GFN AG

Spekulation auf den Turnaround

Entwicklung der Zahlen abwarten

Executive Summary

Überdurchschnittliches Wachstum in den letzten Jahren. Einer der größten herstellerunabhängigen Anbieter im Aus- und Weiterbildungsmarkt ist hierzulande die am Neuen Markt notierte GFN AG. Das Unternehmen hat sich in den letzten Jahren darauf konzentriert, die Marktstellung durch Akquisitionen anderer Anbieter auszubauen. Die Übernahmen haben zu einer starken Ausweitung der Umsätze beigetragen.

Wachstum drückt auf Ertrag und Aktienkurs. Durch die zahlreichen Akquisitionen und Investitionen in das interne Wachstum rutschte die Gruppe tief in die roten Zahlen und ist momentan nicht in der Lage, einen ausschüttungsfähigen Gewinn auszuweisen. Hinzu kommt, dass die Refinanzierung, die zumeist über Kapitalerhöhungen durchgeführt wurde, zu einer großen Verwässerung für die Aktionäre geführt hat. Die Folge ist, dass die GFN-Aktie aktuell weit von ihren historischen Höchstständen entfernt ist.

Überschreiten des Break-Evens in 2002? Vorrangiges Ziel von GFN ist daher das Erreichen der Gewinnschwelle. Ein erstes Etappenziel wurde dabei bereits erreicht: die GFN-Gruppe konnte in den ersten neun Monaten des Jahres 2000 vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA) ein positives Ergebnis ausweisen. Sofern GFN den eingeschlagenen Weg konsequent weitergeht, halten wir es für möglich, dass bereits im kommenden Jahr die Gewinnschwelle erreicht wird. Dazu sollten aber die Planzahlen des Unternehmens abgewartet werden

Konsolidierung des Marktes wird Vorteile für große Anbieter bringen. Der Aus- und Weiterbildungsmarkt bietet GFN in den kommenden Jahren erhebliches Wachstumspotential. Dies ergibt sich weniger aus dem Wachstum des Gesamtmarktes, sondern vielmehr aus der Tatsache, dass der Markt heute durch eine starke Fragmentierung gekennzeichnet ist. Steigende Qualitätsanforderungen an die Anbieter von Fortbildungsseminaren lassen hier eine Konsolidierung in den kommenden Jahren erwarten. Eine profitable GFN-Gruppe wird als einer der größten Player im Markt überproportional profitieren können.

Aufwärtspotential für die GFN-Aktie. Derzeit wird die GFN-Aktie deutlich unter dem bilanziellen Eigenkapital gehandelt. Sobald das Unternehmen die Gewinnzone erreicht, ergibt sich daher Aufwärtspotential für die Aktie. Nach dem Erreichen der Gewinnschwelle weist die Aktie aufgrund des Marktumfeldes wieder Wachstumsphantasie auf. Anleger sollten daher die Entwicklung der nächsten Ergebnisse der Gruppe beobachten. Sollten diese weiterhin ein Näherrücken des Break Evens signalisieren, können spekulative Anleger auf den Turnaround spekulieren und eine Bodenbildung der Aktie nutzen, um eine Position aufzubauen.

GFN-Gruppe selbst Übernahmekandidat? Sollten fundamentale Verbesserungen des Unternehmens sich nicht in einer höheren Bewertung niederschlagen, könnte die GFN-Gruppe durchaus auch selbst zum Übernahmekandidaten werden. Immerhin könnte ein Wettbewerber durch eine Akquisition der GFN-Gruppe seine Marktposition erheblich stärken. Schließlich steht der Marktbewertung von nur 16 Mio. Euro Umsätze in Höhe von 40 Mio. Euro gegenüber. Auch könnte auf diesem Weg kostengünstig Personal akquiriert werden. Der hohe Streubesitz von 76% bietet zudem optimale Voraussetzung für einen potentiellen Aufkäufer.

Kurs 20.03.2001
2,95 Euro

Hoch / Tief 52 Wochen
9,65 Euro/ 2,70 Euro

WKN
587980

Segment
Neuer Markt

Marktkapitalisierung
15,97 Mio. Euro

Aktienzahl
5,415 Mio. Stückaktien

Aktionärsstruktur
24% Volker Gallatz (Vorstand) und Familie
76% Streubesitz

Herausgeber:
www.gsc-research.de

Autor:
Matthias Kurzrock

Kontakt:
info@gsc-research.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary 1

Inhaltsverzeichnis 2

1.) Der Aus- und Weiterbildungsmarkt

Boom in den IT-Branchen bewirkt Verknappung qualifizierter Fachkräfte und verschärft Bildungsbedarf 4

Extrem zersplitterter Markt von Kleinstanbietern dominiert 4

2.) Die GFN AG

Ausgehend vom Kerngeschäft „Classroom"-Teaching zum Marktführer im Zukunftsmarkt E-Learning 5

Wettbewerbsvorteile durch flächendeckende Präsenz 5

E-Learning auch in Deutschland am Anfang eines Booms 5

GFN mit Ac@ademy von Anfang an im Markt mit dabei 6

Abhängigkeit von Lizenzgebern beseitigt 6

Entwicklung im Bereich E-Learning erheblich verhaltener als erwartet 7

Hohe Hebelwirkung bei erfolgreicher Entwicklung möglich 7

Consulting als weitere Umsatzquelle 7

Großteil der kleineren Wettbewerber auf Privatpersonen ausgerichtet 7

Interne Schulungszentren der Großkonzerne als Hauptkonkurrenten 8

Konkurrenz durch andere herstellerunabhängige Anbieter 8

3.) Unternehmensentwicklung und aktuelle Situation

Integrationsphase nach explosivem externem Wachstum wirkt vorerst belastend auf Ergebnis und weitere Expansion 9

Expansion drückt stark aufs Ergebnis 10

Aufwand für Umstrukturierung wurde unterschätzt 10

Bewertung unter Eigenkapital schwer einzuschätzen 11

Ertragslage bedarf genauer Betrachtung 11

Der steinige Weg zur Profitabilität 12

Sowohl Chancen als auch Risiken 13

Schwarze Zahlen als Grundlage für weiteres Wachstum 14

4.) Die GFN-Aktie

Erreichen des Break Even würde Potential bis zur Höhe des Eigenkapitals eröffnen 15

2001 nochmals ein Verlustjahr zu erwarten 15

Break Even im Jahr 2002? 15

Langfristige Entwicklung derzeit kaum quantifizerbar 16

Vom Übernehmer selbst zum Übernahme-Kandidaten? 16

Fazit 16

Kontaktadresse 17

Haftungsausschluss 17

1.) Der Aus- und Weiterbildungsmarkt

Boom in den IT-Branchen bewirkt Verknappung qualifizierter Fachkräfte und verschärft Bildungsbedarf

Der weltweite Markt für Informationstechnik, Telekommunikation, Hardware, Software und Services (ITK-Markt) stieg im Jahr 2000 um 10,1% auf 1,74 Billionen Euro. Zu diesem Ergebnis kam Ende 2000 eine Studie der European Information Technology Observatory (EITO). Darüber hinaus wird in der Studie für 2001 ein Wachstum von 9,1% auf 1,89 Billionen Euro erwartet, wobei die Wachstumsraten in Europa mit 11,3% in 2000 und 9,5% in diesem Jahr noch höher liegen.

