

## GCI Management AG

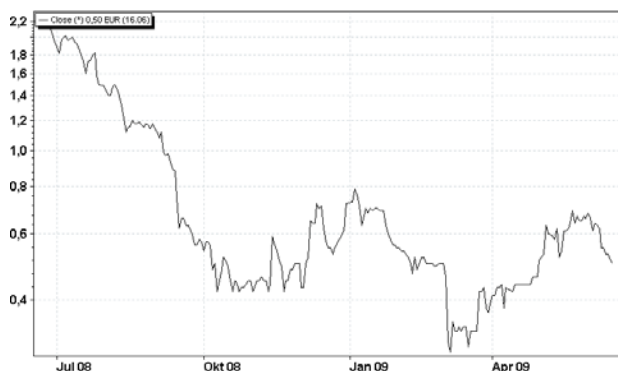
### Zusammenfassung

- **Wieder profitabel:** Trotz eines Umsatzrückgangs um 41,3 Prozent, der allerdings vor allem auf Portfolioabgänge zurückzuführen ist, konnte die Gruppe im ersten Quartal 2009 ein positives EBIT von 1,9 Mio. Euro erwirtschaften.
- **Umschichtung:** Die Konsolidierung des Beteiligungsbereichs wurde in den letzten Monaten fortgesetzt. Während die Anteile an Menge Agrartechnik und DEWI fast vollständig veräußert werden konnten, erhöhte sich die Beteiligungsquote bei der Maschinenfabrik Spaichingen, der derzeit größten Portfolio-Position, auf 73,3 Prozent. Trotz sehr schwieriger Rahmenbedingungen konnte zur Finanzierung dieses Schrittes eine Kapitalerhöhung in Höhe von fast 1 Mio. Euro erfolgreich platziert werden.
- **Stabilität:** Ungeachtet der Krise stuft das Management die Geschäftsmodelle der einzelnen Gesellschaften als stabil ein, auch das vorhandene Eigenkapital wird als ausreichend bezeichnet, um die aktuelle Phase zu überstehen.
- **Hohes Potenzial:** Seit unserer letzten Studie hat sich die Aktie von GCI per Saldo nicht bewegt und liegt deutlich unter dem aktualisierten Potenzialwert von 2,15 Euro je Aktie. Ohne neuerliche Rückschläge im Portfolio winkt bei einer konjunkturellen Trendwende eine dreistellige Rendite.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2006	2007	2008e	Wesentliche Beteiligungen	Anteil
Umsatz (Mio. Euro)	130,6	90,7	185,0	BENO Immobilien	92,2%
Umsatzwachstum	325,5%	-30,6%	104,1%	Elektromotorenwerk Grünhain	100,0%
EBIT (Mio. Euro)	24,7	4,3	-11,0	Leipziger Solarpark	94,0%
EBIT-Marge	18,9%	4,8%	-5,9%	Maschinenfabrik Spaichingen	73,3%
EpS	2,27	0,07	-0,85	Standard Kabelkonfektion	100,0%
Dividende je Aktie	-	-	-	Vantargis	49,0%
KUV	0,08	0,11	0,06	Zehnder Pumpen	100,0%
KGV	0,2	7,1	-		
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,21

## Spekulativ kaufen (unverändert)

**Potenzialwert** 2,15 Euro je Aktie  
**Aktueller Kurs** 0,50 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,69	0,69	2,28
Tief (Euro)	0,50	0,30	0,29
Performance	-18,03%	47,06%	-77,38%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	8.433	5.140	14.766

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0005855183 / 585518
Branche	Beteiligungsgesellschaft
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.gci-management.com
Ausstehende Aktien	20,6 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Mai 2001
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	10,3 Mio. Euro
Free Float	ca. 57 %
Rechnungslegung	IFRS

