

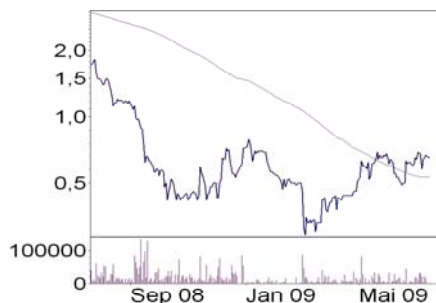
Akt. Kurs (20.07.09, 14:35; Ffm): 0,58 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **0,66 (0,86) EUR**

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

Kurzportrait

Gegründet als „Gesellschaft für Consulting und Implementierung“ als externe Beratungseinheit einer verbundenen Beteiligungsgesellschaft in 1991, ist GCI heute als Investmenthaus für den Mittelstand aufgestellt.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	1,84	0,29
Aktueller Kurs:	0,58	
Aktienzahl ges.:	20.607.291	
Streubesitz:	44,0%	
Marktkapitalis.:	12,0 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Anlagekriterien

Umsatzentwicklung in 2008 von Veränderungen im Portfolio geprägt

Am 13. Juli veröffentlichte GCI den Jahresabschluss für 2008. GCI verdoppelte demnach 2008 den Umsatz nahezu auf 192,5 (Vj. 95,1) Mio. Euro. Dazu trug die Erstkonsolidierung der Maschinenfabrik Spaichingen zum 1. April 2008 sowie die Tochterunternehmen der DEWI Components-Gruppe zum 1. Januar 2008 bei. Auf der anderen Seite musste die Pfaff-Gruppe insolvenzbedingt zum Halbjahresende 2008 entkonsolidiert werden, so dass gegenüber dem komplett in den Vorjahreszahlen enthaltenen Werten über 30 Mio. Euro an Umsätzen in 2008 im GCI – Konzernabschluss fehlten.

In der oben genannten Summe sind neben den Umsätzen aus dem operativen Geschäft enthaltenen Werte aus dem Beteiligungsverkauf enthalten. Diese entfielen in 2008 im Wesentlichen auf den Verkauf der GCI Anteile an der A. Hanhart GmbH & Co KG (1,4 Mio. €), der Hansen Sicherheitstechnik (0,4 Mio. €) und der Konsortium AG (0,3 Mio. €). Die Erlöse aus dem Verkauf von Anteilen an der L-Konzept Holding, der Independent Capital AG und Teilen an der Vantargis AG betragen jeweils weniger als 0,3 Mio. Euro.

Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	95	193	133	138
<i>bisher</i>	---	211	156	184
EBIT	4,3	-29,0	8,2	11,8
<i>bisher</i>	---	-13,5	8,1	31,0
Jahresüb.	1,3	-46,2	0,5	2,8
<i>bisher</i>	---	-20,8	1,4	20,6
Erg./Aktie	0,07	-2,37	0,03	0,14
<i>bisher</i>	---	-1,06	0,07	1,00
Dividende	0,30	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	0,25
KGV	8,1	neg.	22,3	4,3
Div.rendite	51,7%	0,0%	0,0%	0,0%

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

Das Beratungsgeschäft erzielte mit 1,2 (1,9) Mio. Euro einen um ein Drittel niedrigeren Umsatz als im Vorjahr, was GCI auf die allgemein schwierige Wirtschaftslage gegen Ende des Jahres zurückführte. Der in der Vantargis-Gruppe gebündelte Finanzbereich erwirtschaftete einen Umsatz in Höhe von 13,5 (2,6). Im Zuge der umfassenden Neuordnungen der GCI-Aktivitäten auf diesem Feld ist die 2008er-Zahl jedoch nicht mit dem Vorjahreswert vergleichbar, auch wenn sie uns in dieser Größenordnung positiv überrascht hat.

