

GCI Management AG

Stärken und Chancen

- *Hervorragende Zahlen:* Die GCI-Gruppe konnte im Geschäftsjahr 2005 bei einer Umsatzverdoppelung einen Überschuss von 15,2 Mio. Euro (+390 Prozent) erwirtschaften. Im ersten Halbjahr hat sich der Trend mit einer Gewinnsteigerung von 17 Prozent fortgesetzt, so dass wir für das Gesamtjahr ein weiteres Rekordergebnis erwarten
- *Integriertes Geschäftsmodell:* Durch die Kombination der komplementären Bereiche Beratung, Beteiligung und Finanzdienstleistung hat sich das Unternehmen als integriertes Investmenthaus für den Mittelstand positioniert. Im Zuge von Basel II bestehen insbesondere für die Begleitung von Eigenkapitaltransaktionen hervorragende Perspektiven.
- *Hohes Wertsteigerungspotenzial:* Nach der erfolgreichen Entwicklung der Beteiligung Windsor konnte das Portfolio zuletzt um die Traditionsunternehmen Pfaff und Hanhart erweitert werden. Durch eine erfolgreiche Beratung und Restrukturierung sollten hier erhebliche Wertsteigerungen erzielbar sein.

Schwächen und Risiken

- *Abhängigkeit vom Börsenklima:* Die Möglichkeit, einzelne Beteiligungen zu lukrativen Konditionen zu veräußern, folgt erfahrungsgemäß dem Zyklus der Börsen. Eine Eintrübung des derzeit positiven Umfelds könnte auch die Geschäftsentwicklung von GCI negativ beeinflussen.
- *Geringe Diversifikation:* Mit drei Mehrheitsbeteiligungen ist die Diversifikation im wichtigen Investmentgeschäft derzeit sehr gering. Zukünftige Gewinne sind vor allem abhängig von einer erfolgreichen Restrukturierung bei Pfaff.

Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 14,40 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0005855183
Branche	Beteiligungsgesellschaft
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.gci-management.com
Ausstehende Aktien	6,5 Mio. Stück
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	93,6 Mio. Euro
Free Float	ca. 30 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	19,96 Euro / 10,25 Euro
Performance (12 Monate)	41,6 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 307 Tsd. Euro

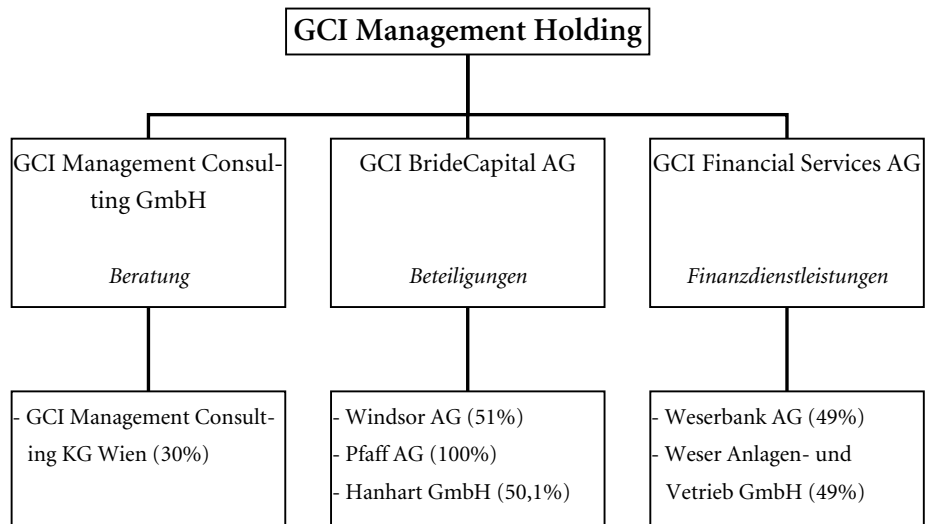
Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Umsatzerlöse (Mio. EUR)	15,0	30,7	102,1	105,4
EpS (EUR)	0,48	2,34	2,35	2,46
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-	-
KUV	6,24	3,05	0,92	0,89
KGV	30,0	6,2	6,1	5,9
Dividendenrendite	-	-	-	-