Dieses Wachstum schlägt sich entsprechend in der Zahl der in der IT-Branche beschäftigten Personen nieder. Dies geht zumindest aus Zahlen hervor, die die Bundesanstalt für Arbeit kürzlich vorgelegt hat. Demnach ist die Zahl der Beschäftigten in diesem Segment im vergangenen Jahr um ca. 50.000 Personen angestiegen. Unter diesen waren etwa 5.000 ausländische IT-Experten, die im Rahmen der im letzten Jahr eingeführten Greencard durch Unternehmen in Deutschland angeworben wurden. Experten erwarten, dass das gesamte Kontingent von 10.000 Greencards bis zum Sommer ausgeschöpft sein wird.

Damit wird der Bedarf an IT-Fachkräften in Deutschland aber noch lange nicht gedeckt sein. So bezifferte z.B. Anfang 2001 Margareta Wolf, Parlamentarische Staatssekretärin im Wirtschaftsministerium, den Mangel an IT-Experten auf etwa 75.000 bis 100.000 Personen. Ähnliche Zahlen hat der Zentralverband der Elektronik- und Elektroindustrie (ZVEI) bereits 1999 genannt.

Extrem zersplitterter Markt von Kleinstanbietern dominiert

In Anbetracht des Fachkräftemangels gewinnt die Aus- und Weiterbildung im IT-Sektor zunehmend an Bedeutung. Diese wird von auf IT-Training spezialisierten Firmen angeboten. Bereits 1999 betrug das Volumen des IT-Trainingsmarktes in Deutschland laut einer Untersuchung der International Data Corporation (IDC) etwa 1,28 Mrd. Euro.

Mittlerweile dürfte dieser Wert noch höher liegen. Dabei sind es nicht nur Unternehmen, die ihre Mitarbeiter in IT-Kenntnissen fortbilden lassen, sondern auch die Bundesanstalt für Arbeit, die immer mehr Arbeitslose auf eine Tätigkeit im IT-Sektor vorbereiten lässt, da hier erheblicher Mangel an Fachkräften besteht.

In Deutschland gibt es ungefähr 35.000 Bildungsträger, darunter auch etwa 2000 staatlich anerkannte und öffentlich geförderte Einrichtungen inklusive kirchlicher, gewerkschaftlicher und öffentlicher Einrichtungen der Handelskammern. Bei der Mehrzahl dieser Bildungsträger handelt es sich um kleine, überwiegend lokale und regionale Anbieter von Trainingsprogrammen.

So stellte etwa die Hamburger Unternehmensberatung Lünendonk Consultancy & Research im Jahr 1999 in einer Studie fest, dass es sich bei der Hälfte der IT-Weiterbildungsanbieter um Freiberufler und kleine Unternehmen mit ein bis zwei Mitarbeitern handelt. Weitere 25% beschäftigen höchstens drei bis fünf Mitarbeiter. Nur knapp 10% aller Anbieter sind Unternehmen mit mehr als 25 fest angestellten Personen.

2.) Die GFN AG

Ausgehend vom Kerngeschäft „Classroom“-Teaching zum Marktführer im Zukunftsmarkt E-Learning

Die GFN-Gruppe ist einer der größten herstellerunabhängigen Anbieter von Fortbildungsmöglichkeiten im IT-Sektor und deckt mit ihren Seminaren die Bereiche Internet, Intranet, Security, Netzwerk und Datenkommunikation ab; die gesamten Dienstleistungen der GFN-Gruppe sind momentan in 14 verschiedene Segmente untergliedert.

GFN konzentriert sich auf das Angebot von Hersteller-Zertifikaten. In diesem Bereich ist das Unternehmen größter autorisierter Trainingspartner Deutschlands für Microsoft, Novell, Compaq und Checkpoint Software. Darüber hinaus ist GFN autorisierter Partner von Unternehmen wie beispielsweise Lotus, AVM, Business Objects und SCO. Seit dem Februar 2001 gehört GFN außerdem zu den wenigen autorisierten Trainingspartnern von Sun Microsystems.

Wettbewerbsvorteile durch flächendeckende Präsenz

Durch die enorme Expansion der letzten Jahre ist die GFN-Gruppe heute mit 13 Standorten flächendeckend in Deutschland vertreten. Die deutschlandweite Präsenz ist ein wesentliches Merkmal, mit dem sich GFN von den meisten anderen herstellerunabhängigen Anbietern unterscheidet. Nur so ist es dem Unternehmen möglich, auch große Unternehmen als Kunden zu gewinnen.

Mittlerweile zählt die Hälfte der Top-500-Unternehmen in Deutschland zum Kundenkreis. Hierzu gehören beispielsweise die Adam Opel AG, Aral, die Deutsche Post und die Deutsche Telekom. Das Vertrauen der Telekom in die Dienstleistungen der GFN-Gruppe wurde im vergangenen Jahr besonders deutlich, als das Unternehmen den Fortbildungsvertrag verlängert hat: GFN qualifiziert weiterhin Telekom-Mitarbeiter in den aktuellen Microsoft-Office-Produkten.

Des Weiteren macht die flächendeckende Präsenz GFN zum optimalen Partner der Arbeitsämter bei staatlich geförderten Weiterbildungsmaßnahmen. Gerade in Zeiten hoher Arbeitslosigkeit bietet die Arbeitsverwaltung vielen Beschäftigungslosen die Möglichkeit, sich durch eine Fortbildung neue Chancen im Berufsleben zu erarbeiten. So ließ beispielsweise der Präsident der Bundesanstalt für Arbeit im Januar verlautbaren, dass durch die Arbeitsämter im vergangenen Jahr mit insgesamt 46.000 Arbeitslosen 16.000 mehr ausgebildet seien als noch 1998.

Darüber hinaus erzielt GFN Umsätze aus Programmen der Europäischen Union sowie anderer Förderstellen der Länder. Insgesamt besuchen pro Jahr ungefähr 55.000 Teilnehmer die Seminare der GFN-Gruppe.

E-Learning auch in Deutschland am Anfang eines Booms

Der Aus- und Weiterbildungsmarkt wird derzeit noch dominiert vom herkömmlichen „Classroom“-Teaching, jedoch hat der Einsatz neuer Technologien in den letzten Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen. Besonders CD-Roms und Videobänder haben sich als sinnvolle Hilfsmittel erwiesen.

In der jüngeren Vergangenheit wurden Möglichkeiten entwickelt, Seminare über Intranets und das Internet abzuwickeln. Diese Medien bieten erheblich Vorteile: das Lernen kann hierdurch zeit- und ortsungebunden durchgeführt werden. Die Lerngeschwindigkeit richtet sich nicht nach einer Seminargruppe, sondern nach den individuellen Fähigkeiten des Nutzers. Auch reduzieren sich die Ausfallzeiten der Mitarbeiter, weil die Ausbildung berufsbegleitend am Arbeitsplatz stattfindet.

