

Akt. Kurs (13.02.07, 10:40, Xetra): 8,92 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Monate: **12,00 (---) EUR**

**Branche:** Beteiligungsgesellschaft  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005855183  
**Reuters:** CCIG.DE  
**Bloomberg:** GCI

## Kurzportrait

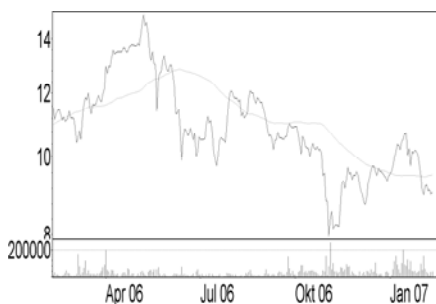
Seit Gründung der "Gesellschaft für Consulting und Implementierung" (GCI) als externe Beratungseinheit einer verbundenen Beteiligungsgesellschaft in 1991 hat sich die seit 2001 börsennotierte GCI Management Gruppe stringent in Richtung eines Investmenthauses für den Mittelstand entwickelt.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	15,25 €	7,94 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	8,92 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	8.813.934	
<b>Streubesitz:</b>	44,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	78,6 Mio. €	

## Anlagekriterien

### GCI bewegt sich in einem riesigen und fragmentierten Markt

Gemäß der Definition des Sachverständigenrates (Umsatz kleiner 500 Mio. €) gehören 97 Prozent aller umsatzsteuerpflichtigen deutschen Unternehmen zu dem bei der GCI Management AG im Fokus der Aktivitäten stehenden Mittelstand. Zusammen mit den „kleineren“ Großunternehmen kann GCI somit aus einem riesigen Marktpotenzial schöpfen.



Quelle: Market-Maker

Während die bekannten, meist amerikanischen Adressen den Markt bei den Großunternehmen aus DAX und MDAX dominieren, ist der Markt in den anderen Unternehmensklassen noch stark fragmentiert, was GCI zu Gute kommt. Konkurrenz erwächst GCI hier jedoch zunehmend von den angelsächsischen Adressen, die den deutschen Mittelstand als Klientel zur Anbahnung von Geschäften für ihre Investmentbank-Sparten entdeckt haben.

Wir sehen jedoch im Zuge von Irritationen zwischen Mittelstand und Finanzinvestoren über die strategische Ausrichtung der Unternehmen eine gute Basis für GCI, um in der fokussierten Zielgruppe zusätzliches Geschäft zu genießen.

## Kennzahlen

	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	31	112	114	119
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	15,6	19,6	25,4	27,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	15,2	15,9	17,6	18,1
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	1,72	1,80	2,00	2,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,00	0,50	0,50	0,50
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	5,2	4,9	4,5	4,3
Div.rendite	0,0%	5,6%	5,6%	5,6%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Eigenkapitaldefizite im deutschen Mittelstand

Nach dem Inkrafttreten von Basel II Anfang 2007 und der damit einhergehenden risikoadjustierten Kreditvergabepraxis der Banken ist die Eigenkapitalproblematik mehr denn je ein Thema des deutschen Mittelstandes. Nach Recherchen des Branchenblattes Venture Capital Magazin betrug in 2005 die Eigenkapitalquote des deutschen Mittelstandes 15 Prozent – bei KMU sogar nur circa 7,5 Prozent – und ist damit im internationalen Vergleich nicht konkurrenzfähig. Die Vergleichswerte lauten 35 Prozent in der Eurozone und 45 Prozent für die USA.

Zudem haben gemäß einer Umfrage des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum erst 25 Prozent der Mittelständler ihre unzureichende Eigenkapitaldecke als strategisches Defizit erkannt, was unserer Ansicht nach auf ein riesiges Marktpotenzial für Beteiligungsgesellschaften hindeutet.

