GCI Management AG

Erfolgversprechendes Modell auch für schwierige Zeiten

interessante Depotbeimischung

Executive Summary

Innovative Kombination aus Unternehmensberatung und –beteiligung. Die seit dem Börsengang Ende Mai des vergangenen Jahres am Geregelten Markt notierte GCI Management AG ist derzeit das einzige „öffentliche“ weil börsennotierte Beratungsunternehmen in Deutschland und verfolgt einen sehr innovativen Ansatz in den abgedeckten Geschäftsfeldern.

Erfolgsbezogene Beratung – erfolgsabhängige Honorare. GCI arbeitet bei den von ihnen begleiteten Beratungsprojekten erfolgsabhängig orientiert: die zu erreichen Ziele werden mit den Kunden im Vorfeld festgelegt, die Honorare für die Beratung richten sich nach den tatsächlich erzielten Erfolgen. Damit ist GCI stärker Management-orientiert als andere Beratungsunternehmen und trägt eine deutlich höhere Ergebnisverantwortung. Die stark erfolgsbezogene Vergütung sorgt am Markt für eine sehr gute Akzeptanz – nicht zuletzt bei mittelständischen Unternehmen, die externen Beratern sonst eher reserviert gegenüberstehen.

Beteiligungsgeschäft im abgelaufenen Geschäftsjahr bereinigt. Infolge der deutlich eingetrübten Rahmenbedingungen für Wachstumsfinanzierungen hat die GCI Management AG ihr Beteiligungsportfolio konsequent bereinigt und dem geänderten Marktumfeld angepasst. Erfolgreich veräußert wurden die Beteiligungen an der Truck24 AG und der Medi-24 AG. Die Wertansätze für die BeautyNet AG sowie die ClinicNet AG wurden komplett wertberichtigt.

Frühzeitiger Einstieg in Markt für alternative Finanzierungsformen. Mit der 40prozentigen Beteiligung an der Berliner Windsor AG, die sich über Mezzanine-Finanzierungen als innovativer Eigenkapitalgeber für ausgewählte Projekte in der Wohnungswirtschaft engagiert, hat sich GCI frühzeitig einen Zugang zum vielversprechende Geschäftsfeld der alternativen Finanzierungsformen verschafft. Besonderes Potential hierfür dürfte sich aus den ab 2005 geltenden Anforderungen bei der Vergabe von Fremdmitteln ergeben, bekannt unter dem Begriff „Basel II“. Darüber hinaus hat GCI durch die nunmehr noch breitere Aufstellung die Risiken aus der Zyklik des Beratungsmarktes weiter vermindert.

Respektable Umsatz- und Ertragszahlen in rauem Branchenumfeld. Entgegen dem „Nullwachstum“ in der Beratungsbranche konnte die GCI Management AG die Erlöse im abgelaufenen Geschäftsjahr um 6,9 Prozent auf 8,94 Mio. Euro steigern. Noch erfreulicher fiel der Anstieg beim operativen Ergebnis mit plus 264 Prozent auf 1,73 Mio. Euro und einem Jahresüberschuss von 436 TEUR aus. Das Ergebnis je Aktie konnte auf 0,28 (Vj.: 0,19) Euro zulegen, die Eigenkapitalquote verbesserte sich auf komfortable 82,1 Prozent zum Bilanzstichtag.

GCI-Aktie mit attraktiver Bewertung. Vor dem Hintergrund der positiven Ergebnisse im schwierigen Umfeld des Jahres 2001, der konsequenten Bereinigung des Beteiligungsportfolios sowie der guten Positionierung ist die GCI-Aktie mit einem KGV von 14, bezogen auf das von Abschreibungen belastete Vorjahr, moderat bewertet. Im laufenden Jahr ist durch die erstmalige Konsolidierung der Windsor AG mit einer deutlichen Ergebnissteigerung zu rechnen. Setzt sich die Ertragsstärke bei der Windsor AG auch im zweiten Halbjahr fort, könnte sich für 2002 ein einstelliges KGV für die GCI-Aktie ergeben, was neben der Notiz unter dem Buchwert noch ein weiteres Argument für eine Investition liefern würde.

Kurs 20.08.2002:
3,85 Euro

WKN
585518

Symbol
GCI

Handelsplätze
Frankfurt, Düsseldorf, München, Berlin, Xetra, Stuttgart, Hannover

Segment
Geregelter Markt

Aktienzahl
1.550.000 Stück

Marktkapitalisierung
5,97 Mio. Euro

Aktionärsstruktur
32,5% Gründer im AR
16,3% Vorstand + Mitarb.
16,2% inaktive Gründer
35,0% Streubesitz

Herausgeber:
www.gsc-research.de

Autor:
Alexander Langhorst

Kontakt:
info@gsc-research.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary

Inhaltsverzeichnis

1.) Geschäftsmodell der GCI Management AG

Innovative Kombination aus Unternehmensberatung und Beteiligungsgesellschaft 3

Erfolgsbezogene Beratung – erfolgsabhängige Honorare 3

Beteiligungen profitieren von Know-How aus dem Beratungsgeschäft 4

Planbare laufende Erträge aus dem Kerngeschäft Consulting 4

Beteiligung an der TAP GmbH führt zu ständigem Zufluss neuer Aufträge 4

2.) Beteiligungsportfolio der GCI Management AG

Erfolgreiche Trade-Sales und konsequente Bereinigung des Portfolios eröffnen Potentiale für die Zukunft 5

Bis Break-Even durchfinanziert: BeautyNet AG 5

Noch rechtzeitig verkauft: Truck24 AG 5

Erfolgreicher Trade-Sale: Medi-24 Holding AG 6

Neue Beteiligung: Windsor AG 6

Exkurs: Funktionsweise von Mezzanine Finanzierungen 6

Basel II wirft seine Schatten weit voraus 7

3.) Finanzen und Aktie der GCI Management AG

Notiz unter Buchwert trotz letztjährigem Rekordergebnis und voraussichtlich niedrigem einstelligem KGV in 2002 8

Gewaltige Wertberichtigungen bei VC-Gesellschaften 8

GCI konnte sich dem negativen Umfeld respektabel entziehen 8

Geschäftsbereich Consulting bietet GCI eine solide Ertragsbasis 9

Bilanzstruktur ausgesprochen solide 9

Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr 9

Fazit 10

Quellenverzeichnis 12

Kontaktadresse 12

Haftungsausschluss 12

1.) Geschäftsmodell der GCI Management AG

Innovative Kombination aus Unternehmensberatung und Beteiligungsgesellschaft

Die 1990 als GCI Gesellschaft für Consulting und Implementierung mbH gegründete und im Jahr 2000 in eine AG umgewandelte, nun unter GCI Management AG firmierende Gesellschaft wird seit dem 29. Mai 2001 im Geregelten Markt der Bayerischen Börse gehandelt. Neben Beratungstätigkeiten für bereits etablierte Firmen erarbeitet GCI selbst neue Unternehmensideen und setzt diese mit eigenem Engagement in Neugründungen oder bestehenden Firmen, meist zusammen mit Partnern, in die Tat um.

Mit den derzeit über 30 Beratern in der Gruppe, die ihre Erfahrungen vor allem in etablierten Unternehmen gesammelt haben, verfügt die Gesellschaft über das notwendige Know-how und die erforderlichen Kontakte, neue Geschäftsideen in jungen, mittelständischen Unternehmen oder aber auch in Konzernsparten erfolgreich umzusetzen. Kompetenzfelder von GCI sind die Bereiche „Automotive", „Health Care", „Real Estate", „Turn-around" und seit dem vergangenen Jahr auch „Financial Services".

Neben der Zentrale in München ist die GCI Management AG mit Niederlassungen und Büros in Wien (Österreich), Zürich (Schweiz) sowie seit 2000 auch in Mailand (Italien) präsent. Wichtigste Funktion dieser Büros ist die Betreuung der regionalen Projekte, die einen engen persönlichen Kontakt mit den dortigen Kunden und Beteiligungen sicherstellen.

Erfolgsbezogene Beratung – erfolgsabhängige Honorare

Zu diesem Zweck ist die Gesellschaft in den beiden Aufgabengebieten Beratung und Beteiligung aktiv. Im Bereich der implementierungsorientierten Beratungs- und Managementdienstleistungen führt GCI verschiedenste Beratungsdienstleistungen durch. Kunden sind dabei vor allem mittelständische Unternehmen, aber auch Töchter oder Teilbereiche von großen Konzernen.

Im Gegensatz zu anderen Unternehmensberatern vereinbart GCI mit den Kunden zumeist erfolgsbezogene Honorare. Das bedeutet, das volle Honorar wird nur fällig, wenn die mit dem Kunden im Vorfeld vereinbarten Ziele – beispielsweise eine Reduktion der Kosten um 10 Prozent – auch tatsächlich erreicht werden. Der Kunde hat damit die Gewissheit, dass die Kosten einer Beratung sich durch realisierbare Vorschläge und dadurch erreichte wirtschaftliche Erfolge letztlich für ihn tatsächlich rechnen.

Aufgrund der hohen Akzeptanz dieses Vergütungsmodell auf der Kundenseite wurde der gewählte Ansatz in den vergangenen Monaten weiter konsequent ausgebaut. Nach einer anfänglichen Aufteilung zwischen fixen und variablen Honorarbestandteilen von 50:50 hat sich das Verhältnis bei den von GCI betreuten Mandaten auf 30:70 verändert. Die Vergütung des Honorars erfolgt entweder in Form von Cash oder gegebenenfalls auch in Form von Unternehmensanteilen.

Bei der dargestellten Vergütungsform hat die GCI Management AG eine Vorreiterrolle inne, die von anderen zunehmend aufgegriffen wird. Inzwischen bieten auch andere Beratungshäuser stärker erfolgsbezogene Beratungstarife an. In der von GCI schwerpunktmäßig adressierten Zielgruppe einzelner Konzerneinheiten und mittelständischen Unternehmen ist zumeist eine deutliche Zurückhaltung bei der Mandatierung externer Berater festzustellen. Die erfolgsbezogene Vergütung, die sich nach der Erreichung im Vorfeld festgelegter unternehmerischen Ziele richtet, wirkt sich positiv bei der Akquise neuer Mandate aus.