Die International Data Corporation (IDC) ermittelte 1999 im Rahmen einer Studie über den westeuropäischen IT-Trainingsmarkt, dass der Anteil technikbasierter Lernmethoden von 2% im Jahr 1998 auf 14% im Jahr 2003 steigen wird. Zu diesem starken Wachstum sollen besonders die Medien Intranet/ Internet beitragen. Das Marktvolumen in diesem Segment soll sich innerhalb des untersuchten Fünfjahreszeitraumes überdurchschnittlich erhöhen.

Bereits im Jahr 2003 sollen durch Training über Intra- bzw. Internet in Westeuropa fast 600 Mio. US$ umgesetzt werden. In 2003 soll der deutsche Anteil am westeuropäischen IT-Weiterbildungsmarkt bei ca. 21,1% liegen. Unterstellt man, dass diese Quote auch für das Segment Intranet/ Internet gilt, ergibt sich hieraus für Deutschland ein Marktpotential von über 125 Mio. US$.

GFN mit Ac@ademy von Anfang an im Markt mit dabei

Die GFN-Gruppe hat dieses Potential früh erkannt. Bereits im Frühjahr 1999 hat die Internet Training Institut Ac@demy AG, an der GFN mittelbar über die GNS Holding beteiligt ist, einen Lizenzvertrag mit einer Tochterfirma der CBT Group geschlossen. Die CBT Group ist eines der weltweit führende Unternehmen im Bereich des computerbasierten Trainings und entwickelt zum einen die zugrunde liegende interaktive Software, zum anderen werden E-Learning-Dienstleistungen im Internet angeboten. Die GFN-Gruppe hat im Rahmen der Lizenzvereinbarung die weltweiten Rechte an Online-Schulungen in deutscher Sprache erworben.

Bereits im Juni 1999 wurde im Geschäftsfeld E-Learning der Betrieb aufgenommen. Heute werden über die Seite www.ac@demy.de über 600 verschiedene Kurse angeboten. Die Teilnehmer des Online-Angebots erhalten dabei über das Internet 365 Tage im Jahr von 8 Uhr bis 23 Uhr Unterstützung von Trainern durch Testfragen, Zusatzinformationen und Fallbeispiele.

Abhängigkeit von Lizenzgebern beseitigt

Im November letzten Jahres gab es im Geschäftsfeld E-Learning eine grundlegende Veränderung: seither bietet GFN diese Dienstleistungen über eine eigene Plattform an. Die Investitionen in die Plattform haben zwar das Ergebnis der Gruppe im Jahr 2000 mit einem siebenstelligen Betrag belastet, dafür hat GFN hierdurch die Position im Markt weiter gesichert.

So hat sich GFN durch die eigene Plattform aus der Abhängigkeit von Lizenzgebern gelöst. Dies ist besonders vor dem Hintergrund von Bedeutung, dass beispielsweise die Lizenzvereinbarung mit der CBT Group im kommenden Jahr hätte verlängert werden müssen. Wäre es im Rahmen dieser Verhandlungen zu Schwierigkeiten gekommen, hätte dies das gesamte Online-Geschäft gefährdet.

Darüber hinaus kann GFN die eigene Plattform als „Blind Label Product“ anbieten. Andere Unternehmen können so auf die Infrastruktur von GFN die eigene Maske setzen und dadurch E-Learning-Dienste unter ihrem Namen anbieten. Der ehemalige Lizenznehmer GFN wird dadurch selbst zum Lizenzgeber, die Gruppe hat sich somit eine neue Erlösquelle geschaffen.

Bereits wenige Wochen nach der Fertigstellung der eigenen Plattform konnte GFN mit VIAG Interkom den ersten Partner melden. Danach wird Ac@demy als exklusiver Partner für IT-Schulungen im neuen Internet-Portal „e-nfrastruktur“ vertreten sein. GFN erwartet aus dieser Partnerschaft ein Umsatzvolumen von mindestens fünf Millionen Mark in den kommenden drei Jahren.

Entwicklung im Bereich E-Learning erheblich verhaltener als erwartet

Der Erfolg von Ac@demy ist für Außenstehende heute allerdings noch schwer abzuschätzen. Bisher ist lediglich bekannt, dass die Teilnehmerzahlen anfangs hinter den Erwartungen zurück geblieben sind. Zwar hat sich das Unternehmen noch nicht konkret zur Entwicklung der Teilnehmerzahlen geäußert, im Halbjahresbericht 2000 war aber von einem „verhaltenen Anlauf" die Rede. Entsprechend wurde eine Planumsatz-Unterschreitung um 2,5 Mio. Euro angekündigt.

Letzten Angaben des Unternehmens zufolge betrug der Umsatz im Jahr 2000 lediglich 0,5 Mio. Euro. Für das laufende Jahr erwartet GFN eine Steigerung auf 2 Mio. Euro. Die Gewinnschwelle wird im Segment E-Learning bei etwa 3,5 Mio. Euro erreicht. Von der „schwarzen Null", die ursprünglich bereits im Jahr 2000 realisiert werden sollte, ist vorerst keine Rede mehr. Anvisiert wird das Erreichen des Break Even jetzt für das Jahr 2002.

Prognosen zur Entwicklung der Teilnehmerzahlen sind nicht bekannt. Angesichts der Tatsache, dass derartige Prognosen aufgrund der fehlenden Erfahrungswerte auch mit großer Unsicherheit behaftet werden, erscheint die Zurückhaltung der Gesellschaft hier auch sinnvoll.

Hohe Hebelwirkung bei erfolgreicher Entwicklung möglich

Bei einer erfolgreichen Entwicklung des Bereiches E-Learning dürfte sich aus diesem Geschäftsfeld ein interessanter Hebel nicht nur für den Umsatz, sondern vor allen Dingen das Ergebnis der Gruppe ergeben: ein großer Teil der Aufbauinvestitionen war sofort aufwandswirksam und hat das Ergebnis in den letzten beiden Jahren erheblich belastet.

Entsprechend niedriger werden allerdings zukünftig auch die Abschreibungen in diesem Geschäftsfeld zu Buche schlagen, so dass den im Online-Bereich generierten Umsätzen lediglich diejenigen Aufwendungen gegenüber stehen, die sich aus dem operativen Betrieb ergeben, beispielsweise Gebühren für Servernutzung und Personalkosten für die Online-Trainer, zum größten Teil also fixe Kosten. Sind diese durch eine entsprechend hohe Teilnehmerzahl gedeckt, trägt jeder zusätzliche Teilnehmer zu einem positiven Ergebnis des Bereiches bei.

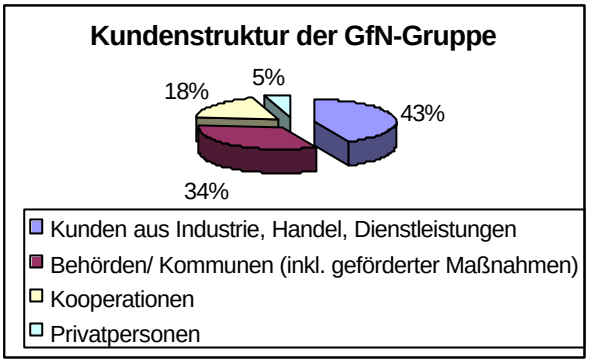
Die fixen Kosten für den operativen Betrieb werden zukünftig zwar steigen, etwa durch die Erhöhung der Trainer-Zahl. Diese Kostenerhöhung erfolgt allerdings nur, wenn eine entsprechend höhere Teilnehmerzahl dies erfordert.