Unternehmensprofil

Integriertes Konzept

GCI Management wurde 1991 als „Gesellschaft für Consulting und Implementierung“ gegründet. Das Geschäftsmodell ist von Anfang an darauf ausgerichtet, die Beratung von mittelständischen Unternehmen mit einer Kapitalbeteiligung zu verbinden, wobei insbesondere Restrukturierungsfälle im Fokus der Gesellschaft standen. Bereits kurz nach der Gründung erfolgte zudem eine Ausdehnung der Consulting-Aktivitäten auch auf Kunden, mit denen kein Beteiligungsverhältnis besteht. Mit der Akquisition der Weserbank im Jahr 2004 wurde schließlich der Bereich Finanzdienstleistungen als drittes Standbein aufgebaut. Heute ist die GCI Management AG als Holdinggesellschaft organisiert, bei der das operative Geschäft von eigenständigen Tochterunternehmen ausgeführt wird. Die folgende Darstellung zeigt eine Übersicht über die aktuelle Unternehmensstruktur und die wichtigsten Beteiligungen (Quelle: Unternehmensangaben).



Consulting

Die hundertprozentige Tochter GCI Management Consulting GmbH vertritt den Bereich Unternehmensberatung und unterhält zu diesem Zweck Niederlassungen in München und Düsseldorf. Nach einem Management Buy-Out im Jahr 2004 wurde die eigene Filiale in Wien durch eine 30-prozentige Minderheitsbeteiligung abgelöst. Der thematische Schwerpunkt des Geschäftsbereichs liegt vor allem bei der Unternehmensrestrukturierung und der Kapitalmarktberatung. Obwohl durch die Betreuung externer Kunden mit einem Erlös von 1,56 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2005 nur rund 5 Prozent des Konzernumsatzes erwirtschaftet wurden, nehmen die Aktivitäten dennoch im Geschäftsmodell eine zentrale Stellung ein. Die zusätzlichen Aufträge sorgen für eine bessere Auslastung der eigenen Beratungskapazitäten und senken damit die Fixkostenbelastung für

den Konzern. Darüber hinaus können die Ansätze der unternehmenseigenen Berater so auf einer breiteren Basis erprobt und validiert werden, wovon letztlich auch die Gesellschaften des Verbundes profitieren.

Beteiligungen

Ohnehin bestehen zwischen dem Beratungsgeschäft und der intensiven Betreuung der eigenen Portfoliounternehmen hohe Synergien, da die Beteiligungen aus derselben Zielgruppe stammen wie der externe Kundenstamm. GCI konzentriert sich dabei auf mittelständischen Gesellschaften aus den Branchen Industrie, Immobilien sowie Finanzdienstleistungen, wobei der Investmenthorizont im Regelfall bei vier bis sechs Jahren liegt. Im Juli 2005 erfolgte eine Bündelung des gesamten Beteiligungsgeschäfts unter der neu gegründeten Firma GCI BridgeCapital AG. Das wichtigste Asset der Tochter stellt die Immobiliengesellschaft Windsor AG dar. GCI hatte das Unternehmen zwischen 2002 und 2003 in zwei Schritten vollständig übernommen. Der Spezialist für den Berliner Wohnungsmarkt hat sich im Anschluss hervorragend entwickelt und ist seit Dezember letzten Jahres selbst börsennotiert. Die jüngsten Zugänge im Portfolio sind der Nähmaschinenhersteller Pfaff, der Ende letzten Jahres zu hundert Prozent erworben wurde, sowie der Uhrenproduzent Hanhart, an dem sich GCI BridgeCapital im Juli mit 50,1 Prozent beteiligen konnte.

Finanzdienstleistungen

Als drittes komplementäres Geschäftsfeld wurde vom Management der Finanzdienstleistungssektor identifiziert, der von der Tochter GCI Financial Services AG bedient wird. Im Jahr 2004 ist dem Unternehmen durch den Erwerb der Weserbank ein entscheidender Schritt zum Aufbau dieses Bereichs gelungen. Die Neuausrichtung der ehemaligen Viehmarktsbank der Unterweserstädte stellt seitdem die Basis für die weitere Expansion dar. Dabei adressiert die Bank nun Selbständige, mittelständische Unternehmen und vermögende Privatkunden und bietet eine breite Angebotspalette aus den Bereichen Wertpapiergeschäft, Einlagen, Immobilien und Versicherungen an. Als zweites Standbein soll die Gesellschaft zu einer Abwicklungsplattform für mittelständische Kapitalmarkttransaktionen ausgebaut werden. Im Rahmen dessen hat GCI zum 01. Juli die Mehrheit an der Weserbank (51 Prozent) an den strategischen Investor Forcet GmbH abgegeben. Der neue Hauptaktionär verfügt mit dem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Depfa Deutsche Pfandbriefbank AG, Jürgen Karcher, und dem früheren UBS-Vorstand Gerold Lehmann über zwei profilierte Branchenexperten, mit deren Hilfe das Geschäft am Standort Frankfurt weiterentwickelt wird.