Beteiligungen profitieren von Know-how aus dem Beratungsgeschäft

Im Geschäftsbereich „Unternehmensgründungen und Start-up Management mit Eigenbeteiligung“ investiert die GCI Management AG zumeist in einer sehr frühen Phase in innovative Firmen. Parallel wirkt GCI in der Regel über die Entsendung eines Partners auch im Management der Beteiligung an deren Entwicklung mit und stellt so eine kompetente Betreuung des Portfoliounternehmens sicher.

In vielen Fällen beteiligt sich der für das Projekt verantwortliche Mitarbeiter von GCI, sofern keine Interessenskollisionen vorliegen, auch mit eigenem Kapital an dem jungen Unternehmen. Bei der Beteiligung der Mitarbeiter an den Portfoliounternehmen legt GCI Wert darauf, dass die Beteiligung über wirkliches Eigenkapital des betreffenden Mitarbeiters erfolgt und diese nicht fremdfinanziert ist.

Planbare laufende Erträge im Kerngeschäft Consulting

GCI strebt im Geschäftsbereich Consulting unter Berücksichtigung des möglichen Wechsels von Managern bzw. Projektleitern zu Portfolio-Unternehmen ein Wachstum von jeweils etwa 10 Prozent über der Branchenentwicklung an. Mit dieser Annahme bewegt sich die Planung im Rahmen der in der Vergangenheit vom Unternehmen erreichten Zuwachsraten.

Die Abweichung im Jahr 2001 resultiert im Wesentlichen aus der Ausweitung des Personalbestandes, der zu einem verzögerten Ergebnisbeitrag der neuen Mitarbeiter führte. Wir gehen davon aus, dass GCI in 2002 trotz rückläufigem Markt im Beratungsgeschäft zumindest auf ähnlichem Niveau wie im Vorjahr agieren wird. Referenzkunden wie Siemens, Deutsche Bank, ADAC oder Deutsche Bahn liefern gegenüber Kunden gute Argumente für Aufträge.

Beteiligung an der TAP GmbH führt zu ständigem Zufluss neuer Aufträge

Gemeinsam mit Hauck & Aufhäuser sowie der TAC Turn Around Consulting GmbH und ihrem Hauptgesellschafter Dr. Wieselhuber wurde im Herbst 2000 die Turn-Around-Partners GmbH & Co. KGaA gegründet. Die GCI Management ist an der als Komplementärin fungierenden TAP Management GmbH mit 42,6 % beteiligt und erhält als Vergütung die Hälfte der Management-Fee für die Verwaltung der KGaA, die in etwa mit einem Fonds zu vergleichen ist, sowie einen Anteil an der erzielten Wertsteigerung des Portfolios.

Die TAP GmbH & Co. KGaA investiert schwerpunktmäßig in sanierungs- oder restrukturierungsbedürftige Unternehmen. Dabei sind vor allem mittelständische Firmen in Krisensituationen im Focus der Gesellschaft. Als Investitionskriterien sind bei den potentiellen Zielunternehmen entwicklungsfähige Kernkompetenzen oder techno-logisches Know-how bei einem Jahresumsatz zwischen 20 und 50 Millionen Euro gefordert.

Der Anlagefokus konzentriert sich auf Firmen der sogenannten „Old Economy“, und dabei vornehmlich auf Unternehmen aus dem produzierenden Gewerbe. Mögliche Kandidaten für ein Engagement der TAP GmbH & Co. KGaA sind Konzerntöchter, die nicht mehr in die Strategie der Konzernmutter passen, oder aber die ständig steigende Zahl an Unternehmen mit Nachfolgeregelungs-Problemen.

Neben den laufenden Zuflüssen aus der Management-Fee und der darüber hinaus erzielbaren erfolgsabhängigen Komponente kann sich GCI Management durch die Beteiligung an der Komplementärin während der 8 bis 10jährigen Laufzeit einen steten Zustrom an Aufträgen für den Consulting-Bereich sichern. Weitere ähnliche Projekte befinden sich bereits in Planung; die Umsetzung soll im ersten Halbjahr 2003 abgeschlossen werden.

2.) Beteiligungsportfolio der GCI Management AG

Erfolgreiche Trade-Sales und konsequente Bereinigung des Portfolios eröffnen Potential für die Zukunft

Der Beteiligungsbereich der Gesellschaft wurde im vergangenen Jahr konsolidiert und eine Reihe erfolgreicher Trade-Sales abgewickelt. Wenngleich die Rahmenbedingungen im Private Equity Bereich derzeit nicht gerade als optimal zu bezeichnen sind, plant die GCI Management auch in der Zukunft weitere Investitionen in aussichtsreiche Beteiligungen.