Insgesamt fiel der Umsatz um 8 Prozent niedriger aus, als von uns geschätzt (siehe linke Spalte), was wir angesichts der massiven konjunkturellen Eintrübung zum Jahresende 2008 hin als noch im Toleranzbereich werten.

2008 auf Ergebnisebene von massiven Belastungen gekennzeichnet

In unserer Analyse von Mitte Februar hatten wir bereits massive Ergebnisbelastungen aus der Insolvenz der Gesellschaften Pfaff und des Automobilzulieferers Willis & Sohn in unsere Schätzungen mit eingerechnet. Jetzt kam auch noch die Insolvenz der Dehorsy hinzu. Somit verschlechterte sich die GuV-Position Sonstiges Ergebnis massiv auf minus 30,9 (Vj. -3,6) Mio. Euro. Auch die Abschreibungen erhöhten sich deutlich auf 35,5 (5,4) Mio. Euro. Auch wenn eine genaue Zuordnung schwierig ist gehen wir davon aus, dass circa. 20 Mio. Euro des Sonstigen Ergebnisses und circa 25 Mio. Euro Abschreibungen außerordentliche Belastungen darstellen und in dieser Größenordnung in einem „normalen“ Geschäftsjahr nicht angefallen wären.

Somit passt die von uns für das EBIT gewöhnlich verwendete Bezeichnung „Operatives Ergebnis“ im Falle GCI für das Geschäftsjahr 2008 in keinsten

Weise. Das publizierte EBIT fiel mit minus 29,0 (Vj. +4,3) somit deutlich negativ aus. Die Dimension der Belastungen unterstreicht unseres Erachtens, dass ein „operatives“ EBIT unter Herausrechnung der angesprochenen Sonderfaktoren bei circa plus 11 Mio. Euro gelegen hätte.

Weitere Belastungen ergaben sich durch das auf minus 10,0 (-1,5) Mio. Euro eingebrochene Finanzergebnis. Hier lag die Ursache hauptsächlich in einer Belastung von 10,9 (0,8) Mio. Euro aus der Neubewertung von Swap-Geschäften. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter verschlechterte sich somit deutlich auf minus 46,2 (+1,3) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von minus 2,37 (+0,07) Euro einher ging.

Insgesamt blieben die Ergebniskennziffern noch unter den in unserer Research-Note von Februar geäußerten pessimistischen Schätzungen. Wir gehen davon aus, dass GCI sämtliche Belastungsfaktoren im Jahresabschluss 2008 verarbeitet hat, um von Altlasten weitestgehend unbehelligt das nochmals schwierige Geschäftsjahr 2009 angehen zu können.

Operative Entwicklung auf Segmentebene in 2008 akzeptabel

Ein etwas besseres Bild von der wirtschaftlichen Lage bei GCI erhält der Investor bei der Betrachtung der verschiedenen Segmentergebnisse des GCI Konzerns. Dabei wird das Ergebnis in operative sowie „nicht den einzelnen Segmenten zuzuordnende“ Komponenten unterteilt. Diese Vorgehensweise führt zwar nicht zu besseren Zahlen im Jahresabschluss 2008, lässt jedoch eine differenziertere Betrachtung zu. Die addierten Segmentergebnisse ergeben folgerichtig nicht das Konzernergebnis.

Der Bereich Beratung erzielte demnach in 2008 bei einem Umsatz von 1,2 (Vj. 1,9) Mio. Euro ein Segmentergebnis in Höhe von 0,4 (1,4) Mio. Euro. Der Beteiligungsbereich als mit Abstand größtes Segment steuerte Umsätze in Höhe von 177,7 (90,6) Mio. Euro und ein Segmentergebnis von 109,6 (56,3) Mio. Euro zu den Konzernzahlen bei. Die Finanzdienstleistungssparte brachte es auf einen Umsatz von 13,5 (2,6) Mio. Euro und ein Segmentergebnis in Höhe von 13,7 (5,2) Mio. Euro. Der Grund für ein über dem Umsatz liegendes Segmentergebnis liegt hier in der Berücksichtigung der Sonstigen betrieblichen Erträge, während auf der anderen Seite in diesem Segment keine zuzuordnenden Materialkosten anfielen.

