

GCI Management AG

Stärken und Chancen

- **Portfolioausbau:** Im bisherigen Jahresverlauf lag der Schwerpunkt der Aktivitäten bei GCI auf dem Um- und Ausbau des Portfolios. Im Rahmen dessen wurde die Finanzdienstleistungssparte mit zwei Akquisitionen verstärkt. Darüber hinaus konnten auch drei aussichtsreiche Industrieunternehmen vollständig übernommen werden. Ab dem nächsten Jahr sollten diese Investitionen für ein deutliches Ertragswachstum sorgen.
- **Netzwerk erweitert:** Bei der Kapitalerhöhung im Juni wurde mit ACP Capital ein neuer Großaktionär aus der Branche gewonnen. Durch eine Kooperation mit den Briten können den Portfoliounternehmen künftig erheblich größere Finanzierungsvolumina bereitgestellt werden.
- **Unterbewertung:** Im Branchenvergleich erscheint die GCI-Aktie mit einem um die Nettoliquidität bereinigten KGV von 4,2 nach wie vor deutlich unterbewertet. Wir sehen ein Kurspotenzial von 43 Prozent.

Schwächen und Risiken

- **Abhängigkeit vom Börsenklima:** Die Möglichkeit, einzelne Beteiligungen zu lukrativen Konditionen zu veräußern, folgt erfahrungsgemäß dem Zyklus der Börsen. Eine Eintrübung des positiven Umfelds könnte auch die Geschäftsentwicklung von GCI negativ beeinflussen.
- **Geringe Streuung des Investmentrisikos:** Mit drei Mehrheitsbeteiligungen ist die Diversifikation im wichtigen Investmentgeschäft unverändert sehr gering.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 5,82 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0005855183
Branche	Beteiligungsgesellschaft
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.gci-management.com
Ausstehende Aktien	12,11 Mio. Stück
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	70,5 Mio. Euro
Free Float	ca. 55 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	10,69 Euro / 5,18 Euro
Performance (12 Monate)	-42,3 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 155 Tsd. Euro

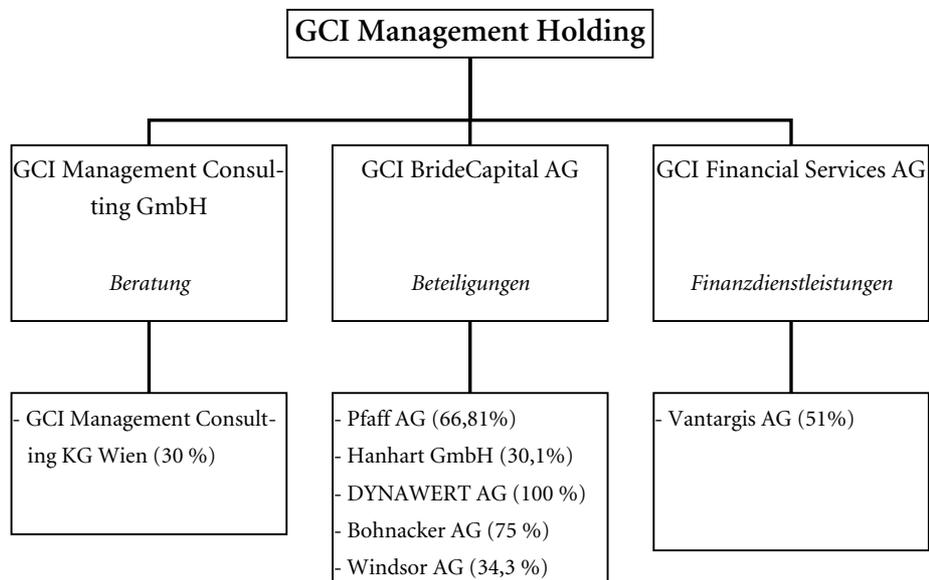
Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2005	2006	2007(e)	2008(e)
Umsatzerlöse (Mio. EUR)	30,7	130,6	105,0	115,5
EpS (EUR)	1,26	1,47	0,83	1,07
Dividende / Aktie (EUR)	0,00	0,30	0,30	0,40
KUV	2,30	0,54	0,67	0,61
KGV	4,6	4,0	7,0	5,4
Dividendenrendite	0,0%	5,2%	5,2%	6,9%

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, mit einem besonderen Fokus auf Restrukturierungsfälle. Bereits kurz nach der Gründung erfolgte zudem eine Ausdehnung der Consultingaktivitäten auch auf Kunden, mit denen kein Beteiligungsverhältnis besteht. Als drittes Standbein wurde seit dem Jahr 2004 der Bereich Finanzdienstleistungen 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.



