

Akt. Kurs (21.01.07, 16:47; Xetra): 3,20 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **5,00 (5,47*) 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*
Kurs 12 Mon.:	7,21 €	2,53 €
Aktueller Kurs:	3,20 €	
Aktienzahl ges.:	19.618.369	
Streubesitz:	44,0%	
Marktkapitalis.:	62,8 Mio. €	

Anlagekriterien

Neunmonatszahlen von „Exit-Stau“ gezeichnet

Die bereits bei der Vorstellung der Halbjahreszahlen zu konstatierende Entwicklung der fehlenden Erlöse aus dem Verkauf von Beteiligungen setzte sich auch im dritten Quartal bzw. nach neun Monaten fort. GCI wies demnach auf Neunmonatsbasis einen Umsatzrückgang um 28 Prozent auf 59,7 (Vj.: 83,1) Mio. aus.

Das operative Ergebnis (EBIT) schrumpfte mit 5,6 (15,9) Mio. Euro auf nur noch ein Drittel des Vorjahreswertes. Mit 3,9 Mio. Euro resultieren mehr als zwei Drittel dieses Wertes aus der Erstkonsolidierung dreier Gesellschaften unter dem Dach der Vantargis AG (GCI-Anteil 51%) firmierenden Finanzsparte von GCI. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter belief sich auf 4,6 (14,0) Mio. Euro.



Quelle: Market-Maker

Insgesamt werten wir die Zahlen als enttäuschend, obwohl uns durchaus bewusst ist, dass die turbulente Lage an den Börsen derzeit Unternehmensverkäufe über die Börse als schwierig erscheinen lässt.

Kennzahlen

	2005	2006	2007e	2008e
Umsatz	31	131	104	124
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	15,6	24,6	19,9	23,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	15,2	17,8	12,4	15,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	1,16	1,35	0,68	0,78
<i>bisher</i>	---	---	---	0,84
Dividende	0,00	0,20	0,20	0,23
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	2,8	2,4	4,7	4,1
Div.rendite	0,0%	6,3%	6,3%	7,2%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

* bereinigt um Berichtigungsaktien 2:1

Berichtigungsaktien und 10-prozentige Kapitalerhöhung durchgeführt

Durch verschiedene Maßnahmen hat sich die Aktienzahl von GCI im Lauf der letzten 12 Monate deutlich erhöht. Bereits im Sommer 2007 hatte GCI eine Kapitalerhöhung um knapp 3,3 Millionen Stück durchgeführt, durch die der Gesellschaft 26,4 Mio. Euro zuflossen. Diese Aktien waren seit Januar 2007 gewinnberechtigt. Die Aktienzahl stieg dadurch von 8,8 auf ca. 12,1 Millionen Stück an. Ende Dezember führte GCI die von der HV im Sommer beschlossene Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln im Verhältnis 2:1 durch („Berichtigungsaktien“), wodurch die Aktienzahl auf rund 18,2 Millionen Stück stieg.

Ende letzter Woche kündigte GCI eine weitere Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen um 1,45 Mio. Aktien an. Diese wurden dem Großaktionär ACP Capital Limited zu 3,72 Euro angeboten, wodurch die Aktienzahl auf circa 19,62 Mio. Stück steigen wird. Der Mittelzufluss in Höhe von knapp 5,4 Mio. Euro soll für eine kurz vor dem Abschluss stehende Akquisition verwendet werden, bei der nach aktueller Planung gemeinsam mit ACP eine 94-prozentige Beteiligung erworben werden soll, wobei GCI die Mehrheit erwerben würde.

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

GCI betonte, dass der Ausschluss des Bezugsrechtes im Interesse aller Aktionäre gelegen hätte. Diese Argumentation halten wir vor dem Hintergrund der aktuellen Turbulenzen an den Kapitalmärkten für nachvollziehbar, zumal der von ACP bezahlte Preis von 3,72 Euro je Aktie deutlich über dem aktuellen Börsenkurs liegt und belegt, dass der Wert von GCI seitens des Großaktionärs ACP erheblich höher eingeschätzt wird.

Schätzungen für 2007 und 2008 an erhöhte Aktienzahl angepasst

Wir gehen im vierten Quartal von nur marginalen Erlösen aus dem Beteiligungsbereich aus. Der unlängst akquirierte profitable Maschinenbauer Bohnacker AG (GCI-Anteil 75%) sollte allerdings fehlende Exit-Erlöse kompensieren, so dass wir unsere anlässlich der Publikation der Halbjahreszahlen zurückgenommenen Schätzungen hier bestätigen. Für die Erfüllung unserer Prognose sollte GCI Zahlenwerte knapp unterhalb des letztjährigen vierten Quartals liefern, was wir vor dem geschilderten Hintergrund nach wie vor als erfüllbar erachten.