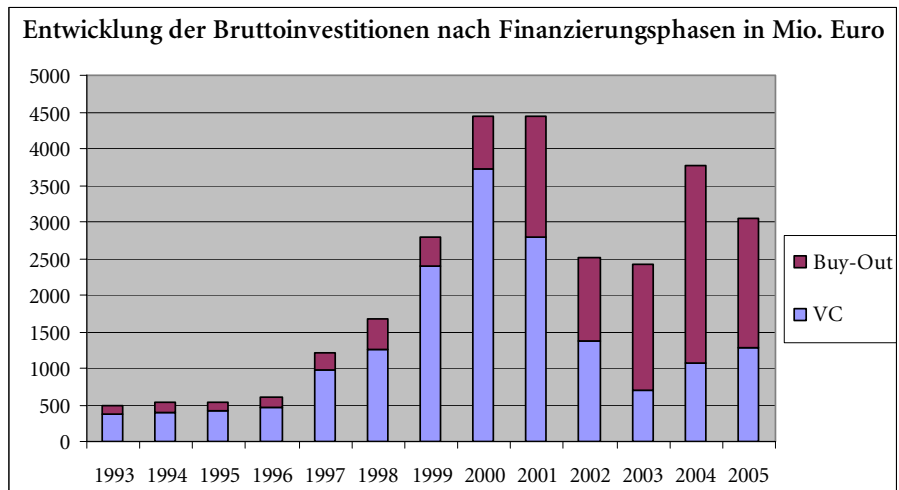
Markt und Wettbewerb

Kapitalmarktentwicklung von zentraler Bedeutung

Mit einem Umsatzanteil von 90 Prozent (Geschäftsjahr 2005) hat der Beteiligungsbereich für die Geschäftsentwicklung von GCI eine herausragende Bedeutung. Der Erfolg der getätigten Investments hängt dabei stark von den äußeren Rahmenbedingungen und der Gesamtmarktentwicklung ab. Insbesondere die Änderung der Wertmaßstäbe am Kapitalmarkt übt einen erheblichen Einfluss auf die erzielbaren Erträge bei einem Anteilsverkauf aus.

Konsolidierung nach Einbruch

Parallel zur wechselhaften Börsenentwicklung verlief die Branchenentwicklung im Private-Equity-Markt in den letzten Jahren höchst unterschiedlich. Die stark gestiegenen Preise für Unternehmensanteile im Zuge des Börsenbooms Ende der Neunziger Jahre führten auch bei Beteiligungsgesellschaften zu Überhitzungerscheinungen. Die Bruttoinvestitionen der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften stiegen bis zum Jahr 2000 auf den Rekordwert von 4,45 Mrd. Euro (Quelle: BVK, Jahresstatistik 2005). Dementsprechend schlug sich der anschließende Einbruch der Aktienmärkte auch in der Bilanz der Kapitalgeber nieder. So betrugen die Neuinvestitionen im Jahr 2003 lediglich 54 Prozent des Niveaus von der Jahrtausendwende. Wie die folgende Abbildung jedoch zeigt, hat sich die Geschäftstätigkeit seitdem wieder deutlich belebt, ohne allerdings bislang an die früheren Volumina anknüpfen zu können. Nach einer Steigerung um 55,9 Prozent in 2004 und einer Konsolidierung im vergangenen Jahr wurde das Investitionsvolumen in den ersten sechs Monaten der laufenden Periode um 23,4 Prozent auf 939,3 Mio. Euro ausgeweitet.