Consulting

Die hundertprozentige Tochter GCI Management Consulting GmbH vertritt den Bereich Unternehmensberatung und unterhält zu diesem Zweck Niederlassungen in München, Düsseldorf, Budapest und Prag. Eine weitere Vertretung befindet sich in Wien, allerdings hält der Konzern nach einem Management-Buy-Out im Jahr 2004 hier nur eine 30-prozentige Minderheitsbeteiligung. Der thematische Schwerpunkt des Geschäftsbereichs liegt vor allem bei der Unternehmensrestrukturierung und der Kapitalmarktberatung. Obwohl durch die Betreuung externer Kunden mit einem Erlös von 1,53 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2006 nur 1,2 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. 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 mittelständische Gesellschaften aus den Branchen Industrie, Immobilien sowie Finanzdienstleistungen, wobei der Investmenthorizont im Regelfall vier bis sechs Jahre beträgt. Seit Juli 2005 ist das gesamte Beteiligungsgeschäft unter dem Dach der neu gegründeten GCI BridgeCapital AG gebündelt. Ihre wesentlichen Aktiva sind derzeit der Industrienähmaschinenhersteller Pfaff, der Uhrenproduzent Hanhart, die Immobiliengesellschaft Windsor, der Agrartechnikproduzent Bohnacker und die Holding Dynawert, über die kürzlich das Elektromotorenwerk Grünhain und der Pumpenhersteller Zehnder vollständig erworben wurden.

Finanzdienstleistungen

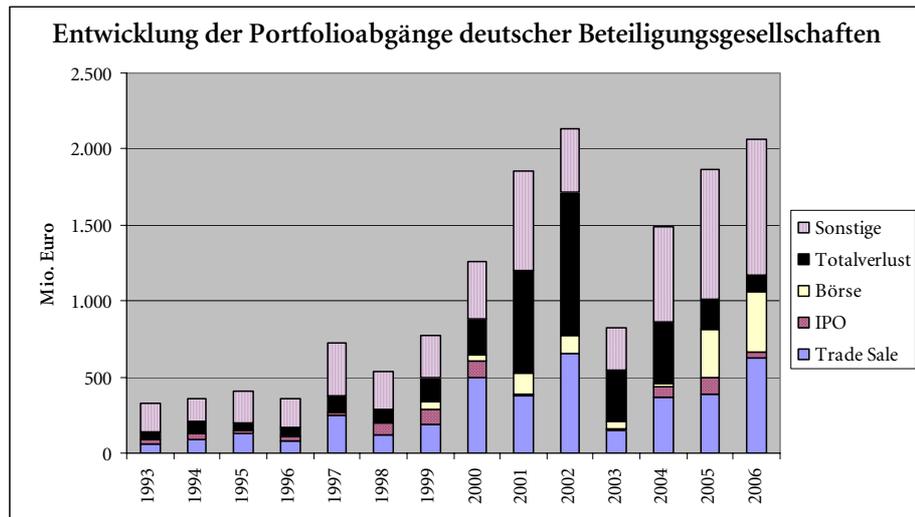
Als drittes komplementäres Geschäftsfeld wurde vom Management der Finanzdienstleistungssektor identifiziert und in der Zwischenholding GCI Financial Services AG angesiedelt. Die Gesellschaft konzentriert sich dabei auf die Bereitstellung innovativer und kapitalmarktnaher Finanzierungsangebote für den Mittelstand. Nachdem die operative Umsetzung zunächst von der mittlerweile größtenteils veräußerten Weserbank übernommen worden war, ist nun die im Frühjahr 2007 mit dem Partner Wallberg Beteiligungs GmbH gegründete Vantargis AG (GCI-Anteil: 51 Prozent) hauptverantwortlich für den Ausbau des Geschäfts. Ein erster Expansionsschritt wurde Mitte Mai mit der vollständigen Übernahme der OCF Beratungsgesellschaft umgesetzt. Die neue Tochter verfügt über einen Kundenstamm von mehr als 100 Firmen, denen im letzten Jahr, vor allem über Mietkauf- und Leasingkontrakte, ein Finanzierungsvolumen von 15 Mio. Euro zur Verfügung gestellt wurde. Die damit gewonnene Präsenz im Leasingmarkt konnte Anfang Oktober durch die Mehrheitsbeteiligung (74,8 Prozent) an der Sigma Leasing GmbH noch verstärkt werden. Das Stuttgarter Unternehmen hat bis Ende September ein Neugesäftsvolumen von 27,7 Mio. Euro realisiert und damit den gesamten Vorjahreswert (6 Mio. Euro) bereits um ein Vielfaches übertroffen.