Wir gehen demnach für das gesamte Geschäftsjahr 2007 weiterhin von Umsätzen in einer Größenordnung von 104 Mio. Euro aus. Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir bei 19,9 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir unverändert auf 12,4 Mio. Durch die Ausgabe von Berichtigungsaktien im Verhältnis 2:1 passen wir das Ergebnis je Aktie und die Dividende rechnerisch auf 0,68 Euro bzw. 0,20 Euro an. Auch die Vorjahreswerte haben wir zur besseren Vergleichbarkeit analog angepasst.

Für das Jahr 2008 haben wir bei unveränderten Schätzungen für die Fundamentaldaten unsere Prognose für die Dividende mit 0,23 Euro ebenfalls an die um Berichtigungsaktien erhöhte Aktienzahl rechnerisch angeglichen. Gleiches gilt auch für das Ergebnis je Aktie; bei diesem haben wir ferner den Verwässerungseffekt durch die kurz vor der Erstellung dieser Analyse gemeldete 10-prozentige Kapitalerhöhung – Details siehe oben – berücksichtigt, nicht jedoch zusätzliche Erträge aus der geplanten Akquisition, so dass sich das Ergebnis je Aktie auf 0,78 (bisher: 0,84) Euro ermäßigt.

Bewertung

Auf Basis der aktuellen Börsenkurse für die börsennotierten Beteiligungen und sehr vorsichtigen Schätzungen für die Beteiligungen an nicht notierten Firmen sowie für die Gesellschaften im Bank- und Beratungsgeschäft (Vantargis und Weserbank) errechnen wir unter Berücksichtigung der liquiden Mittel auf Basis der erhöhten Aktienzahl einen Net-Asset-Value von 5,03 Euro pro Aktie.

Das Durchschnitts-KGV unserer Peer Group aus den Beteiligungsfirmen Arques, GESCO und Indus beträgt 6,3 (bisher 7,8). Verbunden mit dem von uns geschätzten Gewinn je Aktie in Höhe von 0,78 Euro für 2008 ergibt sich fairer Wert von 4,88 Euro je Aktie. Zwar ist das KGV bei Beteiligungsgesellschaften aufgrund der verschiedenen Geschäftsmodelle unseres Erachtens nur eingeschränkt aussagekräftig, dennoch stellt die Kennzahl ein Indiz für eine marktgerechte Bewertung dar.

Als Durchschnittswert aus der Betrachtung des NAV-Modells und des mittleren KGVs der Peer Group ergibt sich ein Wert von 4,95 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 setzen dies auf 5,00 Euro fest, was leicht unter dem (an die neue Aktiebasis angepassten) alten Wert von 5,47 Euro liegt.

Fazit

Aufgrund der nervösen Stimmung an den Weltbörsen, die von Rezessionsangst und der Subprime-Krise genährt wird, werden Beteiligungsgesellschaften inzwischen mit sehr hohen Abschlägen auf den inneren Wert ihrer Beteiligungen gehandelt. Selbst unter Berücksichtigung der vorhandenen Risiken und der enttäuschenden Zahlen von GCI ist die Aktie mittlerweile auf ein absurdes Bewertungsniveau abgestürzt, das erste Käufe rechtfertigt.

In Anbetracht des negativen Sentiments raten wir derzeit jedoch nur sehr spekulativen Investoren, erste Positionen in der GCI-Aktie aufzubauen. Zudem sollten Käufe wegen der aktuell zu verzeichnenden Kursschwankungen streng limitiert werden. Für einen breiten Einstieg in die GCI-Aktie halten wir uns zurück. Auch konservative Investoren können die Aktien aber weiterhin halten, da die Dividendenrendite mit geschätzten 6,3 Prozent recht hoch ist.

Aktionärsstruktur

ACP	29,05 %
Dr. Aufschnaiter	9,50 %
Dr. Wahl	9,50 %
Nikolaus von Seemann	3,66 %
Streubesitz	48,29 %

Termine (noch nicht vom Unternehmen offiziell veröffentlicht)

März 2008	Voraussichtliche Zahlen für das Geschäftsjahr 2007
Mai 2008	Zwischenmitteilung innerhalb des ersten Halbjahres 2008
Juli 2008	Hauptversammlung
August 2008	Veröffentlichung des Halbjahresberichtes 2008
November 2008	Neunmonatszahlen

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

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

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

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung*	Empfehlung	Kursziel*
11.09.2007	9,08 €	Halten	5,48 €
24.05.2007	5,30 €	Kaufen	7,06 €
19.03.2007	5,51 €	Kaufen	7,59 €
13.02.2007	5,89 €	Kaufen	7,92 €

* um Effekt durch Berichtigungsaktien im Verhältnis 2:1 bereinigt

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	66,7%	72,7%
Halten	28,1%	27,3%
Verkaufen	5,3%	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. Nach Kenntnis von GSC Research halten 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), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH 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 von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.