Das addierte Segmentergebnis belief sich in 2008 somit auf 123,7 (63,0) Mio. Euro. Unter Berücksichtigung der nicht den Segmenten zugeordneten Aufwendungen in Höhe von 152,7 (58,6) Mio. Euro ergibt sich das operative Ergebnis (EBIT) bzw. im Geschäftsbericht das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit, was jetzt mit den auf Konzernebene besprochenen Zahlen identisch ist. Diese betragen wie beschrieben minus 29,0 (+4,3) Mio. Euro.

Obwohl in der betriebswirtschaftlichen Literatur der Umfang der Zuordnung gerade von Gemein- und außerordentlichen Kosten zu den Segmenten umstritten ist, zeigt unseres Erachtens diese Betrachtungsweise eine andere Sichtweise auf die zunächst katastrophal wirkenden GCI-Zahlen für 2008. Wir gehen davon aus, dass bei einer gelungenen Sanierung der drei in Insolvenz gegangenen Unternehmen auf jeden Fall schwarze Zahlen ausgewiesen worden wären.

Auf der anderen Seite unterstreichen die hohen Aufwendungen außerhalb des operativen Geschäftes die enormen im Geschäftsmodell der GCI Management AG der Sanierung enthaltenden Risiken und Ergebnisauswirkungen bei fehlgeschlagenen Sanierungen von Unternehmen.

Erstes Quartal 2009 auf operativer Ebene zufriedenstellend

Mitte Mai veröffentlichte GCI die Zahlen für das erste Quartal 2009. Dies geschah zunächst unter Vorbehalt, da zu diesem Zeitpunkt der Jahresabschluss 2008 noch nicht festgestellt war.

Der Umsatz betrug im ersten Quartal 2009 28,4 (Vj. 48,4) Mio. Euro und erreichte somit etwas mehr als das Vorjahresniveau. Erstmals konsolidiert wurde Umsätze der Maschinenfabrik Spaichingen Gruppe in Höhe von 16,7 Mio. Euro. Aus dem Konsolidierungskreis des Vorjahres fielen Umsätze in Höhe von 16,7 Mio. Euro der insolventen Pfaff Industrie Gruppe heraus. Weitere 17,8 Mio. Euro flossen wegen des Verkaufs der Anteile an der DEWI Components-Gruppe im Herbst 2008 nicht mehr in die Zahlen des ersten Quartals 2009 ein.

Das Ergebnis vor Finanzergebnis, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) reduzierte sich um ein Viertel auf 4,4 (6,1) Mio. Euro. Da mit 2,5 (2,0) Mio. Euro etwas höhere Abschreibungen als im Vorjahr anfielen, bildete sich das operative Ergebnis (EBIT) um über die Hälfte auf 1,9 (4,1) Mio. Euro zurück. Laut Unternehmensangaben wurde das Finanzergebnis erneut durch den negativen Bewertungseinfluss von zur Zinsrisikoabsicherung von Tochtergesellschaften eingesetzten Derivaten in Höhe von 2,7 Mio. Euro belastet.

Das Ergebnis vor Steuern rutschte auch aufgrund des erwähnten Effektes mit minus 2,4 (+ 2,4) Mio. Euro in die roten Zahlen. Offiziell hat GCI im Quartalsbericht zudem noch das Ergebnis je Aktie vor Minderheitsanteilen veröffentlicht. Dieses wurde mit minus 0,10 Euro je Anteilsschein auf Basis der Aktienzahl von 20,6 Mio. Stück berechnet. Die Eigenkapitalquote entwickelte sich per Ende März 2009 mit 25,0 (25,9) Prozent stabil.