Marktumfeld

Kapitalmarktentwicklung von zentraler Bedeutung

Mit einem Umsatzanteil von 98 Prozent (Geschäftsjahr 2006) 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, da die Exits entwe-

der über die Börse direkt erfolgen oder zumindest bezüglich der erzielbaren Multiples von der Verfassung des Aktienmarktes bestimmt werden. Dementsprechend bedingt die Zyklik der Kapitalmärkte eine ausgesprochen stark ausgeprägte Schwankung in der Statistik der Portfolioabgänge bei Beteiligungsgesellschaften, wie sie für den deutschen Markt in der folgenden Grafik abgebildet ist.



Quelle: BVK, Jahresstatistik 2006

Hohe Zyklik

Der Tiefpunkt des letzten Zyklus wurde im Jahr 2003 erreicht: Die gesamten Portfolioabgänge der Branche summierten sich auf lediglich 820,5 Mio. Euro, wovon rund 40 Prozent auf Totalverluste entfielen. Die Zahlen des letzten Jahres dokumentieren dagegen, wie stark sich das Bild in der Zwischenzeit gewandelt hat: Die Abgänge erreichten 2,07 Mrd. Euro und damit bereits fast wieder das Niveau aus dem Jahr 2000, während die Totalverluste mit einem Anteil von nur noch 5 Prozent enorm gefallen sind (Quelle: BVK). In den ersten sechs Monaten 2007 hat sich dieser Trend bei beiden Kennzahlen fortgesetzt. Bei einem weiteren Rückgang der Ausfälle auf ein Rekordtief von 3,0 Prozent (1. Halbjahr 2006: 8,3 Prozent) lagen die Exits mit 867 Mio. Euro rund 6,6 Prozent über dem Vorjahresniveau. Trotz der zwischenzeitlichen Turbulenzen an den Kapitalmärkten, die im dritten Quartal von der Krise am amerikanischen Immobilienmarkt ausgelöst wurden, sieht es nach den stabilisierenden Maßnahmen der Notenbanken derzeit so aus, dass die positiven Rahmenbedingungen in den nächsten Monaten anhalten könnten.

Zweistelliges Wachstum im Consultingmarkt

Auch das wesentlich kleinere Geschäftsfeld Consulting dürfte von einem guten Umfeld profitieren, da die Branche die konjunkturbedingte Schwächphase zwischen 2002 und 2004 mittlerweile weit hinter sich gelassen hat und wieder zweistellig zulegt. Nach einem Wachstum von 11,4 Prozent auf Gesamterlöse von 14,7 Mrd. Euro im Jahr 2006 wird auch für die aktuelle Periode eine Steigerung

von 11 Prozent prognostiziert (Quelle: BDU). Besonders hoch fällt die Nachfrage dabei im Verarbeitenden Gewerbe und bei Finanzdienstleistern aus – beides Segmente, die auch von GCI adressiert werden. Während die Industrie mit rund 5 Mrd. Euro (+7,5 Prozent) 2006 erneut der größte Umsatzträger der Branche war, ist das Erlöswachstum bei Banken und Versicherungen mit 17 Prozent deutlich überproportional ausgefallen.