Consulting als weitere Umsatzquelle

Unter der Holding GNS AG ist neben dem Bereich E-Learning der gesamte Beratungs- und Dienstleistungsbereich der GFN-Gruppe zusammengefasst. Im Geschäftsfeld IT-Services verknüpft GFN das intern ohnehin vorhandene Know-how mit bestehenden Kundenbeziehungen. In den ersten neun Monaten 2000 Jahres trug der Bereich mit 2,76 Mio. Euro fast 10% zum Gesamtumsatz bei.

Großteil der kleineren Wettbewerber auf Privatpersonen ausgerichtet

Der Wettbewerb im IT-Trainingsmarkt ist einerseits – siehe oben – durch die heterogene Struktur hinsichtlich der Größe der einzelnen Anbieter gekennzeichnet; zum anderen ist er durch heterogene Leistungsstrukturen geprägt: die Angebote der einzelnen Dienstleister zeichnen sich nicht nur durch unterschiedlichen Themen, sondern auch durch verschiedene Angebotsformen (Öffentliche Seminare, Langzeitlehrgänge, firmeninterne Veranstaltungen, Coaching etc.) aus. Beides erschwert eine vergleichende Darstellung der Wettbewerbssituation.



Für GFN trifft zumindest folgende Aussage zu: die Vielzahl kleiner Anbieter von Fortbildungs-Angeboten stellt für GFN nur sehr begrenzt eine Konkurrenz dar, da kleinere Anbieter sich vor allem auf Privatpersonen konzentrieren, weil ihnen für die Abwicklung größerer Aufträge einfach die notwendigen Kapazitäten fehlen. Da GFN jedoch lediglich 5% des Umsatzes mit Privatpersonen generiert, besteht hier praktisch kaum eine Überschneidung in Bezug auf die Zielgruppe.

Interne Schulungszentren der Großkonzerne als Hauptkonkurrenten

Dagegen steht die GFN-Gruppe besonders mit größeren Anbietern von Bildungsangeboten in intensivem Wettbewerb. Dazu gehören vor allem Unternehmen wie SAP, Siemens oder IBM, die ihre Kunden vorwiegend in Bezug auf ihre eigenen Produkte schulen. Neben den großen Konzernen ist auch die Dekra Akademie unter den bedeutenden Anbietern zu nennen. Die Dekra ist Teil der technischen Überwachungsvereinen und betreibt vor allem Schulungen im technisch-gewerblichen Bereich.

Gemessen an allen Weiterbildungsunternehmen belegt die GFN-Gruppe derzeit den fünften Rang im deutschen Markt. Unter den herstellerunabhängigen Unternehmen ist GFN mit der größte Anbieter. Gegenüber den herstellergebundenen Wettbewerbern hat GFN dahingehend einen Vorteil, dass die Seminare nicht mit der „rosaroten Brille“ des Herstellers geführt werden. Diese Neutralität, die GFN gegenüber den Schulungsthemen aufweist, kompensiert zumindest zum Teil die Größe der herstellergebundenen Anbieter.

Konkurrenz durch andere herstellerunabhängige Anbieter

Die beiden größten herstellerunabhängigen GFN-Konkurrenten sind Integrata und CDI Deutsche Private Akademie für Wirtschaft GmbH. Während GFN aber auf die Vermarktung von Herstellerzertifikaten spezialisiert ist, bietet die ebenfalls an der Börse notierte Integrata AG selbst entwickelte Seminare an.

Beide Unternehmen sind somit zwar im gleichen Markt, jedoch in unterschiedlichen Segmenten tätig. Insofern ist es schwierig zu beurteilen, inwieweit GFN und Integrata in Konkurrenz zueinander stehen.

Dagegen ist CDI mit ihrem Angebot eher mit der GFN-Gruppe vergleichbar. So ist auch die CDI Bildungspartner namhafter Unternehmen wie beispielsweise Microsoft, Oracle, SAP oder Intershop und bietet entsprechende Zertifizierungen dieser IT-Unternehmen an. CDI setzte 1999 rund 34 Mio. Euro um und beschäftigte rund 200 festangestellte sowie zahlreiche freie Mitarbeiter, womit das Unternehmen auch von der Größe her gut vergleichbar mit GFN ist.

Momentan stehen CDI und GFN an den Standorten Hamburg, Berlin, Frankfurt, Stuttgart und München in direktem Wettbewerb. Darüber hinaus ist CDI bundesweit in 16 weiteren Städten vertreten. Dies wird GFN berücksichtigen müssen, wenn die Gruppe in den kommenden Jahren regional weiter expandieren will.

3.) Unternehmensentwicklung und aktuelle Situation

Integrationsphase nach explosivem externen Wachstum wirkt vorerst belastend auf Ergebnis und weitere Expansion

Das Kerngeschäftsfeld der GFN-Gruppe besteht im Angebot von Aus- und Weiterbildungsprogrammen im IT-Sektor. Darüber hinaus erbringt das Unternehmen weitere IT-Services. Die Basis für die heutige GFN-Gruppe wurde im Frühjahr 1994 durch die Gründung der Gallatz & Fischer GbR gelegt. Im Sommer 1995 wurde die GFN AG gegründet, in die das Geschäft der GbR eingebracht wurde.

Im August 1997 wurde die Gesellschaft durch die Einführung der Aktien in den Freiverkehr für Außenstehende geöffnet, wobei insgesamt 280.000 Aktien bzw. 31,8% des Kapitals breit gestreut wurden. Seither hat GFN eine Reihe von Kapitalmaßnahmen durchgeführt. Mit der letzten Maßnahme wurde das Kapital Ende 1999 im Rahmen des Wechsels an den Neuen Markt um 1,2 Mio. Aktien erhöht, wodurch der Gesellschaft vor Abzug der mit der Platzierung verbundenen Kosten 12 Mio. Euro zuflossen. Heute stehen 5,415 Mio. Stückaktien aus.

Schon 1996 – also im dritten Jahr – konnte GFN einen Umsatz von 2 Mio. Euro ausweisen. In den Jahren 1998 und 1999 ergänzte das GFN-Management das organische Wachstum der Gruppe durch eine aggressive Übernahme- und Beteiligungsstrategie. In diesem Zusammenhang wurden folgende Transaktionen durchgeführt:

September 1998: GFN übernimmt 50% an der Gesellschaft für Netzwerkservice-Holding (GNS-Holding) AG. Die GNS-Holding ergänzt das Kerngeschäftsfeld von GFN durch zusätzliche EDV-Dienstleistungen. Von besonderer Bedeutung ist die 100prozentige Tochtergesellschaft Internet Training Privat-Institut AG, welche die Grundlagen für den neuen Geschäftsbereich E-Learning erstellt.