Insgesamt werten wir die Zahlen auf operativer Ebene vor dem Hintergrund der Wirtschaftskrise als akzeptabel. Zudem hoffen wir, dass die negativen Nachwirkungen der außerordentlichen Effekte aus 2008 mit dem ersten Quartal abgearbeitet worden sind und somit GCI trotz der Wirtschaftskrise im Jahresverlauf auch unter dem Strich schwarze Zahlen schreiben wird.

Schätzungen für 2009 und 2010 erneut überarbeitet

Wir haben unsere Schätzungen auf Basis der GCI-Zahlen für das erste Quartal und der allgemeinen Vorhersagen der Wirtschaftsforschungsinstitute nochmals überarbeitet und nach unten angepasst. Als Indikation für die gesamte Gruppe gab GCI im Quartalsbericht an, dass man bei der größten Beteiligung, der Maschinenfabrik Spaichingen derzeit von einer um fast ein Drittel niedrigeren Auftragslage in 2009 ausgeht.

Wir rechnen somit jetzt nur noch mit einem Gesamtumsatz von 133,2 (bisher 156,4) Mio. Euro aus. In dieser Summe sind neben den operativen Gesellschaften im Industriebereich auch die Erlöse aus dem Beratungsgeschäft und dem Finanzbereich enthalten. Für diesen haben wir die Umsätze auf 14,0 (2,2) Mio. Euro deutlich erhöht, da wir zum einen die dortige Geschäftsdynamik unterschätzt haben, zum anderen aber auch die Umgliederungseffekt aus anderen Sparten von außen schwer einschätzbar waren.

Auf der Ergebnisseite haben wir im Zuge der eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen im operativen Bereich und der erwarteten niedrigeren außerordentlichen Aufwendungen unsere Prognose für das Ergebnis vor Finanzergebnis, Abschreibungen und Steuern erhöht. Wir gehen jetzt von einem EBITDA in Höhe von 16,5 (bisher 12,8) Mio. Euro aus. Das operative Ergebnis

(EBIT) haben wir jedoch aufgrund eines aus Vorsichtsgründen höheren Ansatzes für Abschreibungen in Höhe von 8,3 (bisher 4,7) mit 8,2 (8,1) nahezu unverändert belassen.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir jetzt bei 0,5 (1,4) Mio. Euro. GCI geht momentan von einem Nachsteuerergebnis vor Anteilen Dritter von 2,5 Mio. Euro aus. Wir liegen aus Vorsichtsgründen, die wahrscheinlich hauptsächlich auf dem Posten Abschreibungen beruhen, mit unserer korrespondierenden Schätzung in Höhe von 1,5 (4,4) Mio. Euro somit etwas unter der GCI-Prognose. Unter dem Strich würden unsere Schätzungen ein Ergebnis je Aktie von 0,03 (0,07) Euro bedeuten. Eine Dividendenaus-schüttung erwarten wir für das Geschäftsjahr 2009 folglich nicht.

In 2010 erwarten wir nur eine leichte Erholung des operativen Geschäftes, gehen jedoch nach derzeitigem Kenntnisstand nicht von nennenswerten Unternehmensverkäufen aus. Wir rechnen jetzt mit einem Umsatz von 138,0 (bisher 184,3) Mio. Euro. Der Jahresüberschuss sollte sich nach dem Wegfall der außerordentlichen Belastungen der jüngeren Vergangenheit auf 2,8 (20,6) zwar erholen, dürfte aber aufgrund des Basiseffektes erheblich unter unserem bisherigen Ansatz bleiben. Das Ergebnis je Aktie sollte 0,14 (1,00) betragen, so dass wir momentan auch für 2010 nicht mit der Zahlung einer Dividende rechnen.

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) errechnen wir auf Basis der erhöhten Aktienzahl einen NAV („Innerer Wert“) von 1,07 (bisher 1,31) Euro pro Aktie.

