

Akt. Kurs (06.06.08, 16:17.; Xetra): 2,35 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **3,00 (5,00) 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>	6,19 €	2,21 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	2,35 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	19.618.369	
<b>Streubesitz:</b>	44,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	46,1 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Fehlende Exit-Erlöse schlagen voll auf Ergebnis in 2007 durch

GCI veröffentlichte am 30. April den Geschäftsbericht für das Kalenderjahr 2007. Dieses war im Zuge der Subprime-Krise vom einem schwierigen Kapitalmarktumfeld gekennzeichnet. Die zur Erzielung der Ergebnisse der letzten Jahre notwendigen Umsatz- und Ergebnisbeiträge durch die Platzierung von Beteiligungen am Kapitalmarkt im Rahmen einer Exit-Strategie fehlten weitgehend.

In diesem Umfeld realisierte GCI einen Umsatz von 95 (Vj. 130,6) Mio. Euro, was einen Rückgang von über einem Viertel bedeutete. Die fehlenden Exit-Erlöse machten sich auch bei den Ertragskennziffern deutlich bemerkbar. Das operative Ergebnis (EBITDA) schrumpfte mit 9,7 (28,0) Mio. Euro auf ein Drittel des Vorjahreswertes. Das EBIT ging ebenfalls signifikant auf 4,3 (24,7) Mio. Euro zurück, das Ergebnis vor Steuern sank auf 2,8 (21,3) Mio. Euro.



Quelle: Market-Maker

## Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	131	95	239	250
<i>bisher</i>	---	104	124	145
<b>EBIT</b>	24,6	4,3	12,0	14,0
<i>bisher</i>	---	19,9	23,6	27,4
<b>Jahresüb.</b>	17,8	1,3	4,9	6,6
<i>bisher</i>	---	12,4	15,3	18,4
<b>Erg./Aktie</b>	1,35	0,07	0,25	0,34
<i>bisher</i>	---	0,68	0,78	0,94
<b>Dividende</b>	0,30	0,20	0,20	0,23
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	1,7	32,8	9,4	7,0
<b>Div.rendite</b>	12,8%	8,5%	8,5%	9,8%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter war von der Abwertung des Bilanzansatzes der Verlustvorträge bei der Tochter Pfaff im Zuge der Steuerreform gekennzeichnet. Deshalb stieg der Steueraufwand in absoluten Zahlen mit 1,6 (1,4) Mio. Euro trotz des Ergebniseinbruchs sogar noch an. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter betrug somit 1,3 (17,8) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von nur noch 0,07 (1,35) Euro bedeutete.

Obwohl wir im Laufe des vergangenen Jahres unsere Schätzungen sukzessive nach unten gesetzt haben, sind die Zahlen wesentlich schlechter ausgefallen als von uns erwartet. Allerdings ist die enorme Hebelwirkung der fehlenden Exit-Erlöse nicht zu unterschätzen. Hier hatten wir die Eigendynamik der Auswirkungen der Subprime-Krise auf die Möglichkeiten der Platzierung unterschätzt. Wir stufen die Zahlen als enttäuschend, aber vor dem Hintergrund fehlender Exit-Erlöse nachvollziehbar ein.

Vermisst haben wir zudem die vom Kapitalmarkt schon lange erwartete Aussage zur Dividendenhöhe für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007. Wir halten es aber noch immer für denkbar, dass GCI hier bewusst ein Zeichen setzt und eine (um die Gratisaktien bereinigt) konstante Ausschüttung vornimmt.

## Erstes Quartal signalisiert Stabilisierung

Das erste Quartal 2008 stand im Zeichen einer signifikanten Umsatzausweitung im Zuge der erstmaligen Konsolidierung einiger Beteiligungen. In den Zahlen des vergleichbaren Vorjahresquartals waren die DEWI Components Gruppe, der Finanzdienstleister Vantargis und auch die Bohnacker AG noch nicht enthalten. Eine Änderung im Konsolidierungskreis der größten GCI-Beteiligung Pfaff blieb hingegen ohne größere Auswirkungen. Der Umsatz stieg demzufolge um mehr als das Doppelte auf 48,4 (20,0) Mio. Euro.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Auf operativer Ebene wies GCI ein EBITDA von 6,1 (3,9) Mio. Euro bzw. ein EBIT in Höhe von 4,1 (3,2) Mio. Euro aus. Das Ergebnis vor Steuern stagnierte jedoch vor dem Hintergrund des im Zuge der Übernahmen verschlechterten Finanzergebnisses mit 2,4 (2,5) Mio. Euro auf dem Vorjahresniveau. Ein Nachsteuerergebnis wies GCI im Quartalsbericht nicht aus. So ist auch das Ergebnis je Aktie von 0,11 (0,13) Euro unseres Erachtens nur als Indikation zu verstehen, da die Anteile Dritter in der GCI-Rechnung nicht eliminiert wurden.