Die suboptimale Eigenkapitalausstattung mittelständischer Firmen bildet unserer Ansicht nach in Verbindung mit der Nachfolgeproblematik interessante Anknüpfungspunkte für das Geschäftsmodell von GCI Management. Durch die Vereinigung von Beratung, Beteiligung und Finanzdienstleistung in einer Hand, kann die GCI Management AG ihren Klienten ein ganzheitlich abgestimmtes Paket an Dienstleistungen und Kompetenzen für unterschiedlichste unternehmerische Fragestellungen anbieten.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

### **Gute Zahlen für 2006 - Fortsetzung in 2007 erwartet**

Der Gewinn von GCI resultiert hauptsächlich aus dem Heben von Ergebnispotenzialen durch eine erfolgreiche Restrukturierung bei den eingegangenen Beteiligungen. In 2006 wurde beispielsweise die Beteiligung an der Weserbank von 49 auf 10 Prozent reduziert, während die Pfaff AG in 2006 erstmals für ein volles Geschäftsjahr konsolidiert wurde.

Wir rechnen für das abgelaufene Geschäftsjahr auf dieser Basis mit einem Umsatz von 112 (Vj. 30,7) Mio. Euro sowie einem Gewinn von 15,9 (15,2) Mio. Euro nach Steuern und Anteilen Dritter. Dies geht mit einem Ergebnis von 1,80 (1,72) Euro je Aktie einher.

Der gute Track Record auf Basis der geschilderten Expertise von GCI wird durch den erfolgreichen Börsengang der restrukturierten Pfaff AG in Kaiserslautern unterstrichen. Nachdem die GCI-Tochter GCI BridgeCapital AG Mitte Januar 28,6 Prozent des gezeichneten Kapital zu 2,20 Euro platzierte, ist der Kurs der Pfaff-Aktie inzwischen auf 2,70 Euro angestiegen. Im Zuge der erfolgreichen Platzierung der Anteile an der Pfaff AG erwarten wir auch für 2007 gute Zahlen von GCI Management.

Zudem gehen wir davon aus, dass auch das Beratungsgeschäft von den Trends im mittelständischen Unternehmenssektor profitieren wird. Viele Unternehmen stehen im Zuge einer zunehmenden Konkurrenz und des technischen Fortschritts vor immensen Investitionen. Im Zuge der strategischen Reaktion der Unternehmen auf diese Herausforderungen erwächst vor dem Hintergrund der beschriebenen Eigenkapitaldefizite ein enormer Beratungsbedarf und damit potenzielle Kunden für GCI. Einige Beteiligungen wie z.B. die bei Studio Babelsberg sind über diese Schiene zu GCI gekommen.

Auf Basis des derzeitigen Konsolidierungskreises erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr einen Umsatz in Höhe von 114,1 Mio. sowie einen Gewinn von 17,6 Mio. Euro nach Steuern und Anteilen Dritter. Wir weisen jedoch darauf hin, dass eine Prognose der Umsatzzahlen aufgrund der aktiven Buy-and-Hold-Strategie von GCI schwierig ist. Auch Ergebniseffekte können bei GCI jederzeit ohne operative Hintergründe aufgrund geänderter Beteiligungshöhen und damit abweichender Einbeziehung in den Konzernabschluss resultieren.

Insbesondere die beiden wichtigsten Beteiligungen Pfaff und Windsor bergen erhebliche stille Reserven, da GCI hier von der Restrukturierung auf der einen Seite und dem ungebrochenen Boom bei Wohnimmobilien auf der anderen Seite profitieren sollte.

### **Bewertung**

Auf Basis der aktuellen Börsenkurse für die börsennotierten Beteiligungen und pauschal drei Mio. Euro für die Beteiligungen an nicht notierten Firmen, der Verwendung eines durchschnittlichen Branchen-KGV zur Bewertung des Bankgeschäftes von GCI (hauptsächlich Weserbank) sowie eines Umsatzmultiplikators zur Quantifizierung der Beratungssparte haben wir einen Net-Asset-Value von 10,50 Euro pro Aktie errechnet. Somit wird die Aktie derzeit mit einem Abschlag von sechzehn Prozent auf ihren inneren Wert gehandelt.