Der nochmalige Rückgang reflektiert neben dem zurückgegangenen Bewertungs-niveau der börsennotierten Beteiligungen auch unsere sehr vorsichtigen Wertansätze. Darüber hinaus haben wir unseren Bewertungsabschlag auf 40 (33) Prozent erhöht, um zu berücksichtigen, dass die Reserven im GCI-Unternehmensportfolio im Zuge der verstopften Exit-Kanäle im Beteiligungs-sektor bis auf Weiteres nur schwer zu heben sein dürften. Zudem haben wir die Beteiligung am Leipziger Solarpark wegen der unseres Erachtens nicht repräsentativen Aussagekraft des Börsenkurses in Folge der sehr geringen Börsenumsätze nicht mit dem vollständigen Wert angesetzt.

Der Median aus den KGVs der Beteiligungsfirmen Arques, Aurelius, GESCO und Indus beträgt 9,7 (bisher 5,9). In Verbindung mit dem von uns geschätzten Gewinn je Aktie in Höhe von 0,03 (0,07) Euro für 2009 ergibt sich ein fairer Wert von 0,25 (0,41) Euro je Aktie, was die derzeit sehr zurückhaltende Bewertung von Beteiligungsgesellschaften an der Börse widerspiegelt. Zwar ist das KGV bei Beteiligungsfirmen aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle unseres Erachtens weiterhin 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 0,66 (bisher 0,86) Euro. Dieser Wert liegt leicht über dem aktuellen Kursniveau. Wir verweisen hier als Beispiel auf mögliche weitere Belastungen im Sektor Automobilzulieferer, der bei GCI stark ausgeprägt ist.

Insofern raten wir dem Anleger, Bestände bei Erholungen, die den Aktienkurs über unser Kursziel tragen, abzubauen. Die „wahre“ Ertragsstärke von GCI ist momentan schwer einzuschätzen. In Verbindung mit den nach wie vor vor-

handenen Risiken bei GCI drängt sich unseres Erachtens ein Einstieg momentan nicht auf. Für spekulative Investoren erneuern wir die unsere Halteempfehlung. Andere Anleger sollten eine Normalisierung des Umfeldes für Beteiligungsgesellschaften in jedem Fall abwarten.

Fazit

Die operativen GCI-Zahlen fielen vor dem Hintergrund der massiven Eintrübung des wirtschaftlichen Umfeldes unseres Erachtens sowohl in 2008 als auch im ersten Quartal 2009 noch akzeptabel aus. Auch die Betrachtung des Segmentberichtes unterstützt diese Sichtweise.

Auf der anderen Seite entstanden enorme außerplanmäßige Aufwendungen im Zuge der Insolvenzen bei der Pfaff Industrie Maschinen AG, der Dehorsy GmbH und bei Wilisch & Sohn. Kritische Beobachter von GCI werden sich hier bestätigt fühlen, dass derartigen Aufwendungen stets in der Bewertung mit berücksichtigt werden müssen.

Insgesamt haben wir aufgrund der derzeitigen Verwerfungen an den Finanz- bzw. Beteiligungsmärkten deshalb die Unternehmenswerte im GCI-Portfolio weiterhin sehr vorsichtig angesetzt. Insofern behalten wir unsere Halteempfehlung für spekulative Investoren bei. Andere Investoren sollten bei Interesse für das durchaus interessante Geschäftsmodell von GCI jedoch eine nachhaltige Erholung der Beteiligungsmärkte und die Auflösung des Exit-Staus abwarten und bis dahin bei einem Überschreiten des Kurszieles eher Bestände abbauen.

Wir senken unser Kursziel aus Vorsichtsgründen um 20 Cent auf 0,66 Euro und behalten unsere Halteempfehlung bei.

