

Akt. Kurs (11.09.07, 10.; Xetra): 5,99 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **8,30 (10,70) EUR**

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

## Kurzportrait

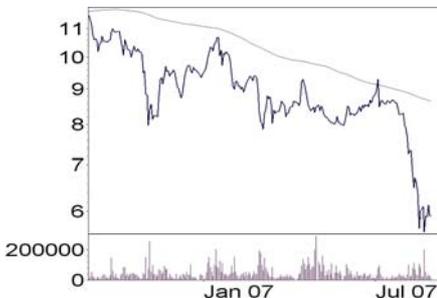
Seit Gründung der „Gesellschaft für Consulting und Implementierung“ (GCI) als externe Beratungseinheit einer verbundenen Beteiligungsgesellschaft in 1991 hat sich die seit 2001 börsennotierte GCI Management Gruppe stringent in Richtung eines Investmenthauses für den Mittelstand entwickelt.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	11,21 €	5,36 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	5,99 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	12.113.034	
<b>Streubesitz:</b>	44,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	72,6 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Erstes Halbjahr durch Entkonsolidierung der Windsor-Gruppe geprägt

Die GCI-Zahlen für das erste Halbjahr 2007 waren durch die Entkonsolidierung der Windsor-Gruppe geprägt. Der Rückgang des Konzernumsatzes um ein Drittel auf 34,8 (Vj. 50,8) Mio. Euro resultiert laut Aussage von GCI fast ausschließlich hieraus. Da Windsor keine Halbjahreszahlen veröffentlicht, gehen wir vom hälftigen Umsatz des letzten Jahres und damit einem Effekt von ca. 15 Mio. Euro (2006: 28,5 Mio. €) aus, was auf nahezu unveränderte Umsätze der übrigen Beteiligungen schließen lässt.



Quelle: Market-Maker

Die Erlöse aus Beratungsdienstleistungen gingen leicht auf 0,8 (0,9) Mio. Euro zurück. Dabei sind jedoch noch nicht nachgelagerte Bonifikationen aus den Beratungsmandaten berücksichtigt, die erst im zweiten Halbjahr positive Erträge beisteuern. Der Wegfall der Zinserträge (2006: 0,9 Mio. €) resultiert aus der Entkonsolidierung der Weserbank, die zum 1. Juli 2006 wirksam wurde und daher im ersten Halbjahr 2006 noch enthalten war. Im Zuge der bilanziellen Konsolidierungseffekte verzeichnete auch der Kostenblock einen Rückgang um 18 Prozent auf 37,0 (44,8) Mio. Euro.

## Kennzahlen

	2005	2006	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	31	131	104	124
<i>bisher</i>	---	130	138	159
<b>EBIT</b>	15,6	24,6	19,9	23,6
<i>bisher</i>	---	25,0	26,4	30,2
<b>Jahresüb.</b>	15,2	17,8	12,4	15,3
<i>bisher</i>	---	17,0	18,2	21,1
<b>Erg./Aktie</b>	1,73	2,02	1,02	1,26
<i>bisher</i>	---	1,92	1,50	1,74
<b>Dividende</b>	0,00	0,25	0,30	0,35
<i>bisher</i>	---	---	0,40	0,50
<b>KGV</b>	3,5	3,0	5,9	4,7
<b>Div.rendite</b>	0,0%	4,2%	5,0%	5,8%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Da GCI im ersten Halbjahr keinen Beteiligungsverkauf tätigte, ermäßigte sich folgerichtig das operative Ergebnis (EBIT) deutlich um 75 Prozent auf 2,0 (8,4) Mio. Euro. Der Periodenüberschuss sank analog von 7,3 auf 2,1 Mio. Euro. Auch wenn wir sehen, dass die Zyklik des von GCI betriebenen Geschäfts solche schwächeren Phasen unausweichlich macht, werten wir die Halbjahreszahlen insgesamt auf der Ergebnisseite als enttäuschend.

Die bilanziellen Kennzeichen mit einer Eigenkapitalquote von 56 Prozent und einer Nettoliquidität von 31 Mio. Euro in der AG sind dagegen weiterhin als gut einzustufen. Im Kernfokus von GCI stand jedoch nach Aussage des Unternehmens im ersten Halbjahr die Kapitalerhöhung und die Ausweitung der Investment-Pipeline.

Anzumerken ist noch, dass die endgültigen Ergebnisse für 2006 letztlich noch etwas besser ausgefallen sind als die auf Basis der vorläufigen Zahlen in unserem letzten Update genannten Werte. Wir haben diese in unserer Übersicht der Kennzahlen (siehe links) entsprechend angepasst.

## Überarbeitung unserer Prognose für 2007 und 2008

Vor dem Hintergrund der umfangreichen Veränderungen im Beteiligungsportfolio haben wir unsere Schätzungen überarbeitet. Zum einen rechnen wir aus konsolidierten Beteiligungen und Beteiligungsverkäufen für 2007 nur noch mit 100 (bisher: 130) Mio. Euro, da wir in Anbetracht des durchwachsenen Klimas an den Börsen im Zuge der „Subprime-Krise“ nicht mehr mit nennenswerten Beteiligungsverkäufen von GCI rechnen.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Zudem haben wir unsere optimistischen Schätzungen für das Beratungsgeschäft ebenso wie die Zins- und Provisionserlöse jeweils von 4 auf 2 Mio. Euro reduziert. Insgesamt rechnen wir für 2007 nunmehr mit einem Umsatz von 104 (bisher: 138) Mio. Euro.