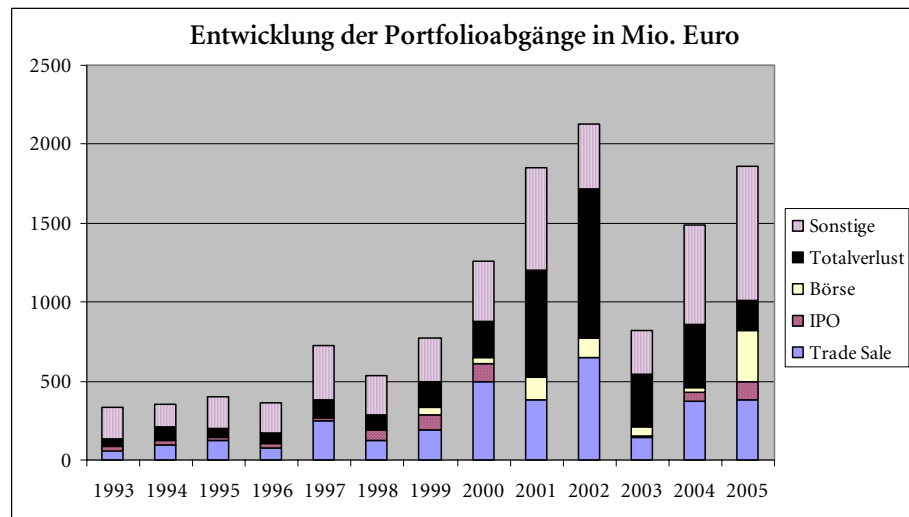


Quelle: BVK, Jahresstatistik 2005

Verschiedene Exitkanäle

Die Fehlinvestitionen der Hype-Phase haben die Entwicklung der Portfolioabgänge in den Folgejahren entscheidend geprägt. Wie der unteren Graphik zu entnehmen ist, wurden die Desinvestitionen aller deutschen Beteiligungsunter-

nehmen bis zum Jahr 2004 von Totalverlusten dominiert. Betrag der Anteil der kompletten Ausfälle am Gesamtvolumen der Abgänge in Deutschland noch 2000 lediglich 18,4 Prozent, so schwankte er in den drei folgenden Jahren um die 40 Prozent, um sich erst danach wieder in Richtung des alten Niveaus zu bewegen. Konnte ein Unternehmen demgegenüber bis zu einem verkaufsfähigen Stadium entwickelt werden, stellte ein Trade Sale den üblichen Veräußerungsweg dar. Erst im letzten Jahr spiegelt sich die deutliche Verbesserung der Rahmenbedingungen für die Private-Equity-Branche auch in dieser Statistik wieder. Der Anteil der Totalverluste erreichte mit 10,3 Prozent den niedrigsten Wert der ausgewiesenen Jahre. Gleichzeitig stieg das Volumen der Verkäufe über die Börse auf 434,4 Mio. Euro und hat sich damit im Vergleich zum Vorjahr nahezu verfünffacht. Da auf diesem Veräußerungsweg in der Regel die höchste Bewertung für ein Unternehmen erzielbar ist, sind die Marktbedingungen für Beteiligungsunternehmen derzeit als sehr positiv einzustufen.



Quelle: BVK, Jahresstatistik 2005

Anziehende Dynamik im Consultingmarkt

Auch die Beratungsbranche ist durch den Einbruch der Konjunktur nach der Jahrtausendwende in Mitleidenschaft gezogen worden. Mit leichter Verzögerung zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung war das Geschäft im Jahr 2002 mit einem Minus von 4,5 Prozent nach Jahren des Wachstums erstmals rückläufig (Quelle zu allen Daten: Bundesverband Deutscher Unternehmensberater BDU: Facts & Figures zum Beratermarkt). Auf den Wachstumspfad konnte der Sektor dann zwei Jahre später zurückkehren; mit einem Plus von einem Prozent blieb die Steigerungsrate allerdings noch gering. Erst 2005 belebte sich die Geschäftstätigkeit deutlich, so dass die Erlöse um 7,3 Prozent auf 13,2 Mrd. Euro zulegten. Von der neuen Dynamik profitierten nicht nur die Branchenschergewichte wie McKinsey, Roland Berger oder Boston Consulting, sondern insbesondere die kleineren Anbieter (< 1 Mio. Euro Umsatz) mit einem überdurchschnittlichen

Wachstum von 10 Prozent. Nach der Studie des BDU ist dies vor allem auf die hohe Kompetenz in Spezialgebieten und die intensive Umsetzungsbetreuung zurückzuführen. Für das laufende Jahr bleibt der Verband dabei optimistisch und erwartet nun eine Zuwachsrate im Gesamtmarkt von 6 Prozent.