Gewinn- und Verlustrechnung

GCI Management AG										
in Mio. €	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Erlöse aus dem Verkauf von Beteiligungen und Wertpapieren des Umlaufvermögens sowie aus dem Beteiligungsbereich	90,6	95,3%	177,7	92,3%	118,0	89%	122,0	88%	140,0	89%
			96,1%		-33,6%		3,4%		14,8%	
Beratungs- und Provisionserlöse	1,9	2,0%	1,2	0,6%	1,2	0,9%	1,5	1,1%	2,2	1,4%
Zins und Provisionserlöse (Finanzbereich)	2,6	2,7%	13,6	7,1%	14,0	10,5%	14,5	10,5%	15,0	9,5%
Konzernumsatzerlöse	95,1	100,0%	192,5	100,0%	133,2	100%	138,0	100%	157,2	100%
Veränderung zum Vorjahr			102,4%		-30,8%		3,6%		13,9%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	47,4	49,8%	96,5	50,1%	66,6	50,0%	69,3	50,2%	75,8	48,2%
			103,6%		-31,0%		4,0%		9,4%	
Sonstiges Ergebnis	-3,6	-3,8%	-30,9	-16,1%	-12,0	-9,0%	-10,0	-7,2%	-10,0	-6,4%
Veränderung zum Vorjahr			758,3%		-61,2%		-16,7%		0,0%	
Personalaufwand	34,4	36,2%	58,6	30,4%	38,1	28,6%	38,6	28,0%	42,8	27,2%
Veränderung zum Vorjahr			70,3%		-35,0%		1,4%		10,7%	
EBITDA	9,7	10,2%	6,5	3,4%	16,5	12,4%	20,1	14,6%	28,7	18,2%
Veränderung zum Vorjahr			-33,0%		153,9%		21,7%		42,8%	
Abschreibungen	5,4	5,7%	35,5	18,4%	8,3	6,2%	8,3	6,0%	8,5	5,4%
Veränderung zum Vorjahr			557,9%		-76,7%		0,3%		2,5%	
EBIT	4,3	4,5%	-29,0	-15,1%	8,2	6,2%	11,8	8,6%	20,2	12,8%
Veränderung zum Vorjahr			-773,7%		-128,4%		43,1%		71,0%	
Finanzergebnis	-1,5	-1,6%	-10,0	-5,2%	-6,5	-4,9%	-5,8	-4,2%	-6,0	-3,8%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	2,8	2,9%	-39,0	-20,3%	1,7	1,3%	6,0	4,4%	14,2	9,0%
Steuerquote	57,1%		11,0%		12,0%		12,0%		15,0%	
Ertragssteuern	1,6	1,7%	3,7	1,9%	0,2	0,2%	0,7	0,5%	2,1	1,4%
Jahresüberschuss	1,2	1,3%	-42,7	-22,2%	1,5	1,2%	5,3	3,8%	12,1	7,7%
Veränderung zum Vorjahr					-103,6%		243,8%		128,2%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	-0,1		3,5		1,0		2,5		3,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	1,3	1,4%	-46,2	-24,0%	0,5	0,4%	2,8	2,0%	9,1	5,8%
Anzahl der Aktien	18,163		19,526		20,607		20,607		20,607	
Gewinn je Aktie	0,07		-2,37		0,03		0,14		0,44	

Aktionärsstruktur

ACP	27,66%
Dr. Aufschnaiter	11,37%
Dr. Wahl	11,37%
Nikolaus von Seemann	3,70%
Streubesitz	45,90%

Termine

Ende Juli 2009	Hauptversammlung
Ende August 2009	Veröffentlichung des Halbjahresberichtes 2009
Mitte November 2009	Neunmonatsbericht 2009

Kontaktadresse

GCI Management AG
Brienner Straße 7
D-80333 München

Email: gci@gci-management.de

Internet: 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

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
10.02.2009	0,50 €	Halten	0,86 €
06.06.2008	2,35 €	Kaufen	3,00 €
21.01.2008	3,20 €	Kaufen	5,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	53,2%	55,6%
Halten	27,8%	29,6%
Verkaufen	19,0%	14,8%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
GCI Management AG	1

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.