Finanzdienstleistungs- sparte positioniert sich in der Leasingbranche

Im dritten Geschäftsfeld Finanzdienstleistungen hat sich GCI im laufenden Jahr neu positioniert. Nachdem die Bedeutung des klassischen Bankengeschäfts durch eine Reduktion des Weserbankanteils von 100 auf 9,4 Prozent rapide abgenommen hat, wird der Bereich nun vor allem von der Mehrheitsbeteiligung Vantargis vertreten, die sich auf innovative Finanzierungslösungen für den Mittelstand fokussiert. Durch die Akquisitionen von OCF und Sigma-Leasing hat die Tochter zunächst vor allem im dynamisch expandierenden Leasinggeschäft die Präsenz ausgebaut. Die Branche wächst schon seit Jahren deutlich stärker als die Gesamtwirtschaft – allein im letzten Jahr lag das Neugeschäft bei 54,1 Mrd. Euro und damit 7,7 Prozent über dem Vorjahreswert. Besonders relevant für die GCI-Ableger sind dabei das Mobilienleasing und hier insbesondere die Finanzierung von Maschinen und sonstigen Ausrüstungsgütern. Getrieben durch eine hohe Investitionstätigkeit konnte dieser Bereich in Deutschland in den ersten sechs Monaten 2007 um 22 Prozent zulegen und zählte damit zu den stärksten Wachstumstreibern der Branche. Aber auch der Gesamtmarkt entwickelt sich dynamisch und dürfte auf Jahresbasis um 10 Prozent expandieren (Quelle: BDL).

Strategie

Investmenthaus für den Mittelstand

GCI bewegt sich damit in drei potenzialträchtigen und derzeit stark wachsenden Geschäftsfeldern. In einzelnen Bereichen, wie etwa beim Consulting und Finanzierungsleasing, zählen die Konzerntöchter allerdings eher zu den kleineren Anbietern im Markt. Der Vorteil der Münchener Gesellschaft liegt jedoch 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. 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.

Ausbau des Netzwerks

Falls der Finanzierungsbedarf bei einem einzelnen Projekt den Liquiditätsrahmen von GCI übersteigt, arbeitet die Gesellschaft mit externen Anbietern zusammen, die ebenfalls als Kapitalgeber auftreten. So wurde beispielsweise die Restrukturierung von Pfaff zusammen mit der Compendium Financial Services Gruppe umgesetzt, die sich auf die Optimierung von Bilanzstrukturen spezialisiert hat. Mit der Gewinnung des Großaktionärs ACP Capital, der im Rahmen einer Kapitalerhöhung im Juni 19,83 Prozent der GCI-Anteile erworben hat, dürfte sich nun der Spielraum für größere Liquiditätsspritzen noch einmal deutlich erweitert haben. Wir erwarten, dass der europaweit tätige Spezialist für Eigenkapital und hybride Finanzierungsformen bei künftigen Projekten verstärkt eingebunden wird. Kürzlich konnte zudem eine weitere strategische Partnerschaft institutionalisiert werden: Von der Münchener Stemas AG, ebenfalls eine Beteiligungsgesellschaft für mittelständische Unternehmen, wurden zehn Prozent der Anteile erworben. Künftig treten beide Firmen bei Neuengagements als Co-Investoren auf, wobei GCI in der Regel die Mehrheit der Akquisitionskandidaten übernehmen soll.

Vielseitiges Angebot

Neben dem Sanierungs- und Finanzierungsgeschäft setzt die Consultingsparte noch zwei weitere Schwerpunkte, die auf die speziellen Bedürfnisse der mittelständischen Kundschaft zugeschnitten sind. Kernthema des Bereichs „Performance Management“ ist die Visualisierung der vorhandenen Prozesse und die Messung der Leistung einzelner Unternehmensbereiche. Während diese Erhebung des Status Quo interne Optimierungspotenziale aufzeigen soll, befasst sich der Bereich „Business Development“ mit dem Wachstumsmanagement und der Realisierung von Marktpotenzialen. Zielsetzung der Aktivitäten ist sowohl die Hilfestellung bei der Identifizierung und Erschließung neuer Geschäftsfelder als auch die kontinuierliche Anpassung der Firmenabläufe und -strukturen an ein sich wandelndes Umfeld.