Bankenbranche wettbewerbsintensiv

Im dritten Geschäftsfeld Finanzdienstleistungen bewegt sich GCI in einem sehr wettbewerbsintensiven Umfeld. Im Bankensektor konkurrieren mit den Privatbanken, den genossenschaftlich organisierten Volksbanken und den öffentlich-rechtlichen Sparkassen drei gesellschaftsrechtlich unterschiedlich organisierte Gruppen um das Geschäft mit Firmen und Privatkunden. Den größten Marktanteil halten dabei – gemessen an der Bilanzsumme – die staatlichen Anbieter mit rund 45 Prozent. Die Privatbanken folgen knapp dahinter mit 42 Prozent, die genossenschaftlichen Institute erreichen dagegen nur etwa 13 Prozent (Quelle: Bundesverband Deutscher Banken, Marktanteile der Bankengruppen 1999 bis 2005). Zusätzlicher Druck auf die Branche wird durch die freien Finanzvertriebe wie MLP und AWD ausgeübt, die in den letzten Jahren insbesondere bei der Privatkundenbetreuung Marktanteile hinzugewinnen konnten. Trotz zahlreicher Wettbewerber besteht für kleine, flexible Anbieter gerade im Mittelstandssegment die Chance, eine ertragreiche Nischenposition aufzubauen. Durch die zunehmend restriktivere Kreditvergabe der großen Geschäftsbanken im Zuge von Basel II können kleinere Privatbanken dank ihrer ausgeprägten Kundennähe und dem damit einhergehenden Wissen über das Kundenprofil die Lücke durch maßgeschneiderte Angebote schließen.

Strategie

Investmenthaus für den Mittelstand

Insgesamt bewegt sich GCI mit seinen drei Geschäftsfeldern somit in umkämpften Märkten, die sich gerade in einem zyklischen Aufschwung befinden. Der Wettbewerb in den einzelnen Teilbereichen ist dabei weit gefächert, und im Vergleich mit den jeweiligen Branchengrößen zählen die Unternehmen des Verbundes eher zu den kleineren Anbietern. Der Vorteil der Münchener Gesellschaft liegt allerdings in der Integration der komplementären Gebiete. Bei Mittelständlern gehen Probleme im operativen Geschäft oftmals einher mit Kapitalknappheit oder zumindest mit einer ungünstigen, fremdkapitallastigen Finanzierungsstruktur. Darin spiegelt sich die langjährige Praxis wieder, in erster Linie auf Kredite der Hausbank zurückzugreifen, anstatt auf Eigenkapital oder hybride Finanzierungsformen. Die oben bereits angeführte restriktivere Darlehensvergabe im Rahmen von Basel II führt in einer derartigen Ausgangsposition zu weiteren Problemen. Gerade solchen Unternehmen kann GCI durch die Kombination von Beratung, Restrukturierung, Kapitalbeteiligung und weiteren Finanzdiensten ein integriertes Angebot aus einer Hand offerieren, welches die größten Hemmnisse für eine wirtschaftliche Gesundung in einem Schritt beseitigt.

Honorarstrategie

Besonders attraktiv ist das Beratungsangebot für kleine und mittlere Unternehmen durch den hohen Anteil erfolgsabhängiger Bestandteile an der Vergütung. Neben einem Fixhonorar wird die Auszahlung eines beträchtlichen Teils der vereinbarten Zahlungen von einem zuvor exakt definierten Projekterfolg abhängig gemacht. Damit legt die Consulting-Gesellschaft bewusst Wert auf einen kurzfristig eintretenden und messbaren Kundennutzen und unterscheidet sich damit von vielen größeren Beratungsfirmen. Als dritte Zahlungskomponente wird wiederum auf die Beteiligungssparte zurückgegriffen. So kann ein Teil der Vergütung auch in Form von Unternehmensanteilen erfolgen (Consulting for Equity). Nach Aussage der Gesellschaft steigt in den letzten Jahren bei den Kunden das Interesse an diesem dreiteiligen Vergütungsmodell und bestätigt somit die gewählte Honorarstrategie.