Ebenfalls im **September 1998** erfolgte die Übernahme von 100% der Anteile an der ODIN Training & Consulting GmbH. Das Schulungsunternehmen wies zu diesem Zeitpunkt bei einem Jahresumsatz von 1,84 Mio. Euro einen Gewinn von 300.000 Euro aus. Im März 2000 wurde die Odin GmbH in GFN Essen GmbH umfirmiert.

Dezember 1998: GFN übernimmt 51% der TraiCen GmbH. Für den in Münster ansässigen Anbieter von Aus- und Weiterbildungsseminaren wurde für das Jahr 1998 ein Umsatz von 2,81 Mio. Euro und ein Gewinn von etwa 0,5 Mio. Euro erwartet.

Juli 1999: Die GFN AG erhöht ihren Anteil an der GNS Holding auf 69%.

Oktober 1999: Akquisition von 74% der Anteile an der Netzwerk Beratung Informationssysteme Duisburg GmbH (NBI). Durch die Akquisition des Systemhauses erweiterte die GFN-Gruppe ihr Leistungsspektrum im Segment der komplexen Netzwerklösungen – angefangen von der Beratung bis hin zur Implementierung. Als Umsatzziel wurde für das Jahr 1999 ein Betrag von 4 Mio. Euro angegeben.

Die wohl bedeutendste Transaktion wurde im **Oktober 1999** mit der Übernahme der sieben Bildungszentren der Ditec Informationstechnologie AG durchgeführt, die mit über 35.000 Teilnehmern einen jährlichen Umsatz von mehr als 20 Mio. Euro erzielen. Infolge der Akquisition hat die GFN-Gruppe Umsatz, Mitarbeitzahl, Anzahl der Niederlassungen und Leistungsspektrum verdoppelt. Durch die Übernahme ist GFN flächendeckend in den wichtigsten Metropolen deutschlandweit vertreten und gehört zu den größten herstellerunabhängigen Netzwerkqualifizierern.

Expansion drückt stark aufs Ergebnis

Im Jahr 1999 rutschte das Ergebnis der GFN-Gruppe tief in die roten Zahlen. Die Gründe hierfür waren vielfältig: zum einen musste die Gruppe hohe akquisitionsbedingte Kosten verkraften, die unter anderem durch Schaffung der notwendigen Management- und Organisationsstrukturen oder durch Berater- und Provisionshonorare entstanden. Zum anderen belasteten Kosten in Höhe von etwa 1,78 Mio. Euro das Ergebnis, die im Rahmen des Segmentwechsels an den Neuen Markt und der dabei durchgeführten Kapitalerhöhung entstanden sind. Zudem schlugen Investitionen in den Aufbau der Online-Plattform Ac@demy zu Buche.

Besonders im Jahr 1999 hat GFN Ankündigungen gemacht, die letztendlich wieder revidiert werden mussten. So hat GFN noch im Dezember 1999 im Rahmen des Segmentwechsels an den Neuen Markt bekannt gegeben, man wolle im Jahr 2000 eine Gesamtleistung von 41,87 Mio. Euro erzielen. Für das Jahr 2001 wurde eine Gesamtleistung von etwa 51 Mio. Euro prognostiziert. Dabei wurde eine Umsatzrendite von 10% bis 12% in Aussicht gestellt.

Nach dem ersten Halbjahr 2000 wurden diese Zahlen deutlich nach unten reduziert: Laut Halbjahresbericht wird nur noch mit 38,34 Mio. Euro Umsatz bei einem EBITDA von 1,28 Mio. Euro für das Jahr 2000 gerechnet. Wären im Vorjahr die beiden übernommenen Unternehmen NBI und Ditec bereits ganzjährig konsolidiert worden, hätte die GFN-Gruppe bereits im Jahr 1999 einen Umsatz von über 35,7 Mio. Euro ausgewiesen. Dies zeigt, dass das organische Wachstum des Konzerns im letzten Jahr deutlich in den einstelligen Bereich gerutscht ist.

Aufwand für Umstrukturierung wurde unterschätzt

Die Abschwächung des Wachstums war zum großen Teil durch interne Umstrukturierungsmaßnahmen bedingt, die sich aus der Konsolidierung der zahlreichen Übernahmen ergab. So wurden in Berlin und Hamburg Standorte zusammen gelegt, am Standort Randolfzell wurde ein Management-Buy-Out durchgeführt, die Integration der Ditec-Bildungszentren band enorme Ressourcen und es wurden neue Managementstrukturen geschaffen.

Auch die Umsatzprognose für das Jahr 2001 musste GFN nach unten revidieren: Statt ursprünglich etwa 51 Mio. Euro peilt die Gruppe nun einen Umsatz von 41,9 Mio. Euro an. Von einer Umsatzrendite von 10% oder mehr ist vorerst keine Rede mehr. Die Korrektur der Prognose war notwendig geworden, weil GFN eine wichtige Akquisitionswährung verloren ging: aufgrund des starken Kursrückganges der GFN-Aktie stellt diese keine attraktive Tauschwährung mehr dar. Mit Übernahmen gegen Cash rechnen wir vor dem Hintergrund der aktuellen Verlustsituation ebenfalls nicht.

Entsprechend plant die GFN-Gruppe, das Umsatzziel von 41,9 Mio. Euro durch ein organisches Wachstum von 10% zu erreichen. Um das angepeilte Wachstum zu erzielen, stehen dem Unternehmen verschiedene Ansätze zur Verfügung:

- Eröffnung neuer Niederlassungen
- Erhöhung der Auslastung
- Ausbau des Projektgeschäftes

Die Eröffnung neuer Niederlassungen erscheint uns derzeit jedoch eher unrealistisch. Bevor es zu weiterer regionaler Expansion kommt, sollte die Integration der Übernahmen der letzten Jahre abgeschlossen werden. Auch sollten vorhandene Niederlassungen profitabel arbeiten, bevor neue Standorte gegründet werden.

Entsprechend bleibt GFN nur die Möglichkeit, durch Erhöhung der Teilnehmerzahlen und den Ausbau des Projektgeschäftes weiter zu wachsen. Angesichts eines Marktwachstums von nur etwa 6,5% mag mit Blick auf die erläuterten Ein-

schränkungen das angepeilte Wachstum von 10% ambitioniert erscheinen. Wir trauen GFN dennoch zu, dieses Ziel zu erreichen, da das Unternehmen in den letzten Jahren zeigte, dass man in der Lage ist, im schnelllebigen IT-Markt Fortbildungsbedürfnisse zu erkennen und entsprechende Seminare zu bieten.

Bestes Beispiel hierfür ist die private Berufsschule für technische Assistenten, die im letzten Jahr in Berlin eröffnet wurde. Die Berufsschule ist die erste private Einrichtung im IT-Sektor, die als staatliche genehmigte Ersatzschule anerkannt wurde. Der Start des ersten Kurses war ein großer Erfolg: für die 24 Teilnehmerplätze bewarben sich mehr als 170 Personen.