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 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.

Geschäftsentwicklung

Erfolgreiches Beteiligungsgeschäft

In den vergangenen Geschäftsjahren konnte GCI durchweg hohe Gewinne ausweisen, die vor allem auf Erfolge im Beteiligungsgeschäft zurückzuführen waren. Eine überragende Bedeutung hatte dabei die Akquisition der Berliner Windsor AG, die in zwei Tranchen 2002 und 2003 durchgeführt wurde. Nach dem Einstieg konnte der Immobilienspezialist sowohl die Wachstumsgeschwindigkeit als auch die Profitabilität deutlich erhöhen. Im letzten Jahr erzielte das Unternehmen bei einem Umsatz von 28,5 Mio. Euro einen Gewinn von 8 Mio. Euro, nachdem diese Kennziffern noch 2003 bei 10,7 bzw. 1,6 Mio. Euro gelegen hatten. Die bilanzielle Konsolidierung dieser Resultate sowie Teilverkäufe der Position haben auch den Überschuss des GCI-Konzerns deutlich ansteigen lassen. Dieser betrug im letzten Geschäftsjahr 19,9 Mio. Euro und übertraf damit den Vorjahreswert um fast 30 Prozent. Der Umsatz erhöhte sich währenddessen von 30,7 auf 130,6 Mio. Euro. Der explosive Anstieg ist allerdings nicht nur auf die Geschäftsentwicklung bei Windsor und Beteiligungsverkäufe zurückzuführen, sondern zu einem Großteil auf die Konsolidierung der Pfaff Industrie Maschinen AG. Ende 2005 war das Unternehmen vollständig erworben und noch für einen Monat in den Konzernabschluss einbezogen worden (Umsatzbeitrag: 5,6 Mio. Euro). Im letzten Jahr war Pfaff dann für 66,21 Mio. Euro oder rund die Hälfte der Gruppenerlöse verantwortlich.

Pfaff prägt die aktuellen Geschäftszahlen

Damit hat die weitere Entwicklung des Industrienähmaschinenherstellers derzeit eine sehr hohe Bedeutung für die Geschäftsentwicklung von GCI. Diese kommt auch in den Halbjahreszahlen zum Ausdruck, in denen der Pfaff-Beitrag auf rund 92 Prozent des Konzernerlöses angestiegen ist. In Summe lag der Umsatz bei 34,8 Mio. Euro und damit 31 Prozent unter dem Vorjahr. Neben Pfaff steuerte der Uhrenhersteller Hanhart 1,3 Mio. Euro dazu bei, der Rest wurde in erster Linie mit dem Beratungsgeschäft und dem Verkauf kleinerer Anteilspakete erwirtschaftet. Der stark gestiegene Anteil der größten Portfolioposition ist ebenso wie der Umsatzrückgang auf die Entkonsolidierung von Windsor zurückzuführen. Die Bilanzmaßnahme resultiert aus der Entscheidung des Managements, den verbliebenen Bestand von 34,34 Prozent bis zum Jahresende vollständig zu veräußern. Zuvor war das Unternehmen aufgrund eines beherrschenden Einflusses trotz der Minderheitsbeteiligung noch vollständig in den Abschluss einbezogen worden.

Einzelne Ertragsspitzen

Ohne größere Anteilsverkäufe blieb der Überschuss (nach Minderheitsanteilen) im ersten Halbjahr mit 2,1 Mio. Euro deutlich unter dem Vorjahreswert (7,3 Mio. Euro), der durch den Verkauf eines größeren Aktienpakets von Windsor geprägt wurde. Der Rückgang ist allerdings kein Indiz für eine schlechtere operative Geschäftsentwicklung, sondern bringt lediglich die Diskontinuität im Beteiligungsbereich zum Ausdruck, bei dem unregelmäßig stattfindende Börsengänge

und Exits für einzelne Ertragsspitzen sorgen. Bei GCI lag der Schwerpunkt im laufenden Jahr bislang nicht auf der Realisierung von Gewinnen, sondern auf dem Um- und Ausbau des Portfolios. Neben der Stärkung der Sparte Finanzdienstleistungen durch die Gründung der Vantargis AG und die anschließende Übernahme von OCF und Sigma wurden auch neue Beteiligungen im Industriesektor erworben.

