24.05.2007 **GCI Management AG**

Akt. Kurs *(24.05.07, 16:47, Xetra)*: 8,03 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **10,70 (11,50) EUR**

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

	Hoch	**Tief**
Kurs 12 Mon.:	13,16 €	7,12 €
Aktueller Kurs:	8,03 €	
Aktienzahl ges.:	8.813.934	
Streubesitz:	44,0%	
Marktkapitalis.:	70,8 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2005	**2006e**	**2007e**	**2008e**
Umsatz	31	130	138	159
bisher	---	---	*136*	*147*
EBIT	15,6	25,0	26,4	30,2
bisher	---	---	*26,0*	*27,9*
Jahresüb.	15,2	17,0	18,2	21,1
bisher	---	---	---	*19,3*
Erg./Aktie	1,72	1,92	1,50	1,74
bisher	---	---	*2,06*	*2,19*
Dividende	0,00	0,25	0,40	0,50
bisher	---	*0,50*	*0,50*	---
KGV	4,7	4,2	5,3	4,6
Div.rendite	0,0%	3,1%	5,0%	6,2%

Angaben in Mio. Euro
Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:
Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29
Fax: 0211 / 17 93 74 – 44
k.kraenzle@gsc-research.de

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.

Anlagekriterien

Erstes Quartal unter Erwartungen

GCI meldete für das erste Quartal aufgrund schwächerer Umsätze der konsolidierten operativen Gesellschaften einen Umsatzrückgang um knapp 21 Prozent auf 20,0 (Vj. 25,3) Mio. Euro. Im Zuge dieser Entwicklung fielen auch alle Ergebniskennziffern niedriger als im vergleichbaren Vorjahresquartal aus. Auf operativer Ebene schrumpfte das EBITDA um 9 Prozent auf 3,9 (4,3) Mio. bzw. das EBIT um 18 Prozent auf 3,2 (3,9) Mio. Euro. Das Konzernergebnis vor Steuern ging um 31 Prozent zurück.

Wir werten die Zahlen des ersten Quartals als etwas enttäuschend, sehen die anvisierten Zahlen für 2007 jedoch derzeit nicht in Gefahr, da es im projektorientierten Beteiligungsgeschäft immer derartige „Ausreißer“ im Rahmen der Quartalsberichterstattung geben kann.

Bestätigung unserer Prognose für 2007, leichte Erhöhung für 2008

Durch die Kapitalerhöhung bedingt dürfte sich die Aktienbasis auf bis zu 12,1 Mio. Aktien erhöhen. Da wir von einer vollen Platzierung ausgehen, haben wir diese Anzahl unseren Schätzungen ab 2007 zugrundegelegt. Aufgrund der Übernahme einer 51-Prozent Beteiligung an der Vantargis AG haben wir unsere Umsatzschätzung wegen erhöhter Zins- und Beratungserträge um 2 Mio. Euro auf nunmehr 138 Mio. Euro erhöht.

Mit dem Erlös aus der Kapitalerhöhung will GCI verstärkt in neue Beteiligungen investieren, um sich aktuell bietende Chancen im Markt zu nutzen. Wir halten dies für sinnvoll, rechnen jedoch aus Vorsichtsgründen hieraus erst ab dem kommenden Jahr mit zusätzlichen Umsatz- und Ergebnisbeiträgen, passen das EBIT allerdings leicht auf 26,4 Mio. Euro nach oben an.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir trotz des Umsatzzuwachses wegen der gestiegener Anteile Dritter weiter auf 18,2 Mio. Euro. Aufgrund der durch die Kapitalerhöhung erhöhten Anzahl an Aktien ergibt sich ein mathematischer Rückgang des Ergebnisses je Aktie auf 1,50 Euro. Wir gehen dabei von einer vollständigen Platzierung der ab Jahresbeginn dividendenberechtigten Aktien aus.

Ab 2008 rechnen wir mit spürbar positiven Effekten durch Veräußerungsgewinne von bzw. die Konsolidierung neu erworbener Beteiligungen, die durch die Mittel der Kapitalerhöhung ermöglicht wurden. Entsprechend haben wir unsere Schätzung beim Umsatz auf 159 (bisher: 147) Mio. Euro und beim Nettoergebnis auf 21,1 (bisher: 19,3) Mio. Euro erhöht. Zu beachten ist dabei, dass die Umsatzgröße stark von möglichen Veränderungen des Konsolidierungskreises und das ausgewiesene Ergebnis nicht zuletzt vom Zeitpunkt der Realisierung von stillen Reserven durch Beteiligungsverkäufe abhängt.