Die von uns erwartete deutliche Umsatzsteigerung gegenüber dem ersten Halbjahr erklärt sich zum einen durch die zum 1.7. übernommene Zehnder-Gruppe, die 2005/06 einen Umsatz von 18 Mio. Euro erzielte und mit einem halben Jahr in unsere Schätzung einfließt, sowie die zum 30.07. übernommene Grünhain-Gruppe, die 2005/06 einen Umsatz von 14 Mio. erzielte und mit fünf Monaten in unsere Schätzung eingeht. Darüber hinaus rechnen wir mit Basis-effekten bei der erst im ersten Halbjahr 2007 gegründeten Vantargis AG, die zudem ebenfalls per 1.7. die OCF Beratungsgesellschaft mbH mit ihren 100-prozentigen Töchtern AML Leasing sowie Langer + Partner übernommen hat.

Zum anderen ist im Beratungsgeschäft zu berücksichtigen, dass erfolgsabhängige variable Umsatzerlöse teilweise erst im zweiten Halbjahr zur Realisierung gelangen, so dass wir hier gegenüber den ersten sechs Monaten ebenfalls ein deutlich höheres Umsatzniveau erwarten.

Bei prozentual unveränderten Kostenquoten ergibt sich nach unserer Prognose ein EBIT von 19,9 (26,4) Mio. Euro. Das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir auf 12,4 (18,2), was unter dem Strich ein Ergebnis je Aktie von 1,02 (bisher 1,50) Euro bedeutet.

Auch für 2008 haben wir unsere Schätzungen korrigiert. Wir rechnen jedoch mit einer sukzessiven Erholung des Beteiligungsmarktes, so dass die Lücke zu unseren bisherigen Schätzungen mittelfristig wieder aufgeholt werden sollte. Entscheidend für die Wahrnehmung von GCI werden unseres Erachtens weiterhin die Fortschritte beim größten Engagement Pfaff und der damit eng verbundenen Bewertung sein. Hier könnten wir uns eine positive Überraschung durch Abgabe von Anteilen an strategische Investoren vorstellen.

Wir denken zudem, dass der Kapitalmarkt die erhöhte Anzahl an Aktien aus der Kapitalerhöhung erst einmal absorbieren muss, bevor die Aktie wieder einen Kursaufschwung nehmen kann. Diesen Belastungsfaktor hatten wir gepaart mit den unter den Erwartungen liegenden GuV-Zahlen für das erste Halbjahr unterschätzt.

### **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 (Vantargis und 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 6,83 Euro pro Aktie. Dieses weit unter unseren bisherigem Wert von 9,75 Euro liegende Ergebnis spiegelt hauptsächlich die reduzierten Kurse des Beteiligungsportfolios wieder.

Das Durchschnitts-KGV unserer Peer Group aus den Beteiligungsfirmen Arques, GESCO und Indus beträgt 7,8. Verbunden mit dem von uns geschätzten Gewinn je Aktie in Höhe von 1,26 Euro für 2008 ergibt sich fairer Wert von 9,84 Euro je Aktie. Zwar ist das KGV bei Beteiligungsgesellschaften aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle nur eingeschränkt aussagekräftig, dennoch ist die Kennzahl ein Indiz für eine marktgerechte Bewertung.

Als Durchschnittswert aus der Betrachtung des NAV-Modells und des mittleren KGVs der Peer Group ergibt sich ein Wert von 8,33 Euro. Dieser reflektiert die derzeit an der Börse vorhandene Skepsis gegenüber Beteiligungsgesellschaften in jeglicher Hinsicht. Wir passen vor diesem Hintergrund unser Kursziel auf den neuen fairen Wert an und runden diesen auf 8,30 Euro ab.

### **Fazit**

Wir erachten das Konzept von GCI, Synergien aus der Synthese der verschiedenen Sparten Beteiligungsgesellschaft, Finanzdienstleister und Beratungsgesellschaft zu heben, nach wie vor als sinnvoll. Nach zwei überwiegend enttäuschenden Quartalsberichten in Folge möchten wir jedoch zunächst die weitere Entwicklung bei GCI abwarten.

Auch wenn der von uns ermittelte „faire Wert“ der Aktie mit 8,30 Euro trotz der deutlich reduzierten Ergebnisschätzungen weiterhin über dem aktuellen Börsenkurs liegt, senken wir unser Votum in Anbetracht kurzfristig eingetrübten Perspektiven für Exits aus dem Beteiligungsportfolio auf „Halten“. Vorerst ist die GCI-Aktie angesichts des schwierigen Marktumfelds nur für Anleger geeignet, die antizyklisch auf eine Aufhellung des Klimas spekulieren.

Bei Untermauerung des nach wie vor guten Gesamtkonzeptes mit entsprechenden Zahlen oder positive Nachrichten aus dem Beteiligungsportfolio können wir uns eine Überarbeitung unserer Einschätzung durchaus vorstellen.

## **Aktionärsstruktur**

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

## **Termine**

November                                      Neunmonatszahlen

## **Kontaktadresse**

GCI Management AG  
Brienner Straße 7  
D-80333 München

Email: [gci@gci-management.de](mailto:gci@gci-management.de)

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:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
24.05.2007	8,03 €	Kaufen	10,70 €
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 30.06.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	71,1%	88,2%
Halten	17,8%	11,8%
Verkaufen	11,1%	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](http://www.gsc-ag.de)), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.