Insgesamt werten wir das erste Quartal aus operativer Sicht als gut. Das Problem ist derzeit, dass der Kapitalmarkt die Kompetenz von vergleichbaren Beteiligungsgesellschaften im Allgemeinen und bei GCI im Extremen nur an der Exit-Fantasie misst, die aufgrund der weiterhin durchwachsenen Lage an den Kapitalmärkten derzeit mit vielen Fragezeichen versehen ist.

### **Moratorium über die Weserbank ohne Auswirkung für GCI**

Am 9. April musste die Bremerhavener Weserbank auf Anordnung der Finanzaufsicht BaFin ihre Türen für den Publikumsverkehr schließen. Obwohl GCI die jüngste Entwicklung bei der Weserbank „sehr bedauert“, ist sie laut eigenen Angaben von dieser Maßnahmen nicht betroffen. Die Weserbank hatte nach dem Ausstieg von GCI ihr Geschäftsmodell geändert. Laut Mitteilung der BaFin stellt dieses jedoch keine tragfähige Grundlage für das zukünftige Geschäft dar, weswegen sich die Bankenaufsicht zum Handeln gezwungen sah.

Die zuletzt noch bestehende Beteiligung in Höhe von 8,2 Prozent hat GCI im Jahr 2007 wertberichtigt, was sich in erhöhten Abschreibungen bemerkbar machte. Den auf die Weserbank entfallenden Anteil können wir jedoch von außen nicht quantifizieren. Insgesamt stiegen die Abschreibungen von GCI im abgelaufenen Jahr auf 5,4 (3,3) Mio. Euro.

### **Neue Beteiligungen werden in der GCI Automotive Holding gebündelt**

Mit dem strategischen Partner und GCI-Großaktionär ACP Capital auf Jersey gründet GCI die GCI Automotive Holding. Die GCI Management AG hält 60 Prozent der Anteile, der britische Partner die übrigen 40 Prozent.

In diesem Zusammenhang übernahm GCI Automotive 94 Prozent der Anteile an der Maschinenfabrik Spaichingen. Die akquirierte Firma ist ein Hersteller von hochwertigen Komponenten und Baugruppen für die Automobilindustrie und erwirtschaftete in 2007 mit 400 Mitarbeitern einen Umsatz von 67,5 Mio. Euro.

Geplant ist, die bereits bestehenden, von GCI bislang direkt gehaltenen Beteiligungen Dekorsy sowie Willisch & Sohn ebenfalls in die GCI Automotive Holding einzubringen, so dass die neue Gesellschaft ein Umsatzvolumen von 130 Mio. Euro erreichen würde.

### **Schätzungen für 2008 an Situation an den Kapitalmärkten angepasst**

Auf Basis des von GCI im jüngsten Quartalsbericht als Indikation veröffentlichten annualisierten Jahresumsatzes der erworbenen Beteiligungsgesellschaften in Höhe von mehr als 200 Mio. Euro haben wir unsere Schätzungen umfassend überarbeitet. Wir rechnen nunmehr mit einem Umsatz von 239,4 (bisher 120,0) Mio. Euro.

Das EBIT sehen wir auf einem Niveau von 12,0 (23,6) Mio. Euro. Diese Diskrepanz entsteht durch die von uns im Zuge der Neuakquisitionen erhöhte Materialaufwandsquote sowie die im Sonstigen Ergebnis fehlenden Exit-Erlöse. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir auf knapp 5 (bisher 15,3) Mio. Euro, was auf ein Ergebnis je Aktie von 0,25 Euro hinauslaufen würde.