Wichtigste Vorraussetzung für Investitionsentscheidungen ist wie in der Vergangenheit praktiziert die plausible Perspektive eines Geschäftsmodells, künftig langfristig und nachhaltig Gewinne erwirtschaften zu können. Einen speziellen Branchenfokus hat GCI nicht, konzentriert sich aber auf Bereiche, in denen man dank des Beratungsgeschäfts über entsprechendes Know-how verfügt.

In der Folge soll ein kurzer Überblick über die wichtigsten Beteiligungen im Portfolio der GCI und die wesentlichen Veränderungen in den vergangenen Monaten gegeben werden.

Bis Break-Even durchfinanziert: BeautyNet AG (GCI-Anteil 3,15%)

Die Münchner BeautyNet AG vertreibt hochwertige Produkte rund um Beauty und Wellness über das Internet (www.beautynet.de) mit einer breiten Produktpalette und kostenloser persönlicher Beratung durch ausgebildete Kosmetikerinnen. Redaktionelle Angebote speziell für Frauen, Umfragen und Tipps führen zu langer Verweildauer und regelmäßigem Wiederkommen. Hauptzielgruppe sind berufstätige Frauen, die auch im zunehmenden Maße online sind.

Die GCI hat bislang an allen Kapitalrunden der BeautyNet AG teilgenommen, zuletzt durch Wandlung eines Darlehens in Eigenkapital. Die gegenüber Ende 2001 gesunkene Beteiligungsquote erklärt sich durch die Verwässerung bei den letzten Kapitalmaßnahmen. Nach derzeitigem Stand der Erkenntnis und den vorliegenden Planungen soll mit dem vorhandenen Kapital Ende 2003 der Break-Even erreicht werden. Der Umsatz lag in 2001 bei 1,7 Mio. Euro, für das laufende Jahr sind 2,8 Mio. Euro geplant.

Da die Finanzierung zum Zeitpunkt der Erstellung des Jahresabschlusses noch nicht abgeschlossen war, hatte GCI die Beteiligung in 2001 vorsichtshalber wertberichtigt, so dass hier bei einem erfolgreichen Trade Sale möglicherweise stille Reserven gehoben werden können.

Noch rechtzeitig verkauft: Truck24 AG (früherer GCI-Anteil 10%)

Ein gutes Gespür hat die GCI Management beim Verkauf der Beteiligung an der Truck24 AG bewiesen. Diese Gesellschaft entwickelte und vermarktete Internet- und GSM-basierte Systeme für die Transportwirtschaft. Darüber hinaus wurden auch M-Commerce-Inhalte und Unterhaltungsprogramme für den Fahrer angeboten. Das Serviceangebot der Gesellschaft gliederte sich in die vier Module Kommunikation, Truck-Management (GPS-Ortung, Navigation, Verkehrsinformation und Logbuch), Logistik (Paletten-Clearing, Elektronischer Lieferschein, Laderaum-Börse) und privater M-Commerce (Bankgeschäfte, Unterhaltung).

Am 3. Juli 2001 konnte die GCI per ad-hoc Mitteilung vermelden, die Beteiligung an der Truck24 AG zu einem Preis von 1,75 Millionen Euro an eine private Investorengruppe veräußert zu haben. Wie richtig diese Entscheidung war, zeigte

sich bereits wenige Tage später: am 6. Juli 2001 musste die Truck 24 AG Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens stellen. Durch den noch rechtzeitigen Verkauf der Beteiligung konnte nicht nur ein Verlust vermieden werden, sondern sogar noch ein kleiner Gewinn verbucht werden.

Erfolgreicher Trade Sale: Medi-24 Holding AG (früherer GCI-Anteil 19,93%)

Ein weiteres Beispiel für einen gelungenen Exit im schwierigen Marktumfeld des vergangenen Jahres ist die erfolgreiche Veräußerung der medi-24 Holding AG. In dieser Gesellschaft sind zwei hundertprozentige Tochtergesellschaften gebündelt, die medi-24 AG, Bern, und die medi-24 GmbH, Berlin.

Die Unternehmensgruppe betreibt als „Demand Manager" Call-Center als Dienstleister für Krankenversicherungen. Versicherte Privatpatienten erhalten auf telefonische Anfrage kostenlos Hilfe und Handlungsempfehlungen zu medizinischen Fragen durch qualifiziertes Personal. Diese Dienstleistung dient Krankenversicherungen als Mittel zur Kundenbindung, und – noch wichtiger – zur Kostenreduktion mit dem Ziel, den Versicherten einen optimalen Bezug medizinischer Leistungen zu sichern.

Am 14. Januar 2002 konnte GCI die erfolgreiche Veräußerung an die zur Credit Suisse Group gehörende Winterthur Versicherung vermelden. Der erzielte Veräußerungsgewinn betrug 820 TEUR und führte zu einem Return on Investment bei dieser Beteiligung im hohen zweistelligen Prozentbereich.

Neue Beteiligung: Windsor AG (GCI-Anteil: 40%)

Rückwirkend zum 1. Februar 2002 hat sich GCI an der Windsor AG, Berlin, mit 40 Prozent beteiligt; die übrigen Anteile werden zu 40 Prozent von einer Berliner Immobiliengesellschaft und zu 20 Prozent von einer Rechtsanwalts- und Steuerberatersozietät aus München gehalten.