Bewertung unter Eigenkapital schwer einzuschätzen

GFN hat letztmalig mit dem Geschäftsbericht für 1999 eine Bilanz veröffentlicht. Dabei konnte der Konzern mit der Bilanz zum 31.12.99 eine solide Vermögens- und Finanzlage dokumentieren. So betrug das bilanzielle Eigenkapital 27,25 Mio. Euro und machte damit 63% der Bilanzsumme aus. Von den Verbindlichkeiten in Höhe von 10 Mio. Euro waren etwa 7,16 Mio. Euro binnen eines Jahres zurückzuführen. Diesen kurzfristigen Verbindlichkeiten standen liquide bzw. liquiditätsnahe Mittel von etwa 13,3 Mio. Euro und kurzfristige Forderungen von über 4,34 Mio. Euro gegenüber.

Geschäfts- oder Firmenwerte (GoF) stellten zum 31.12.99 fast 40% der Aktiva bzw. über 80% des Anlagevermögens dar. Dies ist ein Resultat der vielen Übernahmen der letzten Jahre: in der Regel wird bei Akquisitionen für ein Unternehmen mehr bezahlt, als das in der Bilanz ausgewiesene Vermögen ausmacht. Dadurch werden Assets abgegolten, die durch ihre Eigenschaften nicht bilanzierbar sind – zum Beispiel Kundenbeziehungen, Markennamen etc. Der Wert dieser Vermögensgegenstände ist objektiv nur schwer quantifizierbar. Deswegen sind wir als Außenstehende kaum in der Lage, die Werthaltigkeit der aktivierten Geschäfts- und Firmenwerte zu beurteilen.

Angesichts der Tatsache, dass GFN für die ersten neun Monate des letzten Jahres einen Verlust von etwa 2,2 Mio. Euro verbuchen musste, rechnen wir damit, dass das Eigenkapital heute noch bei 23 bis 24,5 Mio. Euro liegen dürfte.

Das Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) betrug in den ersten 9 Monate 0,46 Mio. Euro. Da das Zinsergebnis bei GFN nahezu ausgeglichen ist, kann aufgrund des positiven EBITDA davon ausgegangen werden, dass das Unternehmen cash-flow-positiv arbeitet. Insofern ist bei einem Finanzmittelbestand zum 30.09.00 in Höhe von 7,41 Mio. Euro trotz andauernder Verluste vorerst nicht mit Liquiditätsengpässen zu rechnen. Die Entwicklung des EBITDA bleibt in diesem Zusammenhang jedoch zu beobachten.

Ertragslage bedarf genauer Betrachtung

Bei der Betrachtung der Ertragslage erscheint es uns sinnvoll, das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit heranzuziehen, da mit diesem alle nachhaltigen Erfolgsbeiträge betrachtet werden. Außerordentliche Aufwendungen, wie sie beispielsweise bei GFN im Jahr 1999 infolge des Segmentwechsels an den Neuen Markt angefallen sind, werden dabei ebenso ausgeblendet wie außerordentliche Erträge. Seit 1998 entwickelte sich das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit wie folgt:

GFN-Gruppe	1998	1999	Q1 bis 3/2000
Erg.der gew.Geschäftstätigkeit	0,844	-5,043	-2,148

(Quelle: Geschäfts- und Quartalsberichte des Unternehmens nach IAS)

Während GFN noch 1998 ein positives Ergebnis ausweisen konnte, ist die Gruppe 1999 tief in die roten Zahlen gerutscht. Auch für die ersten neun Monate des abgelaufenen Jahres musste GFN ein negatives Ergebnis verbuchen – allerdings liegt dies etwa 1,28 Mio. Euro unter dem Verlust, der in der entsprechenden Vorjahresperiode entstanden ist.

Hier lohnt sich allerdings ein genauerer Blick: im Jahr 1998 konnte GFN 1,53 Mio. Euro durch die Aufgabe von Geschäftsbereichen erlösen. Ohne diese Erträge wäre das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit auch in diesem Jahr negativ ausgefallen.

Dies veranlasste uns, die Entwicklungen der einzelnen Aufwandsposten genauer zu untersuchen. Unsere Betrachtung konzentriert sich dabei auf die Aufwendungen, die durch den laufenden Geschäftsbetrieb entstanden sind: Personalkosten, Materialkosten, Abschreibungen und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Letztere beinhalten Miet- und Verwaltungs- bzw. Werbe-, Reise- und sonstige Vertriebskosten. Die Summe haben wir ins Verhältnis zum Umsatz gesetzt und somit eine Gesamtaufwandsquote gebildet:

GFN-Gruppe	1998	1999	Q1 bis 3/2000
Aufwandsquote:	168%	132%	109%

(Quelle: eigene Berechnung auf Basis der Geschäfts- u. Quartalsberichte von GFN nach IAS)

Die Veränderung der Aufwandsquote vom Jahr 1998 zum Jahr 1999 ist nur beschränkt aussagekräftig. Dies hängt damit zusammen, dass es wesentliche Veränderungen im Konsolidierungskreis gab. So hat GFN im Jahr 1998 Erträge aus assoziierten Unternehmen in Höhe von etwa einer Mio. Euro ausgewiesen. Ein großer Teil dieser Erträge wurde im Jahr 1999 nicht mehr unter diesem Posten erfasst, weil infolge der Aufstockung der Beteiligungsquoten die Ergebnisse der entsprechenden Gesellschaften durch die Vollkonsolidierung in den Konzernabschluss eingeflossen sind.

Im Jahr 1999 bzw. auch den ersten neun Monaten des letzten Jahres spielen die Ergebnisse aus assoziierten Ergebnissen im Verhältnis zum ausgewiesenen Umsatz nur noch eine untergeordnete Rolle. hsofern erhöht sich hierfür die Aussagekraft der Veränderung der Aufwandsquote. Deshalb ist die obige Zahlenreihe ein gutes Indiz dafür, dass sich der GFN-Konzern der Gewinnschwelle nähert.

Der steinige Weg zur Profitabilität

Mit der Expansion der letzten Jahre wurde ein enormes Umsatzwachstum realisiert. Erkauft wurde das Umsatzwachstum durch eine erhebliche Verwässerung für die Aktionäre, ohne dass sich der Gewinn entsprechend entwickelt hat. Nach dem hohen Verlust in 1999 ist es zwar erfreulich, dass die GFN-Gruppe in den ersten neun Monaten des vergangenen Jahres zumindest vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen wieder ein positives Ergebnis (EBITDA) verbuchen konnte.

Dies kann jedoch nur als ein Zwischenziel betrachtet werden: mittelfristig muss ein ausschüttungsfähiger Gewinn erzielt werden. Wie anhand der vorliegenden, öffentlich zugänglichen Informationen dargestellt, weist die GFN-Gruppe trotz der hohen Verluste der letzten Jahre eine solide Vermögens- und Finanzlage aus und bewegt sich im operativen Geschäft auf den Break Even zu.

Sowohl Chancen als auch Risiken

Neben der Entwicklung der Zahlen sprechen auch qualitative Argumente dafür, dass GFN die Gewinnschwelle in absehbarer Zeit erreicht. Hierzu gehören insbesondere folgende Punkte:

- Erprobtes Geschäftsmodell: Sieht man von dem neuen Geschäftsbereich E-Learning ab, verfolgt die GFN-Gruppe ein erprobtes Geschäfts-modell. Der Vorstandsvorsitzende Volker Gallatz ist bereits seit vielen Jahren im Bereich des IT-Trainings tätig und verfügt dementsprechend über das notwendige Know-how und die erforderliche Erfahrung.