Einschätzung des Bezugsangebots zur Kapitalerhöhung

Aktuell führt GCI eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht im Verhältnis 2,7:1 zu 8 Euro je Aktie durch. Bei einer Vollplatzierung fließen dem Unternehmen dadurch brutto rund 26 Mio. Euro an frischen Mitteln zu, die gezielt in aussichtsreiche neue Beteiligungen investiert werden sollen.

Da die jungen Aktien erst ab dem 1.1.2007 gewinnberechtigt sind und GCI angekündigt hat, bereits für das abgelaufene Jahr erstmals eine Dividende zahlen zu wollen, ist der Bezugspreis angesichts der Tatsache,, dass das aktuelle Kursniveau der „alten" Aktien minimal über dem Bezugspreis der jungen Aktien – die keine Dividendenberechtigung aufweisen – für Privatanleger nicht attraktiv. Wir raten daher von einer Ausübung des Bezugsrechts ab, zumal die jungen Aktien zunächst noch nicht handelbar sein dürften.

Nach unserer Einschätzung hat GCI die Konditionen bewusst so gewählt, um die Möglichkeit zu haben, auch institutionellen Anlegern die Zeichnung größerer Stückzahlen zu ermöglichen. Mit Blick auf eine mittelfristig höhere Börsenbewertung sowie die Gewinnung strategischer Partner für künftige Transaktionen halten wir dieses Vorgehen für sinnvoll. Angesichts der laufenden Kapitalerhöhung vermuten wir jedoch, dass die Dividende letztlich doch kleiner als von uns bisher erwartet ausfallen wird, und haben unsere Schätzung auf 0,25 Euro reduziert.

Bewertung

Auf Basis der aktuellen Börsenkurse für die börsennotierten Beteiligungen und pauschal 5 Mio. Euro für die Beteiligungen an nicht notierten Firmen, der Verwendung eines durchschnittlichen Branchen-KGV zur Bewertung des Bankgeschäftes von GCI (hautsächlich Weserbank) sowie eines Umsatzmultiplikators zur Quantifizierung der Beratungssparte errechnen wir unter Berücksichtigung des Mittelzuflusses aus der Kapitalerhöhung auf Basis der erhöhten Aktienzahl einen Net-Asset-Value von 9,75 Euro pro Aktie. Somit notiert die Aktie derzeit mit einem Abschlag von 17 Prozent auf ihren inneren Wert.

Auch das KGV von unter 5,6 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 7,7. Verbunden mit dem von uns geschätzten Gewinn je Aktie in Höhe von 1,50 Euro für 2007 auf Basis der erhöhten Aktienzahl ergibt sich ein fairer Wert von 11,63 Euro je Aktie. Zwar ist das KGV bei Beteiligungsgesellschaften aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle nur eingeschränkt aussagekräftig, dennoch ist die Kennzahl ein Indiz für die niedrige Bewertung.

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.

Als Durchschnittswert aus der Betrachtung des NAV-Modells und des mittleren KGVs der Peer Group ergibt sich ein Wert von 10,69 Euro. Wir passen unser Kursziel daher – maßgeblich bedingt durch die erhöhte Aktienzahl – von 11,50 Euro auf nunmehr 10,70 Euro an.

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 10,70 Euro weiterhin zum Kauf. Neben der niedrigen Bewertung sollte die zu erwartende erstmalige Dividendenzahlung für das Jahr 2006 den Kurs nach unten weitgehend absichern. Allerdings vermuten wir vor dem Hintergrund der laufenden Kapitalerhöhung, dass diese nun doch kleiner ausfallen wird als bislang erwartet.

Von einer Teilnahme an der Kapitalerhöhung raten wir Privatanlegern ab, da die jungen Aktien nicht dividendenberechtigt sind. Da die alten Aktien an der Börse praktisch auf dem Niveau des Bezugspreises notieren, macht ein Bezug der jungen Aktien wirtschaftlich nur für institutionelle Anleger Sinn, die im Rahmen der Kapitalerhöhung größere Blöcke der in der Regel recht marktengen Aktie erwerben können.

Aktionärsstruktur

Herr Albert Wahl	12,3%
Herr Andreas Aufschnaiter	11,8%
Herr Nikolaus von Seemann	6,9%
Streubesitz	67,0%

Termine

Mai 2007	Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2006
Juli 2007	Hauptversammlung

Kontaktadresse

GCI Management AG
Brienner Straße 7
D-80333 München

Email: gci@gci-management.de
Internet: 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

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:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
19.03.2007	8,35 €	Kaufen	11,50 €
13.02.2007	8,92 €	Kaufen	12,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	64,0%	83,3%
Halten	28,0%	16,7%
Verkaufen	8,0%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
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), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.