Zusammenarbeit mit Kooperationspartnern

Für die Umsetzung einzelner Restrukturierungsmaßnahmen bei externen Kunden oder Unternehmen des Verbundes kann GCI neben den eigenen Kapazitäten auf ein breites Netzwerk von Kooperationspartnern zurückgreifen. Ein gutes Beispiel für die Funktionsweise bietet die laufende Sanierung der jüngsten Beteiligung Pfaff. Das traditionsreiche Industrieunternehmen hat zuletzt angesichts harter Konkurrenz aus Asien stark unter einer schlechten Kapitalstruktur und einer übermäßig hohen Kapitalbindung gelitten. Die Beseitigung dieses Missstands hat GCI nach dem Erwerb der Firma nun mit einem neuen Partner, der Compendium Financial Services Gruppe, in Angriff genommen. Compendium ist seit 25 Jahren am Markt aktiv und hat sich dabei auf die Beratung zur Optimierung der Nutzung hybrider Finanzierungsformen aus Eigen- und Fremdkapital sowie zur Steigerung der Effizienz bei der Beschaffungs- und Nutzungspolitik für Investitionsgüter spezialisiert. Für Pfaff wurde dabei das Produkt „Mezz-Lease“ geschaffen, im Rahmen dessen ein Teil der industriellen Produktionsmaschinen an Compendium Leasing verkauft und im Abschluss zurückgemietet wurde. Als ein weiterer wichtiger Kooperationspartner ist die amerikanische Kroll-Gruppe zu nennen, die sich weltweit einen Namen als Spezialist für Sanierungsfälle gemacht hat und mit deren Deutschland-Niederlassung im Bereich Risiko- und Krisenmanagement eng zusammengearbeitet wird.

Geschäftsentwicklung

Konjunkturlauf

Die konjunkturbedingten Branchenkrisen beim Consulting und im Beteiligungsmarkt haben sich auch in der Geschäftsentwicklung von GCI niederschlagen. Nachdem bei der Start-up-Finanzierung mit den erfolgreichen Exits bei Me Technology (1999), Medi24 (2002) und BeautyNet (2002) zunächst einige Erfolge zu verzeichnen waren, wurden die übrigen Portfoliounternehmen – mit Ausnahme von Windsor – bis Ende 2002 komplett abgeschrieben. Einige da-

von konnten noch im Folgejahr für geringe Beträge veräußert werden, während für andere die Liquidation eingeleitet wurde. Damit hat sich im GCI-Portfolio in etwa die Entwicklung vollzogen, die auch die Branche mit dem Anstieg der Totalverluste durchlaufen hat.

Beratungsgeschäft restrukturiert

Auch das zweite Standbein wurde erheblich in Mitleidenschaft gezogen. Besonders hart betroffen waren dabei die ausländischen Aktivitäten, die erst in den Jahren 1998 (Zürich) bis 2000 (Mailand) aufgenommen und im Zuge der Restrukturierung im Jahr 2002 wieder aufgegeben wurden. Die älteste Auslandsdependance in Österreich blieb dagegen zunächst erhalten, wobei sie allerdings seit 2004 nur noch in Form einer Minderheitsbeteiligung in den Konzern eingebunden ist. Die vorgenommenen Schnitte hinterließen auch in den Segmentumsätzen deutliche Spuren, die allein zwischen 2001 und 2002 von 6,45 Mio. Euro auf 2,97 Mio. Euro zurückgingen.

Turnaround

Während das Beratungsgeschäft auch in den Jahren danach nur eine geringe Dynamik verzeichnete, führten Erfolge im Beteiligungsbereich zu einer Wende bei den Erfolgskennzahlen des Konzerns. Zwischen 2002 und 2004 konnte das Unternehmen seine konsolidierten Umsätze von 7,9 Mio. Euro auf 15,0 Mio. Euro fast verdoppeln. Gleichzeitig drehte das EBIT in positives Terrain und erreichte 3,3 Mio. Euro nach -0,8 Mio. Euro in 2002. Den größten Beitrag lieferte dabei das Tochterunternehmen Windsor. Die im Jahr 2004 vorgenommene Veräußerung des Teilbereichs Vermögensverwaltung für 10,15 Mio. Euro war allein für fast 85 Prozent der Gesamterlöse im Beteiligungsbereich verantwortlich. Das Beratungssegment musste dagegen einen Umsatzrückgang von 8,8 Prozent auf 2,4 Mio. Euro hinnehmen. Nichtsdestotrotz gelang im Consulting der Abschluss interessanter Referenzprojekte. So wurden ein umfassendes Restrukturierungskonzept für das Filmstudio Babelsberg und eine maßgeschneiderte Neufinanzierung über 28 Mio. Euro für ein Einzelhandelsobjekt in München ausgearbeitet. Ein erster Umsatzbeitrag über 1,04 Mio. Euro erfolgte auch durch das Finanzdienstleistungsgeschäft der im selben Jahr akquirierten Tochter Weserbank.