Ausbau des Portfolios

Über die Zwischenholding Dynawert erfolgte Ende Juli die vollständige Übernahme des Elektromotorenwerks Grünhain und des Pumpenherstellers Zehnder. Die beiden Gesellschaften haben im letzten Geschäftsjahr einen kumulierten Umsatz von 21 Mio. Euro erzielt und dürften dementsprechend im zweiten Halbjahr mindestens 10 Mio. Euro zu den Konzerneinnahmen beisteuern. Auch die Anfang Oktober mehrheitlich erworbene Bohnacker AG (75 Prozent der Anteile), ein Spezialist für Agrartechnik wie Lade- und Silierwagen, Kipper, Dungstreuer oder Häcksler, wird noch im laufenden Jahr vollkonsolidiert. Ohne direkte Auswirkungen auf die GuV bleiben zunächst die neu akquirierten Minderheitsbeteiligungen an den Gesellschaften Independent Capital (11,37 Prozent), L-Konzept (6,46 Prozent) und Meridio Vermögensverwaltung (0,2 Prozent). Die finanzielle Basis für den Portfolioausbau wurde im Juni durch die erfolgreiche Platzierung einer Kapitalerhöhung geschaffen, aus der dem Unternehmen brutto 26,4 Mio. Euro zugeflossen sind. Die liquiden Mittel auf der AG-Ebene liegen derzeit schätzungsweise bei 28 Mio. Euro und sind damit auch nach den jüngsten Akquisitionen noch ausreichend, um weitere Zukäufe zu tätigen. Ein zusätzlicher Finanzmittelzufluss dürfte zudem aus der Veräußerung von Windsor resultieren. Bei der aktuellen Marktkapitalisierung der Immobiliengesellschaft liegt der rechnerische Wert des GCI-Pakets bei fast 11 Mio. Euro.

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

Als geeignete Unternehmen für einen Vergleich sehen wir nach wie vor die Mittelstandsholding Gesco sowie die Restrukturierungsspezialisten Arques Industries und Bavaria Industriekapital an. Nach dem Börsengang im letzten Jahr haben sich die ebenfalls auf Sanierungen spezialisierten Gesellschaften CFC Industriebeteiligungen und MBB Industries erfolgreich am Kapitalmarkt etabliert und werden von uns nun ergänzend in die Peer-Group aufgenommen.

<i>Name</i>	<i>Kurs (EUR)</i>	<i>Marktkap. (Mio. EUR)</i>	<i>Netto Li- quidität</i>	<i>Bereinigte Marktkap.</i>	<i>Eps 2006e (EUR)</i>	<i>KGV 06e (bereinigt)</i>
Arques	31,42	831,1	100,0	731,1	4,79	5,8
Bavaria	15,45	102,0	19,0	83,0	0,91	13,8
CFC	14,40	92,7	15,0	77,7	1,24	9,7
Gesco	53,54	161,9	25,0	136,9	5,09	8,9
MBB	8,76	57,8	5,0	52,8	1,09	7,3
Durchschnitt						9,1
GCI	5,82	70,5	28,0	42,5	0,83	4,2