In 2009 erwarten wir eine weitere Steigerung des EPS auf 0,34 (bisher 0,78) Euro. Wir haben unseren Schätzungen damit aus Vorsichtsgründen die Annahme zugrunde gelegt, dass GCI erst im Jahr 2010 im Zuge einer Auflösung des Exit-Staus an den Börsen wieder nahezu das Gewinnniveau von 2006 erreichen wird. Sollte sich das Kapitalmarkt- und vor allem das IPO-Klima schon früher deutlich aufhellen, können sich hieraus positive Überraschungen ergeben.

### **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 4,11 Euro pro Aktie. Dabei haben wir auch einen Abschlag von 10 Prozent berücksichtigt, der die im Zuge des Exits-Staus schwer zu hebenden Reserven in den Beteiligungsansätzen symbolisiert.

Der Median aus den KGVs der Beteiligungsfirmen Arques, Aurelius (neu in die Peer Group aufgenommen), GESCO und Indus beträgt 6,9 (bisher 6,3). Verbunden mit dem von uns geschätzten Gewinn je Aktie in Höhe von 0,25 Euro für 2008 ergibt sich fairer Wert von 1,73 Euro je Aktie. Zwar ist das KGV bei Beteiligungsgesellschaften aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle unseres Erachtens nur sehr 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 2,92 (bisher 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 3 Euro an, was deutlich unter dem alten Wert von 5 Euro liegt, aber die momentane Situation widerspiegelt.

Nichtsdestotrotz können sich die Bewertungen bei einer Aufhellung der Situation an den Finanzmärkten sehr schnell wieder nach oben bewegen, da in unserer Berechnung erhebliche Hebel in den verwendeten Parametern enthalten sind, die sich in diesem Fall dann überproportional positiv auf den Bewertungsansatz von Net Asset Value und DCF-Modell auswirken.

### **Fazit**

Während GCI im Zuge der fehlenden Exit-Erlöse zwar nachvollziehbare, aber dennoch enttäuschende Zahlen für 2007 präsentierte, hat die Gesellschaft unter Würdigung der derzeit schwierigen Lage für Beteiligungsgesellschaften unseres Erachtens ein akzeptables Zahlenwerk für das Auftaktquartal 2008 präsentiert. Aufgrund der nervösen Stimmung an den Weltbörsen, die von Rezessionsangst und der Subprime-Krise genährt wird, werden Beteiligungsgesellschaften inzwischen aber mit sehr hohen Abschlägen auf den inneren Wert ihrer Beteiligungen gehandelt.

Vor diesem Hintergrund notiert die GCI-Aktie mittlerweile auf dem tiefsten Stand seit Anfang 2005. Selbst unter Berücksichtigung der vorhandenen Risiken und der enttäuschenden Zahlen bewegt sich die Bewertung damit unverändert auf einem Niveau, das (Nach-)Käufe rechtfertigt. In Anbetracht des negativen Sentiments raten wir jedoch weiterhin sehr spekulativen Investoren, sich in der GCI-Aktie zu engagieren. Zudem sollten Käufe wegen der aktuell zu verzeichnenden Kursschwankungen streng limitiert werden.

Wir bestätigen daher unser Votum „Kaufen“, reduzieren unser Kursziel allerdings auf 3 Euro. Positive Impulse könnte neben einem aufgehellten Börsenumfeld und/oder erfolgreichen Exits aus dem GCI-Portfolio die Meldung zur Zahlung einer – im besten Fall bereinigt um die Gratisaktien sogar konstanten – Dividende bringen, die GCI aber erst mit der Einladung zur Hauptversammlung bekannt geben will.

## Aktionärsstruktur

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

## Termine

25. 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](mailto:gci@gci-management.de)

Internet: [www.gci-management.de](http://www.gci-management.de)

## Ansprechpartner Investor Relations:

Alexandra Istrati

Tel.: +49 (0) 89 / 20500 - 501

Fax: +49 (0) 89 / 20500 - 555

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

## Disclosures

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
21.01.2008	3,20 €	Kaufen	5,00 €
11.09.2007	3,99 €	Halten	5,53 €
24.05.2007	5,35 €	Kaufen	7,13 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	64,0%
Halten	29,5%	28,0%
Verkaufen	8,2%	8,0%

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

Firma	Disclosure
GCI Management AG	1, 4
Arques Industries AG	4, 5, 7
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](http://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.