- Wie oben dargestellt, hat GFN durch die Übernahmen eine starke Marktstellung erworben, wodurch die GFN-Gruppe angesichts des ansonsten stark fragmentierten IT-Trainingmarktes vermehrt Großaufträge von Unternehmenskunden und öffentlichen Einrichtungen akquirieren kann. Großkunden möchten nämlich die Fortbildung ihrer bundesweit tätigen Mitarbeiter möglichst durch einen einzigen Partner durchführen lassen. Kleine, regionale Weiterbildungs-Anbieter haben hier keine Chance, an Aufträge zu gelangen.

- Die zahlreichen Übernahmen der letzten Jahre bieten erhebliche Synergiepotentiale. So können beispielsweise gegenüber den Zertifizierungspartnern günstigere Preise beim Einkauf von Seminarunterlagen durchgesetzt werden. Darüber hinaus können Trainer zwischen verschiedenen Standorten ausgetauscht werden, wodurch die Auslastung verbessert werden kann. Die Gruppe kann somit wesentlich flexibler agieren als kleinere Unternehmen.

- Seit dem Einstieg in den Bereich E-Learning hat die GFN-Gruppe hierfür hohe aufwandswirksame Investitionen aufbringen müssen. Diese haben sich in den ersten neun Monaten des letzten Jahres sogar noch ausgeweitet. Im gesamten letzten Jahr lagen diese Investitionen bei ca. 1,8 Mio. Euro. Mittelfristig ist damit zu rechnen, dass die Aufbauinvestitionen für Ac@demy rückläufig sein werden.

Diesen Chancen stehen allerdings auch Risiken gegenüber:

- Trotz der langfristig positiven Aussichten des IT-Marktes könnte es kurzfristig zu einer Abschwächung kommen: die Entwicklung der Ergebnisse besonders in den USA haben in den letzten Wochen gezeigt, dass auch Unternehmen der IT-Branche gegen eine allgemeine wirtschaftliche Abkühlung nicht immun sind. Entsprechend besteht die Möglichkeit, dass sich eine Wachstumsabschwächung des IT-Marktes auch auf das Segment IT-Training auswirkt.
  Hierbei ist natürlich zu beachten, dass GFN etwa ein Drittel der Umsatzerlöse durch öffentlich geförderte Programme erzielt. Die Ausgaben für diese Programme dürften durch eine wirtschaftliche Abkühlung kaum beeinflusst werden.

- GFN hat die Entwicklung des Online-Trainings offensichtlich zu optimistisch eingeschätzt. Sollte sich zeigen, dass der Bereich E-Learning auch zukünftig langsamer als erwartet wächst, werden sich Verluste in diesem Geschäftsfeld weiter stark auf das Gesamtergebnis auswirken.

- Wie oben dargestellt, verfügt GFN trotz der Verluste der letzten Jahre momentan über ausreichend finanzielle Mittel. Sollte allerdings dennoch vor dem Erreichen der Gewinnzone weiterer Finanzbedarf bestehen, so könnte sich die Beschaffung dieser Mittel über die Börse als schwierig erweisen. Aufgrund der schlechten Kursentwicklung wäre eine erneute Kapitalerhöhung nämlich mit Sicherheit nicht einfach zu platzieren.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die GFN-Gruppe profitabel arbeiten kann, wenn sich das Unternehmen auf das Erreichen des Break Even konzentriert.

Schwarze Zahlen als Grundlage für weiteres Wachstum

Wie bereits erläutert, sind die Wachstumsmöglichkeiten von GFN aufgrund der aktuellen Verlustsituation begrenzt. Sobald die Gruppe aber positive Ergebnisse ausweist, rechnen wir mit einem erneuten Wachstumsschub des Unternehmens. Die dann vorhandene Finanzkraft versetzt das Management in die Lage, die regionale Ausweitung des Classroom-Trainings weiter auszubauen.

GFN ist nämlich schon heute in vielen großen Metropolen vor Ort, jedoch ist die Gruppe insbesondere in Nord- und Ostdeutschland bisher wenig vertreten. Auch in Nordrheinwestfalen ergeben sich angesichts der hohen Bevölkerungsdichte sicherlich Möglichkeiten für weitere Standorte, die die beiden bestehenden Bildungszentren ergänzen.

Die weitere regionale Expansion kann GFN zukünftig einerseits durch den Aufbau neuer Niederlassungen realisieren, andererseits werden sich sicherlich für das Unternehmen auf künftig günstige Gelegenheiten ergeben, kleinere Wettbewerber zu übernehmen, da in den kommenden Jahren weitere Veränderungen des Marktumfeldes zu erwarten sind: die Kunden der Aus- und Weiterbildungsunternehmen werden vermehrt Wert darauf legen, dass die Anbieter dauerhaft Kompetenz und Qualität in einer breiten Themenpalette bieten können.

Diesem Anspruch werden insbesondere viele der kleineren Anbieter kaum nachkommen können. Entsprechend stehen ihnen entweder die Konzentration auf Spezialthemen oder die Integration in einen größeren Unternehmensverbund als mögliche Optionen offen.

Darüber hinaus ergibt sich vor allem im Bereich Ac@demy großes Wachstumspotential. In diesem Zusammenhang sind insbesondere die oben beschriebenen Skaleneffekte interessant: ist eine gewisse kritische Größe erst einmal erreicht, wachsen die Kosten unterproportional im Vergleich zur Teilnehmerzahl.

4.) Die GFN-Aktie

Erreichen des Break Even würde Potential bis zur Höhe des Eigenkapitals eröffnen

Obigen Ausführungen dokumentieren die guten Chancen der GFN-Gruppe, das Umsatzziel von 41,9 Mio. Euro im laufenden Jahr zu erreichen. Darüber hinaus ergab die Betrachtung der Ertragslage, dass das Unternehmen sich auf gutem Wege befindet, die Gewinnschwelle zu erreichen. Für die Bewertung der Gruppe ist jedoch nicht nur entscheidend, dass schwarze Zahlen ausgewiesen werden, sondern vor allen Dingen, wann dies der Fall sein wird.

2001 nochmals ein Verlustjahr zu erwarten

Die momentan bekannten Zahlen deuten darauf hin, dass im laufenden Jahr noch einmal ein Verlust zu verbuchen sein wird. Ausschlaggebend hierfür sind die hohen Abschreibungen, die bereits in den ersten neun Monaten des letzten Jahres das Ergebnis mit über 2,66 Mio. Euro belasteten.

Vor dem Hintergrund, dass sich die Abschreibungen im Verlauf des Jahres linear entwickelt haben, erachten wir es als sachgerecht, diesen Betrag linear auf das Gesamtjahr hochzurechnen, woraus sich insgesamt Abschreibungen in Höhe von etwa 3,58 Mio. Euro ergeben. Bei einem Umsatz von 41,9 Mio. Euro müsste die GFN-Gruppe im laufenden Jahr somit eine EBITDA-Marge von ungefähr 8,5% erreichen, um bei ausgeglichenem Zinsergebnis als Vorsteuerergebnis eine schwarze Null ausweisen zu können.