Die Windsor AG ist im Immobilienbereich tätig und wird sich künftig als innovativer Eigenkapitalgeber in der Wohnungswirtschaft für ausgewählte Bauprojekte engagieren. Dabei soll die Windsor AG Mezzanine-Finanzierungen für Bauprojekte mit Fokus auf Wohnimmobilien zur Verfügung stellen.

Windsor vereinigt das Know-how zu innovativen Finanzierungslösungen, Private Equity und der Immobilienbranche unter einem Dach. Mit einem Kooperationsnetzwerk von ausgewählten Hypothekenbanken und Finanzdienstleistern deckt die Windsor AG auch die anderen wichtigen Seiten für Immobilienprojekte ab. Neben der Mezzanine-Finanzierung wird Windsor auch Beteiligungen an erfolgreichen Unternehmen im Immobiliensektor eingehen.

Mit einem Investitionsvolumen von 5 Mio. Euro stellt Windsor die mit Abstand wichtigste Beteiligung der GCI dar. Entsprechend wichtig für die GCI-Aktionäre ist daher die künftige wirtschaftliche Entwicklung dieses Engagements. Zum 30.06.2002 verfügt die Windsor AG über ein Eigenkapital von 7,364 Mio. Euro; eine weitere kleine Kapitalmaßnahme ist noch im laufenden Jahr angedacht.

Dabei konnte Windsor einen guten Start hinlegen: im ersten Halbjahr erzielte das Unternehmen einen Gewinn von 2,2 Mio. Euro und damit deutlich mehr, als die GCI Management AG im gesamten Jahr 2001 erwirtschaften konnte. Das Ergebnis der Windsor AG kann gemäß IAS-Bilanzierungsregeln konsolidiert werden, da GCI das komplette Management stellt und die Gesellschaft somit beherrscht.

Exkurs: Funktionsweise von Mezzanine-Finanzierungen

Bei Mezzanine-Finanzierungen handelt es sich um eine Zwischenform von echtem Eigenkapital und Fremdkapital. Diese Form der Finanzierung bietet sich vor allem dann an, wenn eine Direktbeteiligung aus verschiedensten Gründen nicht möglich ist, auf der anderen Seite jedoch die Eigenmittelausstattung – z.B. infolge starken Unternehmenswachstums – keine weitere Belastung mit Fremdkapital mehr zulässt.

Mezzanine-Finanzierungen werden zumeist in Form von Stillen Beteiligungen oder Genusskapital vergeben. Dabei handelt es sich um eine verzinsliche Kapitalüberlassung auf Zeit, die dem Finanzierer jedoch im Unterschied zu einer Fremdmittelfinanzierung klassischer Art verschiedene Informations- und Kontrollrechte einräumt. Der wesentliche Unterschied zum herkömmlichen Kredit ist die eigenkapitalähnliche Qualität, die durch die Nachrangigkeit gegenüber anderen Gläubigern, eine gewinnabhängige Vergütungskomponente sowie den Verzicht auf Sicherheiten erreicht wird.

Die Konditionen für diese Finanzierungsform können individuell auf die jeweilige Situation zugeschnitten und zwischen den Vertragsparteien ausgehandelt werden. Angesichts des erhöhten Risikoprofils dieser Finanzierungsform liegen die Konditionen zumeist über den Zinssätzen einer Fremdfinanzierung vergleichbaren Volumens. Häufig werden die Mezzanine-Varianten mit einer Beteiligung am Wertzuwachs, einem sogenannten „Equity Kicker“, kombiniert, um auf diese Weise die laufenden Finanzierungskosten zu senken.

Basel II wirft seine Schatten weit voraus

Besonderes Potential für diese Form der Finanzierung erwartet GCI aus den Anforderungen aus den ab 2005 in Kraft tretenden Eigenkapitalanforderungen nach Basel II, die neben der Bankenbranche auch an die traditionell mit einem hohen Fremdkapitalanteil arbeitenden Immobilienbesitzgesellschaften erheblich schärfere Anforderungen stellen wird.

Schon heute ist zu beobachten, dass viele Banken bereits heute im Vorgriff auf die Regelungen nach Basel II mit Hilfe von internen Ratings versuchen, Risiken aus klassischen Krediten systematisch zu reduzieren. Da viele Banken aufgrund gesetzlicher sowie hausinterner Beschränkungen bei Krediten nur begrenzte Kontroll- und Informationsmöglichkeiten haben und stille Beteiligungen oder Ähnliches nicht eingehen dürfen, geht die Tendenz zunehmend hin zu einer weitestmöglichen Vermeidung von Risiken.

Die Initiative von GCI, mit der Beteiligung an der Windsor AG künftig vom hier entstehenden enormen Bedarf im Markt zu partizipieren, zeugt einerseits von Weitsicht, sich hier frühzeitig zu positionieren und damit Marktanteile zu sichern, andererseits eröffnet sie bereits kurzfristige Ertragspotentiale, von denen GCI sowohl direkt (durch Ergebnisbeiträge) als auch indirekt (durch zusätzliche Mandate) profitieren wird.