Quelle: eigene Schätzungen, Konsensusschätzungen, WestLB, Stand: 16.10.2007

Fairer Wert laut Peer-Group: 8,33 Euro je Aktie

Um zwischen den einzelnen Unternehmen die Vergleichbarkeit zu verbessern, haben wir die Marktkapitalisierung um die geschätzte Nettoliquidität auf der Holdingebene bereinigt (falls diese Daten nicht vorlagen, wurde ersatzweise die Konzernliquidität angesetzt). Auf dieser Basis weist die Peer-Group ein korrigiertes KGV07 von 9,1 auf. Im Vergleich dazu erscheint GCI mit einem bereinigten Multiple von 4,2 weithin deutlich unterbewertet, obwohl wir unsere Gewinnschätzungen nach den Halbjahreszahlen und der Windsor-Entkonsolidierung von 18 auf 10 Mio. Euro deutlich reduziert haben. Das äußerst niedrige bereinigte KGV verdeutlicht nach wie vor die Marktskepsis, ob das Management mit den neuen Engagements Erfolge wie bei Windsor oder Pfaff wiederholen kann. Wir sind diesbezüglich sehr zuversichtlich, halten aber aufgrund des im Branchenvergleich immer noch wenig diversifizierten Portfolios einen Abschlag von 20 Prozent (zuvor: 30 Prozent) auf das Durchschnitts-KGV für angemessen. Wir sehen die Aktie damit aktuell bei einem korrigierten KGV von 7,3 angemessen bewertet (bzw. bei einem KGV von 10,1 ohne Berücksichtigung der Nettoliquidität), woraus ein fairer Kurs von 8,33 Euro bzw. ein Kurspotenzial von 43 Prozent resultiert.

Kurs durch NAV und Dividende abgesichert

Dieses Kursziel sollte innerhalb der nächsten zwölf Monate erreichbar sein, wenn erste Erfolge aus der Neuausrichtung der Finanzdienstleistungssparte und bei der Restrukturierung der Beteiligungen Elektromotorenwerk Grünhain und Zehnder sichtbar werden. Die aktuelle Bewertung ist dagegen bereits durch die vorhandene Substanz gedeckt. Obwohl der NAV aus dem veröffentlichten Datenmaterial nur grob geschätzt werden kann, taxieren wir den Wert der wichtigsten, nicht notierten Portfoliopositionen (Hanhart, Elektromotorenwerk Grünhain, Zehnder, Bohnacker, OCF und Sigma Leasing) und Minderheitsbeteiligungen auf etwa 25 Mio. Euro. Zuzüglich der Nettoliquidität von 28 Mio. Euro sowie der anteiligen Börsenwerte von Pfaff (22,4 Mio. Euro) und Windsor (10,6 Mio. Euro) resultiert daraus ein aktueller Substanzwert von 86 Mio. Euro oder 7,10 Euro je Aktie. Eine weitere Absicherung bietet die Dividendenrendite. Die Ausschüttung wurde im laufenden Jahr mit einer Auszahlung von 0,30 Euro je Aktie für 2006 aufgenommen. Kann dieser Wert zumindest stabil gehalten wer-

den, was wir als wahrscheinlich erachten, liegt die Dividendenrendite aktuell bei attraktiven 5,2 Prozent.

*Unser Anlageurteil:
„Kaufen“*

GCI hat sich in den letzten Monaten intensiv um den Um- und Ausbau des Portfolios gekümmert. Im Rahmen dessen wurde die Finanzdienstleistungssparte neu ausgerichtet und durch die Akquisition von zwei Gesellschaften erheblich gestärkt. Auch im Beteiligungsbereich gab es zwei bedeutende Übernahmen. Parallel sind allerdings nur geringe Erlöse aus Exits generiert worden, so dass der Gewinn im ersten Halbjahr deutlich hinter dem Vorjahresniveau zurückgeblieben ist. An der Börse hat diese Übergangsphase, die zum normalen Zyklus bei Beteiligungsgesellschaften zählt, für einen deutlichen Kursrückgang gesorgt. Auch wir haben unsere Gewinnschätzung daraufhin angepasst, da die Erträge aus neuen Engagements erst später sichtbar werden dürften als von uns zuvor erwartet. Nichtsdestotrotz verfügt die Gesellschaft nach wie vor über eine hervorragende Marktpositionierung als Investmenthaus für den Mittelstand, die durch die Gewinnung des neuen Großaktionärs ACP noch gestärkt wurde. Auf dieser Basis erwarten wir, dass GCI mittelfristig Erfolge wie bei Windsor oder Pfaff wiederholen kann. Im Rahmen eines Peer-Vergleichs sehen wir die Aktie daher bei 8,33 Euro fair bewertet und behalten angesichts eines Kurspotenzials von 43 Prozent unsere Kaufempfehlung bei.

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 wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse 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. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

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 dienten 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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
15.06.2007	8,40 Euro	Kaufen
13.03.2007	8,72 Euro	Spekulativ kaufen

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 Studienerstellung 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:

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.