Hervorragendes Geschäftsjahr 2005

Die positive Entwicklung hat im Geschäftsjahr 2005 weiter an Dynamik gewonnen. Der Konzernumsatz konnte dabei mit 30,7 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahr mehr als verdoppelt werden. Verantwortlich für den Sprung bei den Erlösen war dabei erneut der Beteiligungssektor. Mit der Veräußerung von Anteilen an Windsor, an der Projektgesellschaft Prenzelberg (über Windsor) und am Filmstudio Babelsberg konnten in Summe Einnahmen über 17,83 Mio. Euro verbucht werden. Der übrige Zuwachs resultierte in erster Linie aus dem Erwerb der Pfaff-Gruppe, die nach dem Kaufzeitpunkt (01.12.) für den Monat Dezember voll konsolidiert wurde. Das Beratungsgeschäft (1,56 Mio. Euro) und der Finanzdienstleistungsbereich (1,5 Mio. Euro) hatten im Vergleich dazu nur eine untergeordnete Bedeutung. Die drastische Ausweitung der Erlöse hat sich auch

in einer überproportionalen Steigerung der Erträge bemerkbar gemacht. Dabei bedeuteten ein EBIT von 15,5 Mio. Euro und ein Jahresüberschuss von 15,2 Mio. Euro jeweils nahezu eine Verfünffachung gegenüber 2004.

Pfaff prägt aktuelle Geschäftsentwicklung

Im laufenden Geschäftsjahr wird Pfaff erstmals über 12 Monate konsolidiert. Da die Gesellschaft angesichts eines Jahresumsatzes von 91,37 Mio. Euro (2005) im GCI-Konzern eine herausragende Bedeutung hat, wurden die jüngsten Unternehmenszahlen von der erstmaligen Erfassung der Tochter geprägt. Zum Halbjahr konnte GCI eine Gesamtleistung von 56,4 Mio. Euro (Vorjahr: 11,4 Mio. Euro) vermelden, wovon 36,2 Mio. Euro auf Pfaff zurückzuführen sind. Die übrigen Erlöse resultieren vor allem aus einem Verkauf von weiteren 18 Prozent an Windsor für 10,2 Mio. Euro sowie aus den konsolidierten Erlösen dieser Tochter über 2,54 Mio. Euro. Ansteigende Tendenz zeigten dabei auch die Bereiche Beratung und Finanzdienstleistungen, die jeweils von 0,7 auf 0,9 Mio. Euro zugelegt haben. Unter dem Strich wurde damit wieder ein hervorragendes Nettoergebnis von 7,0 Mio. Euro (+17 Prozent) erwirtschaftet.

Umfangreiche Expansion

Aufgrund einer zügigen Expansion in allen Geschäftsfeldern sollte sich diese Erfolgsgeschichte in den nächsten Quartalen fortsetzen. Im Zentrum der Aktivitäten steht dabei nach wie vor das Beteiligungsgeschäft. Mit der Übernahme der Mehrheit an dem Uhrenhersteller Hanhart hat GCI seit Anfang Juli neben Pfaff nun ein weiteres Traditionsunternehmen im Portfolio, bei dem mit einer umfassenden Beratung und Restrukturierung erhebliche Wertsteigerungen realisiert werden könnten. Aber auch die Finanzdienstleistungssparte dürfte nach der Beteiligung von Forcet zügig ausgebaut werden. Mit den Listings der Minderheitsbeteiligungen Hansen Sicherheitstechnik sowie Driver & Bengsch gelangen GCI zuletzt zwei weitere erfolgreiche Kapitalmarkttransaktionen, die als Referenz für künftige Mandate in diesem Segment dienen. Während der Fokus der Geschäftstätigkeit dabei zunächst auf dem inländischen Markt liegen dürfte, erschließt sich die Beratungssparte weitere Wachstumspotenziale im Ausland. So verspricht sich das Management von den neuen Repräsentanzen in Rumänien und Tschechien vor allem eine Erweiterung der Kompetenz für die Beratung von Bestandskunden bei deren Geschäftserweiterung in Osteuropa.