Auch das KGV von unter 5 für den erwarteten Gewinn in 2007 unterstreicht unserer Meinung nach die Unterbewertung der GCI-Aktie. Der Durchschnitt unserer Peer-Group aus den Beteiligungsgesellschaften Arques, GESCO und Indus beträgt 8,2. Verbunden mit dem von uns geschätzten Gewinn je Aktie in Höhe von 2 Euro für 2007 ergäbe sich ein fairer Wert von 16,40 Euro je Aktie.

Auch wenn diese Kennzahl bei Beteiligungsgesellschaften aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle nur eine eingeschränkte Aussagefähigkeit besitzt, unterstreicht sie doch unsere Argumentation.

Im Rahmen des Geschäftsmodells von GCI, durch eine erfolgreiche Umstrukturierung Wertschöpfungspotenziale in den Beteiligungsgesellschaften zu heben und diese später im Rahmen verschiedener Exit-Strategien auch in Gewinne zu transformieren, sollte unserer Meinung nach der Aktienkurs mindestens dem inneren Wert entsprechen. Zudem denken wir, dass sich die besondere Expertise von GCI, durch erfolgreiche Umstrukturierungen Werte in den Beteiligungen zu schaffen, in Zukunft stärker im GCI-Aktienkurs bemerkbar machen wird.

Unser Kursziel in Höhe von 12 Euro formulieren wir somit auf Basis eines gewichteten Durchschnitts aus NAV-Modell zu 75 Prozent und dem KGV der Peer Group, welches mit 25 Prozent in die Berechnung einging.

### **Fazit**

Vor dem Hintergrund einer überzeugenden strategischen Ausrichtung mit den Säulen Beratung, Beteiligungen und Finanzdienstleistungen empfehlen wir die Aktie der GCI Management AG mit einem Kursziel von 12 Euro zum Kauf. In Anbetracht der vergleichsweise dünnen Liquidität sollte der Anleger jedoch seine Order streng limitieren.

## **Aktionärsstruktur**

Lampe Beteiligungsgesellschaft GmbH	24,80%
Herr Albert Wahl	12,35%
Herr Andreas Aufschnaiter	11,87%
Herr Nikolaus von Seemann	6,96%
Eigene Anteile	0,05%
Streubesitz	43,97%

## **Termine**

Anfang März 2007	Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen für 2006
Mai 2007	Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2006
Juli 2007	Hauptversammlung

## **Kontaktadresse**

GCI Management AG  
Brienner Straße 7  
D-80333 München

Email: [investor@gci-management.com](mailto:investor@gci-management.com)  
Internet: [www.gci-management.de](http://www.gci-management.de)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Melanie Goltsche

Tel.: +49 (0) 89 / 20500 - 500  
Fax: +49 (0) 89 / 20500 - 555  
Email: [investor@gci-management.com](mailto:investor@gci-management.com)

## Disclosures

### Haftungsausschluss / Disclaimer

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung der Autoren wider. Der guten Ordnung halber wird darauf hingewiesen, dass sich diese ohne vorherige Information ändern kann. Weder die Autoren noch die GSC Research GmbH haften für Verluste und Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Informationen stammen aus Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit der im Rahmen der Studie seitens der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilte Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Der interessierte Anleger wird hiermit nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt sowie den Vertrieb von Research zum Gegenstand haben, sind anzuwenden und vom Lieferanten wie auch vom Empfänger in jedweder Hinsicht zu beachten und einzuhalten. Mit der Entgegennahme des vorliegenden Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die zuvor aufgeführten Regelungen für Sie bindend sind.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
---	---	---	---

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.06):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	---	---
Halten	---	---
Verkaufen	---	---

### Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
GCI Management AG	1, 4
Arques Industries AG	4, 5, 7
Indus Holding AG	--
GESCO AG	1, 4, 5, 7

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.