3.) Finanzen und Aktie der GCI Management AG

Notiz unter Buchwert trotz letztjährigem Rekordergebnis und voraussichtlich niedrigem einstelligem KGV in 2002

Die seit dem 29. Mai 2001 im geregelten Markt notierte GCI Management AG ist aufgrund der Kombination der beiden Geschäftsfelder Consulting und Beteiligungen nur schwer mit anderen börsennotierten Unternehmen vergleichbar. Dennoch musste die Aktie aufgrund der Zuordnung zur „Peer Group" der börsennotierten VC-Gesellschaften ebenfalls einen deutlichen Kursrückgang um fast 70 Prozent von 13 auf aktuell 4 Euro hinnehmen, konnte sich damit aber deutlich von der katastrophalen Entwicklung der vermeintlichen „Peer Group" abheben.



Gewaltige Wertberichtigungen bei VC-Gesellschaften

Sprachen wir in der Studie vor einem Jahr bereits von erhebliche Unsicherheiten bei den Prognosen der börsennotierten VC- und Beteiligungsgesellschaften, so wurden vermutlich selbst die pessimistischsten Erwartungen übertroffen. In Folge des Crashs im IT- und Telekommunikationssektor und dem nach den Ereignissen des 11. September 2001 völlig verschlossenen Exit-Kanal Börse mussten alle VC-Gesellschaften erhebliche Abschreibungen vornehmen; zahlreiche Beteiligungen rutschten mangels Kapitalnachschub gar in die Insolvenz ab.

Beispielhaft für diese schon als desaströs zu bezeichnende Entwicklung ist die erhebliche Schieflage der im MDAX notierten **Gold-Zack AG** und ihrer zwischenzeitlich insolventen Tochtergesellschaft **Gontard & Metallbank AG**. Auch anderen Wettbewerbern wie **Knorr Capital**, **TFG** oder **bmp** geht es nicht viel besser. Bei allen genannten Gesellschaften mussten die Anleger aufgrund tiefroter Zahlen massive Kursrückgänge von 90 Prozent und mehr hinnehmen.

GCI konnte sich dem negativen Umfeld respektabel entziehen

In diesem sehr schwierigen Umfeld konnte sich die GCI Management AG mit ihrem Beteiligungsportfolio achtbar schlagen. Neben dem rechtzeitigen und sogar noch profitablen Verkauf der später insolventen Truck24 AG konnten weitere erfolgreiche Trade-Sales wie der Verkauf der Medi-24 Holding AG abgeschlossen werden.

Die Risiken aus den noch bestehenden Beteiligungen sind nach umfassenden Wertberichtigungen von insgesamt 846 TEUR deutlich reduziert worden und von untergeordneter Bedeutung für die weitere Entwicklung: insgesamt standen per 31.12.2001 lediglich 194 TEUR als Finanzanlagen in den Büchern.

Nichts desto trotz können aus der erfolgreichen Veräußerung der ein oder anderen Beteiligung noch positive Ergebnisbeiträge ergeben. Eine seriöse Prognose möglicher Erträge aus dem Beteiligungsbereich ist nicht zuletzt angesichts der schwierigen Rahmenbedingungen jedoch derzeit praktisch unmöglich.

Geschäftsbereich Consulting bietet GCI eine solide Ertragsbasis

Angesichts der oben geschilderten Rahmenbedingungen ist es ausgesprochen positiv zu werten, dass die Gesellschaft im Gegensatz zu anderen börsennotierten Gesellschaften noch über das sichere Standbein der Unternehmensberatung verfügt. Dank der über 10jährigen Erfahrung verfügt GCI über die nötige Anerkennung in der Branche und ein gutes Standing im Markt, welches sich anhand von Referenzkunden wie Siemens, ADAC, die Deutsche Bank, Langnese und Rheinmetall belegen lässt.

Aus diesem Bereich resultierende, laufende und im Vergleich zum Beteiligungsgeschäft vergleichsweise gut planbare Erträge. Im Jahr 2001 konnten 6,453 Mio. Euro umgesetzt werden. Aktuelle Mandate, die von GCI betreut werden, bestehen unter anderem bei Siemens, Plattenhardt, Mannesmann Plastic Machines, Jordan National Bank, HP Zenker und Draiswerke Mannheim.

Bilanzstruktur ausgesprochen solide

Die beschriebene strategische Ausrichtung der GCI Management AG mit dem erfolgsbezogenen Vergütungsmodell hat der Gesellschaft auch im schwierigen Umfeld des vergangenen Geschäftsjahres eine Ausweitung von Umsatz- und Gewinn ermöglicht.

