	31,33	32,27	33,24	34,24	35,26	
EBITDA	17,89	20,57	21,17	21,81	22,46	23,14	23,83	24,54	
EBITDA-Marge	2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
EBITA	12,39	15,07	16,23	17,03	17,68	18,35	19,05	19,76	
EBITA-Marge	1,4%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
Steuern auf EBITA	-4,34	-4,97	-5,19	-5,45	-5,66	-5,87	-6,10	-6,32	
zu EBITA	35,0%	33,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	8,05	10,10	11,04	11,58	12,02	12,48	12,95	13,44	
Kapitalrendite	71,4%	101,0%	122,6%	161,1%	184,9%	215,3%	255,5%	310,9%	386,3%
Working Capital (WC)	-22,00	-22,00	-22,81	-23,50	-24,20	-24,93	-25,68	-26,45	
WC zu Umsatz	-2,6%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	
Investitionen in WC	0,33	0,00	0,81	0,68	0,70	0,73	0,75	0,77	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	32,00	31,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	
AFA auf OAV	-5,50	-5,50	-4,94	-4,78	-4,78	-4,78	-4,78	-4,78	
AFA zu OAV	17,2%	17,7%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	
Investitionen in OAV	-4,55	-4,50	-3,94	-4,78	-4,78	-4,78	-4,78	-4,78	
Investiertes Kapital	10,00	9,00	7,19	6,50	5,80	5,07	4,32	3,55	
EBITDA	17,89	20,57	21,17	21,81	22,46	23,14	23,83	24,54	
Steuern auf EBITA	-4,34	-4,97	-5,19	-5,45	-5,66	-5,87	-6,10	-6,32	
Investitionen gesamt	-4,22	-4,50	-3,13	-4,10	-4,08	-4,06	-4,03	-4,01	
Investitionen in OAV	-4,55	-4,50	-3,94	-4,78	-4,78	-4,78	-4,78	-4,78	
Investitionen in WC	0,33	0,00	0,81	0,68	0,70	0,73	0,75	0,77	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,33	11,10	12,85	12,26	12,73	13,21	13,70	14,21	164,46
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	144,01	147,74							
Barwert expliziter FCFs	61,21	56,42							
Barwert des Continuing Value	82,80	91,33							
Nettoschulden (Net debt)	-38,32	-49,11							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	182,32	196,86							
Fremde Gewinnanteile	-3,19	-3,44							
Wert des Aktienkapitals	179,13	193,41							
Ausstehende Aktien in Mio.	10,185	10,185							
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,59	18,99							

### 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%	
378,3%	21,38	20,15	19,10	18,20	17,42	16,73	16,13	15,59	15,11	
380,3%	21,44	20,21	19,16	18,25	17,46	16,77	16,16	15,62	15,15	
382,3%	21,51	20,27	19,21	18,30	17,50	16,81	16,20	15,66	15,18	
384,3%	21,57	20,32	19,26	18,34	17,55	16,85	16,23	15,69	15,21	
386,3%	21,63	20,38	19,31	18,39	17,59	16,89	16,27	15,72	15,24	
388,3%	21,70	20,44	19,36	18,44	17,63	16,93	16,31	15,76	15,27	
390,3%	21,76	20,49	19,41	18,48	17,67	16,96	16,34	15,79	15,30	
392,3%	21,82	20,55	19,46	18,53	17,71	17,00	16,38	15,82	15,33	
394,3%	21,89	20,61	19,52	18,57	17,76	17,04	16,41	15,85	15,36	

## Fazit

### Squeeze Out im November 2010 - Barabfindung von 22,66 €

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2009/10 stand im Zeichen der Restrukturierung und der Neuausrichtung der Gesellschaft. Im Rahmen der Neuausrichtung wurde der Fokus auf die beiden Kerngeschäftsfelder Software und Data-Center gerichtet. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009/10 musste die Gesellschaft einen Umsatzrückgang um 6,5 % auf 832,7 Mio. € verzeichnen. Das operative Ergebnis war stark geprägt durch verschiedene Sondereffekte. Während Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert sowie Restrukturierungskosten das Ergebnis belasteten, hatten akquisitionsbedingte Sondererträge eine positive Auswirkung auf das operative Ergebnis.

Durch die erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung im Juli sind die bilanziellen Verhältnisse der PC-Ware als sehr gesund zu bezeichnen. Im Rahmen der Kapitalmaßnahme flossen der Gesellschaft liquide Mittel in Höhe von 35,9 Mio. € zu. Damit verfügt PC-Ware über die notwendigen finanziellen Mittel, um das Wachstum auch über mögliche weitere Akquisitionen zu beschleunigen. Ein weiterer Effekt der Kapitalmaßnahme war, dass der Großaktionär nun mehr als 95 % der Aktien an PC-Ware hält.

Für die Hauptversammlung, die voraussichtlich am 25. November 2010 stattfinden wird, hat die „PERUNI“ Holding GmbH einen „Squeeze-Out“ angekündigt. Im Rahmen des „Squeeze-Out“ hat die „PERUNI“ Holding GmbH (Meldung der PC-Ware per Ad-hoc vom 6.10.2010) eine Barabfindung in Höhe von 22,66 € festgelegt.

Nachdem die Neuausrichtung der Gesellschaft gemäß Unternehmensangaben nunmehr abgeschlossen ist, konnte die Gesellschaft im ersten Quartal 2010/11 wieder auf die Erfolgsspur zurückfinden. So wurden beim Umsatz sowie beim operativen Ergebnis bereits deutliche Verbesserungen erzielt. Für das laufende Geschäftsjahr 2010/11 erwarten wir einen moderaten Umsatzanstieg um 3,3 % sowie ein deutlich verbessertes EBITDA in Höhe von 17,89 Mio. €

**Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis 2011 einen neuen höheren fairen Wert für die Aktie der PC-Ware AG von 17,59 € (bisher: 15,35 €) ermittelt. Der Aktienkurs notiert aktuell bei rund 23 €. Wir vergeben daher das Rating Verkaufen für die Aktie der PC-Ware AG.**

**Seit unserer Erstempfehlung (Initial Coverage) im Jahr 2005 bis heute lag die Performance (inklusive Dividenden) bei 88,5 %. Mit Veröffentlichung unserer Research Studie (Anno) stellen wir nun das Coverage für die Aktie der PC-Ware AG ein.**

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

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

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

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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)