Bewertung

Bewertungsverfahren

Die Ermittlung des Unternehmenswertes auf Basis zukünftiger Erträge ist bei einem Unternehmen wie GCI mit einem Schwerpunkt im Beteiligungsgeschäft mit der Schwierigkeit verbunden, dass zukünftige Einzahlungen aus dem Portfolio über Verkäufe diskontinuierlich anfallen und kaum prognostizierbar sind. Da dieses Problem allerdings bei allen Unternehmen der Branche auftritt, bietet es sich an, eine relative Bewertung über eine Peer-Group-Analyse vorzunehmen.

Peer-Group: Beteiligungsgesellschaften

Die Auswahl geeigneter Kandidaten fällt allerdings nicht leicht, da sich die Geschäftstätigkeit der Unternehmen im Hinblick auf die Kriterien Haltedauer, Investmentfokus und Gesellschaftsstruktur deutlich unterscheiden kann. Für unsere Analyse haben wir uns auf Firmen beschränkt, die entweder ebenfalls im Bereich Restrukturierung tätig sind (Arques Industries, Bavaria Industriekapital) oder aber neben dem Beteiligungsgeschäft ein weiteres Standbein in der Beratung aufbauen (bmp). Um zwischen den einzelnen Unternehmen die Vergleichbarkeit zu verbessern, haben wir die Marktkapitalisierung um die nicht betriebsnotwendige Nettoliquidität bereinigt.

Name	Kurs (EUR)	Marktkap. (Mio. EUR)	Netto Liquidität	Bereinigte Marktkap.	Eps 2006e (EUR)	KGV 06e (bereinigt)
Arques	12,15	294,8		294,8	1,86	6,5
Bavaria	33,85	74,6	28,0	46,6	1,27	16,7
bmp	2,02	35,4	-11,0	46,4	0,26	10,3
Durchschnitt						11,2
GCI	14,40	93,6	34,0	59,6	2,35	3,9

Quelle: eigene Schätzungen, Konsensusschätzungen, Emissionsstudie Bavaria, Stand: 05.09.2006

Fairer Wert laut Peer-Group: 23,59 Euro je Aktie

Die Unternehmen unserer Vergleichsgruppe werden im Durchschnitt mit einem korrigierten KGV06 von 11,2 eingestuft. Im Vergleich dazu erscheint GCI mit einem bereinigten Multiple von 3,9 deutlich unterbewertet. In diesem äußerst niedrigen KGV kommt die am Markt offensichtlich vorherrschende Unsicherheit zum Ausdruck, ob die Gesellschaft einen so lukrativen Deal wie bei Windsor mit Pfaff, Hanhart oder zukünftigen Investments wiederholen kann. Aufgrund des überzeugenden Geschäftsmodells von GCI sind wir diesbezüglich zuversichtlich. Allerdings ist der Diversifikationsgrad im Portfolio derzeit sehr gering, weswegen wir auf den Durchschnittswert der Peer einen deutlichen Risikoabschlag von 30 Prozent vornehmen. Wir sehen die Aktie damit aktuell bei einem korrigierten KGV von 7,8 angemessen bewertet (bzw. bei einem KGV von 10,0 ohne Berücksichtigung der Nettoliquidität), woraus ein fairer Kurs von 23,59 Euro, bzw. ein Kurspotenzial von 63,8 Prozent resultiert.

Unser Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“

GCI hat sich in den vergangenen Jahren außerordentlich positiv entwickelt. Neben einer drastischen Gewinnsteigerung wurde auch das Geschäftsmodell mit der Weserbank sinnvoll erweitert. Mit den drei komplementären Bereichen Beratung, Beteiligungen und Finanzdienstleistungen ist das Unternehmen heute als integriertes Investmenthaus für den Mittelstand sehr gut aufgestellt. Die Marktbewertung hat diese Entwicklung allerdings noch nicht adäquat nachvollzogen. Derzeit scheint noch Unsicherheit vorzuherrschen, ob das Unternehmen mit den aktuellen und künftigen Investments die Erfolge der vergangenen Jahre wiederholen kann. Angesichts des Track-Records, den das Management zuletzt er-

zielt hat, sehen wir dafür gute Chancen. Aus einer Peer-Group-Analyse haben wir Kursziel von 23,59 Euro abgeleitet, bei dem insbesondere das Risiko einer geringen Portfoliodiversifikation mit einem 30-prozentigen Abschlag berücksichtigt wurde. Auf dieser Basis ergibt sich unser Urteil „Spekulativ kaufen“.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienen die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
(keine, Erststudie)		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.