In den ersten neun Monaten 2000 lag die EBITDA-Marge bei etwa 1,6%. Trotz der positiven Entwicklung des Unternehmens erscheint uns eine Steigerung der EBITDA-Marge von diesem Niveau auf 8,5% binnen Jahresfrist sehr ambitioniert. Deswegen gehen wir im Rahmen einer vorsichtigen Betrachtungsweise davon aus, dass die GFN-Gruppe im Jahr 2001 erneut einen Verlust wird ausweisen müssen. Dieser sollte allerdings deutlich unter dem Vorjahreswert liegen.

Break Even im Jahr 2002?

Die GFN-Gruppe hat für das Jahr 2002 bisher keine Planzahlen genannt. In der Vergangenheit hat das Unternehmen wiederholt durch publizierte Planzahlen hohe Erwartungen bei den Anlegern geschürt, die im nachhinein dann enttäuscht wurden. Insofern werten wir es positiv, dass GFN sich diesbezüglich mittlerweile zurückhält.

Aufgrund fehlender Planzahlen seitens des Unternehmens sollen folgende Überlegungen einen Anhaltspunkt für die Bewertung von GFN geben: langfristig peilt die GFN-Gruppe eine EBITDA-Marge von 10% bis 12% an. Sofern sich GFN wei-ter darauf konzentriert, den Break Even zu erreichen, sehen wir gute Chancen, dass im kommenden Jahr das erste Etappenziel mit einer EBITDA-Marge von 8,5% erreicht wird.

In diesem Fall könnte die Gruppe ein ausgeglichenes Ergebnis ausweisen. Sollte die GFN-Gruppe auch im Jahr 2002 in der Lage sein, durch internes Wachstum den Umsatz auszuweiten, könnte sogar ein Gewinn verbucht werden: wenn der Umsatz nächstes Jahr beispielsweise erneut um etwa 10% auf 46 Mio. Euro zulegen sollte, könnte GFN bei einer EBITDA-Marge von 8,5% einen Gewinn vor Steuern und Zinsen (EBIT) von etwa 0,35 Mio. Euro ausweisen. Näheren Aufschluss über die Planung des Unternehmens wird die Bilanzpressekonferenz am 28. März 2001 geben.

Langfristige Entwicklung derzeit kaum quantifizierbar

Die GFN-Aktie wird aktuell bei ungefähr 3,10 Euro gehandelt, woraus sich für das Unternehmen eine Marktkapitalisierung von knapp 17 Mio. Euro ergibt. Somit wird sie weit unter dem bilanziellen Eigenkapital in Höhe von 23 bis 24,5 Mio. Euro gehandelt, über das der Konzern nach unserer Beurteilung zur Zeit verfügt, entsprechend rund 4,5 Euro je Aktie.

Solange das Unternehmen jedoch Verluste ausweist und den Break Even noch nicht erreicht hat, erscheint ein derartiger Bewertungsabschlag allerdings nicht unberechtigt. Wenn sich aber abzeichnen sollte, dass GFN in 2002 die Gewinnzone erreicht, so ist eine Bewertung unter dem bilanziellen Eigenkapital nicht mehr gerechtfertigt.

Darüber hinaus gehendes Kurspotential hängt wesentlich von der Dynamik der Gewinnentwicklung ab. Da hierzu aber momentan keinerlei Anhaltspunkte vom Unternehmen vorliegen, kann hierüber lediglich gemutmaßt werden. Hoffen darf der Anleger hier auf den Bereich E-Learning, der im Erfolgsfall überproportionale Erträge beisteuern kann.

Vom Übernehmer selbst zum Übernahme-Kandidaten?

Aufgrund des Vertrauensverlustes der Anleger, der sich aufgrund einer zu hohen Erwartungshaltung und nicht erreichter Prognosen in der Vergangenheit ergab, besteht die Möglichkeit, dass die Börse auch fundamentale Verbesserungen des Unternehmens kurzfristig nicht mit höheren Kursen honoriert.

In diesem Fall könnte GFN unserer Meinung nach selbst zu einem Übernahmekandidaten werden. Immerhin könnte ein Konkurrent durch die Übernahme der GFN-Gruppe seinen Marktanteil signifikant erhöhen bzw. ein Konzern aus Übersee einen breiten Markteintritt erreichen. Einer Marktkapitalisierung von 16 Mio. Euro stehen immerhin momentan Umsätze von etwa 40 Mio. Euro gegenüber. Auch könnte auf diesem Weg kostengünstig Personal akquiriert werden.

Momentan beträgt der Streubesitz bei GFN etwa 76%. Lediglich 24% werden vom Vorstandsvorsitzenden Gallatz sowie dessen Familie gehalten. Ein derart hoher Streubesitz bietet gute Voraussetzungen, eine Übernahme selbst gegen den Willen des jetzigen Managements durchzuführen.

Fazit

Die GFN-Aktie befindet sich seit 1999 in einer ausgeprägten Abwärtsbewegung. Momentan sehen wir daher für langfristige Anleger keinen akuten Handlungsbedarf. Ende März wird GFN die Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr veröffentlichen, acht Wochen später folgt das Ergebnis des ersten Quartals 2001. Diese Zahlen werden einen ersten Anhaltspunkt darüber geben, ob die GFN AG das oben skizzierte Szenario wirklich umsetzen kann.

Wenn die Ergebnisse des vierten Quartals 2000 und des ersten Quartals im laufenden Jahr die erwartete positive Entwicklung dokumentieren, sollte hierdurch eine nachhaltige Bodenbildung der Aktie unterstützt werden. Eine im Jahresverlauf weiterhin positive Entwicklung und das Näherrücken des Break Even im Jahr darauf sollten positive Impulse für eine höhere Bewertung geben. In diesem Fall ist nicht mehr mit Kursen um 3 Euro zu rechnen.

Spekulative Anlegern ist anzuraten, die Aktie auf ihre Watchlist zu nehmen und im Falle einer Bodenbildung durch positive Zahlen im Bereich um 3 Euro erste Positionen aufbauen. Konservative Anleger warten erst das Erreichen des Break Even sowie einen eingeleiteten Aufwärtstrend ab, bevor sie den Einstieg wagen.

Kontaktadresse

GFN AG
Waldburgstrasse 17-19
70563 Stuttgart

IR-Ansprechpartner: Peter Schmidt

Tel.: +49 (0) 711 / 73 73 38 – 141
Fax: +49 (0) 711 / 73 73 38 – 199

Email: peter.schmidt@gfn.de
Internet: www.gfn.de

Haftungsausschluss

Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Die Studie ist teilweise eine subjektive Betrachtung des Autors und beruht auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für Fehler jeglicher Art kann dennoch keine Haftung übernommen werden. Die genannte Zahlen, Daten und Fakten stammen größtenteils aus Unternehmensangaben, Pflichtveröffentlichungen und Pressemitteilungen. Vor einer Investition in Aktien des behandelten Unternehmens sollten sich Anleger über diese Studie hinaus genau informieren.