Während die Beratungsbranche das vergangene Geschäftsjahr insgesamt mit stagnierenden Umsätzen abschloss, konnte GCI den Umsatz um 6,9 Prozent auf 8,94 Mio. Euro steigern. Das operative Ergebnis legte dabei um 264 Prozent auf 1,73 Mio. Euro zu, das Ergebnis vor Steuern stieg auf 618 TEUR (+28,8 Prozent) und der Jahresüberschuss auf 436 TEUR. Das Ergebnis je Aktie legte von 0,19 Euro in 2000 im abgelaufenen Geschäftsjahr auf 0,28 Euro zu.

Auf der Passivseite der Bilanz erhöhte sich das Eigenkapital bedingt durch den im letzten Jahr durchgeführten Börsengang von 819 TEUR per Ende 2000 auf knapp 8,1 Mio. Euro, die Bilanzsumme erhöhte sich von 3,92 auf 9,84 Mio. Euro zum 31. Dezember 2001. Die Eigenkapitalquote lag bei komfortablen 82,1 Prozent nach 20,9 Prozent zum Ende des Jahres 2000.

Bei den Aktiva auffällig ist einerseits der ebenfalls IPO-bedingte starke Anstieg der liquiden Mittel auf 3,0 (Vj.: 0,66) Mio. Euro sowie der von 1,25 auf 4,35 Mio. Euro erhöhte Forderungsbestand, der stichtagsbedingt durch eine große Summe (3 Mio. Euro) aus einem Consulting-for-Equity-Mandat entstand, welche der GCI inzwischen zugeflossen ist.

Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr

Das in den letzten Jahren stets mit konstant überdurchschnittlichen Zuwächsen gewachsene Beratungsgeschäft ist vor dem Hintergrund der konjunkturellen Entwicklung und der schwachen Finanzmärkte in 2002 erstmals massiv unter Druck geraten; selbst große Player bauen drastisch Stellen ab. So gab beispielsweise Anderson Consulting erst vor kurzem bekannt, die Hälfte der rund 1.400 Berater in Deutschland entlassen zu wollen. Die Reduzierung der Ressourcen betrifft jedoch keineswegs nur einzelne Unternehmen, sondern zieht sich quer durch die gesamte Branche.

GCI kann sich dieser Branchenentwicklung ebenfalls nicht vollständig entziehen, hat jedoch proaktiv bereits im vergangenen Jahr einen kompletten Performance-Review vollzogen. Dabei wurden die Beratungskapazitäten den aktuellen Marktgegebenheiten angepasst, wobei dies insbesondere anhand einer Überprüfung der Rentabilität aller Mitarbeiter und Standorte erfolgte. Oberstes Ziel dabei ist es, im aktuell schwierigen Marktumfeld zunächst ein ausgeglichenes Ergebnis zu erreichen; nach Aussage des Unternehmens lag das erste Halbjahr mit einem leichten Minus im Rahmen der Erwartungen.

Aufgrund des zu regelmäßigen „Deal flows" aus der Zusammenarbeit mit der Turn-around-Partners GmbH & Co. KGaA und der Windsor AG, der langjährigen Erfahrung der GCI, einhergehend mit ausgezeichneten Referenzen sowie dem für Kunden gerade im aktuellen Marktumfeld ausgesprochen attraktiven Modell einer erfolgsbezogenen Vergütung gehen wir davon aus, dass GCI trotz des rückläufigen Marktes im Beratungsgeschäft im Gesamtjahr 2002 auf ähnlichem Niveau wie im Vorjahr agieren und ein ausgeglichenes Ergebnis erreichen wird.

Das Beratungsgeschäft soll in den kommenden Monaten weiter forciert werden, die internationale Ausdehnung soll dabei – sofern sinnvoll – durch Gründungen oder Übernahmen weiter voran getrieben werden, wobei GCI aufgrund der soliden Finanzierung von der Konsolidierung des Marktes profitieren könnte. Weitere strategische Zielsetzung ist die konsequente Weiterentwicklung der Position der GCI Management AG im Private Equity Bereich.

Angestrebt wird, wie bereits bei der TAP geschehen, eine langfristige Management- und Co-Investoren-Rolle bei Private Equity Beteiligungsprogrammen und Fonds. Im Beteiligungsbereich will GCI weiterhin aktiv die Gründung von Unternehmen unterstützen. Positive Potentiale sollen sich hier neben der Möglichkeit zur steuerfreier Beteiligungsveräußerung aus den derzeit günstigen Firmenbewertungen ergeben.

Fazit

Mit der Aktie der GCI Management AG hat der Anleger im vergangenen Krisenjahr der Beteiligungs- und Beratungsbranche eine im Vergleich zur Branche gute Investitionsentscheidung getroffen. Zwar konnte sich der Kursverlauf dem ausgesprochen schwachen Markt- und Branchenumfeld nicht entziehen, dennoch ist der Rückgang von 13 Euro auf aktuell 4 Euro vergleichsweise moderat ausgefallen. Wesentlich beigetragen hat hierzu die unseres Erachtens falsche Zuordnung in die Peer Group „VC-Gesellschaften", die manche Marktteilnehmer bei oberflächlicher Betrachtung der Gesellschaft vornehmen.

Positiv ausgewirkt haben sich die sorgfältige Auswahl der eingegangenen Beteiligungen, schnelles und entschlossenes Handeln wie bei der Veräußerung der Truck24 Beteiligung und ein insgesamt sehr aktives Portfoliomanagement mit erfolgreichen Trade-Sales auch in einem sehr negativen Umfeld. Durch die von GCI verfolgte Strategie, sich statt hoher Investitionen eher über „Sweat Capital" an Unternehmen zu beteiligen, konnte trotz konservativer Bilanzierung und den resultierenden Wertberichtigungen im Portfolio für 2001 das beste Ergebnis der Firmengeschichte erzielt werden.

Interessant für den Investor ist neben aussichtsreichen Beteiligungen im Portfolio der innovative Ansatz der Kombination von Beratung und Beteiligung. Zugrunde liegende Idee ist die strikte Ausrichtung auf den Erfolg der eigenen Tätigkeit, was sich in Form einer erfolgsbezogenen Vergütung bei Beratungskunden einerseits und dem direkten, persönlichen Engagement des jeweiligen GCI-Managers in betreuten Beteiligungen ausdrückt. Die Risiken im Beteiligungsportfolio der GCI sind aufgrund der vorsichtigen Bilanzierung und der weitgehenden Abschreibung minimal, hingegen besteht Upside-Potential im Fall eines erfolgreichen Exits.

Im laufenden Geschäftsjahr 2002 wird sich durch die erstmalige Konsolidierung der Windsor AG voraussichtlich ein kräftiger Ergebnis-Sprung ergeben, durch den GCI ertragsmäßig in eine andere Größe aufsteigen kann. Zudem ist die GCI Management AG durch die Windsors-Beteiligung künftig noch breiter aufgestellt, was die Risiken aus der Zyklik des Beratungsgeschäfts weiter reduziert und GCI unabhängiger vom schwierigen Marktumfeld im operativen Kerngeschäft macht.

Bei einem Kurs von 4 Euro, entsprechend einem Börsenwert von 6 Mio. Euro, wird die GCI Management AG aktuell lediglich mit einem KGV von 14 für das zurückliegende Jahr bewertet, in dem das Ergebnis auch von Abschreibungen negativ beeinflusst war. Ohne diese Abschreibungen hätte das KGV im einstelligen Bereich gelegen.

Im laufenden Jahr ist aufgrund des schwierigen Marktumfelds im Beratungsbereich nur von einem etwa ausgeglichenen Ergebnis auszugehen. Hinzu kommen jedoch die Ergebnis-Effekte aus der Konsolidierung der Windsor AG. Gelingt es dieser Beteiligung, die im ersten Halbjahr 2002 erreichte Ertragsstärke fortzusetzen, so könnte der konsolidierte Gewinn die Bewertung der GCI-Aktie in niedrige einstellige KGV-Regionen sinken lassen.

In Verbindung mit einer Notiz deutlich unter dem Buchwert von über 5 Euro je Aktie erscheint diese Bewertung schwerlich überhöht, zumal allein das gerade vorgenommene Investment in die Windsor AG selbst ohne Wertzuwächse bereits annähernd die gesamte Börsenkapitalisierung der GCI abdeckt. Die Potentiale aus dem Beratungsgeschäft sowie den übrigen Beteiligungen ist hierbei derzeit nicht eingepreist.

Für langfristig orientierte Anleger dürfte das aktuelle Kursniveau daher eine gute Gelegenheit zum Einstieg darstellen. Von einer Aufhellung der Stimmung an den internationalen Finanzmärkten sollte die Aktie der GCI Management AG überproportional profitieren können. Beachtet werden sollte die Marktenge der Aktie, die limitierte Orders bedingt.

Kontaktadresse

GCI Management AG
Brienner Straße 10
D-80333 München

Internet: www.gci-management.com

Ansprechpartner:

Dr. Albert Wahl (Finanzvorstand)

Tel.: +49 (0) 89 / 20 500 500
Fax: +49 (0) 89 / 20 500 555
Email: a.wahl@gci-management.com

Quellenverzeichnis

Geschäftsbericht der GCI Management AG 2000, 2001
Verkaufsprospekt und Unternehmensbericht zur Börseneinführung im Mai 2002
Diverse Gespräche mit Dr. Albert Wahl, u.a. am 1., 6. und 14. August 2002

Studie von GSC Research vom 17. Mai 2001
HV-Berichte von GSC Research Gontard & Metallbank AG, Gold-Zack, Knorr Capital, bmp und U.C.A. aus 2001 und 2002, Geschäftsberichte 2000 und 2001

„Handbuch Investmentbanking“, Ann-Kristin Achleitner, Gabler Verlag, 2. Auflage vom April 2001

Haftungsausschluss

Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Die Studie ist teilweise eine subjektive Betrachtung des Autors und beruht auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für Fehler jeglicher Art kann dennoch keine Haftung übernommen werden. Die genannte Zahlen, Daten und Fakten stammen größtenteils aus Unternehmensangaben, Pflichtveröffentlichungen und Pressemitteilungen. Vor einer Investition in Aktien des behandelten Unternehmens sollten sich Anleger über diese Studie hinaus genau informieren.