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### *Konsolidierung*

Nach einem rasanten Ausbau des Beteiligungsbereichs mit insgesamt elf Akquisitionen zwischen Anfang 2007 und dem Frühjahr 2008 brachte die Zuspitzung der Wirtschafts- und Finanzkrise erhöhten Konsolidierungsbedarf für das Portfolio. Im Zuge dessen wurde zunächst im Dezember letzten Jahres der Großteil der Anteile von der DEWI Components GmbH an die Mittelstandsholding Stemas verkauft, GCI hält nun nur noch eine Minderheitsbeteiligung in Höhe von 19,9 Prozent. Der Schritt war nach der Insolvenz der DEWI-Tochter Wilisch & Sohn im Herbst nur konsequent, da damit der geplante Aufbau eines größeren Automobilzulieferers nicht mehr umsetzbar erschien. An denselben Investor wurden dann im April 25 Prozent der Aktien von Mengele Agrartechnik veräußert, so dass Stemas das hier bereits bestehende Engagement auf 50 Prozent aufstocken konnte. Als weiterer Partner ist der niederländische Agrartechnikkonzern Lely mit 44 Prozent bei Mengele eingestiegen, so dass der GCI-Anteil nur noch 6 Prozent beträgt. Für dieses Paket hat Stemas eine Kaufoption abgeschlossen, die in fünf Jahren gezogen werden kann.

### *Anteile an GCI Automotive Holding aufgestockt*

Währenddessen wurde die Position der Maschinenfabrik Spaichingen als Portfolioschwergewicht weiter gestärkt. Der Hersteller von Spezial-Schweißmaschinen sowie Komponenten für Dieselmotoren gehört nach einem im Januar umgesetzten Zukauf von 18 Prozent der Anteile der Zwischenholding GCI Automotive mittlerweile zu 73,3 Prozent den Münchenern. Als Verkäufer aufgetreten ist der GCI-Großaktionär ACP, der damit den im Rahmen eines Strategieschwenks Mitte letzten Jahres angekündigten Verzicht auf Co-Investments auf operativer Ebene umgesetzt hat und sich auf seine Position als Anteilseigner der Dachgesellschaft zurückzieht. Finanziert wurde die Transaktion durch eine Platzierung von 988 Tsd. Aktien, aus der der Gesellschaft Ende 2008 rund 1 Mio. Euro brutto zugeflossen sind.

### *Operativ profitabel*

Der Umbau des Portfolios schlägt sich auch entsprechend in den Geschäftszahlen des ersten Quartals nieder. Durch umfangreiche Abgänge – besonders ins Gewicht fällt dabei die Insolvenz von Pfaff (siehe Studie vom 3. Dezember 2008) – reduzierte sich der Umsatz binnen Jahresfrist um 41,3 Prozent auf 28,4 Mio. Euro. Auf die Maschinenfabrik Spachingen, die im entsprechenden Vorjahreszeitraum noch nicht konsolidiert worden war, entfielen davon 15,6 Mio. Euro. Positiv zu werten ist allerdings, dass es der Gruppe trotz der schwierigen Rahmenbedingungen gelungen ist, operativ profitabel zu arbeiten. Zwischen Januar und März summierte sich das Konzern-EBITDA auf 4,4 Mio. Euro (-27,9 Prozent), das EBIT lag bei 1,9 Mio. Euro (-53,7 Prozent). Ein – nicht liquiditätswirksamer – Buchverlust in Höhe von 2,7 Mio. Euro aus der Stichtagsbewertung von Finanzderivaten, die zur Absicherung von Zinsänderungsrisiken bei Tochtergesellschaften eingesetzt werden, führte allerdings zu einem negativen Vor-

steuerergebnis von 2,4 Mio. Euro. Einen Überblick zu den wichtigsten Kennzahlen zeigt die nachfolgende Tabelle. Die Gesellschaft betont, dass es sich hierbei um vorläufige Resultate handelt, da der Konzernabschluss für 2008 noch nicht finalisiert wurde und mögliche Änderungen auch noch Einfluss auf die Ergebnisse des ersten Quartals haben können.

Geschäftszahlen	Q1 2008	Q1 2009	Änderung
Umsatz	48,4	28,4	-41,3%
EBITDA	6,1	4,4	-27,9%
EBIT	4,1	1,9	-53,6%
EBT	2,4	-2,4	-
Ergebnis	2,0	-2,1	-

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

**Krise besonders bei Finanzdienstleistungen und Fahrzeugzubehör spürbar**

Trotz der soliden Ergebniszahlen auf der Gruppenebene zeigen sich bei den einzelnen Beteiligungen durchaus deutliche Auswirkungen der Krise. So generierte Vantargis im ersten Quartal in einem sehr schwierigen Umfeld für Finanzdienstleistungen ein Neugeschäftsvolumen von 27,8 Mio. Euro, überwiegend mit strukturierten Leasing- und Mietkaufverträgen, während in der Vorjahresperiode noch Abschlüsse in Höhe von 46,4 Mio. Euro erzielt wurden. Signifikante Einbußen hinnehmen musste auch die Maschinenfabrik Spaichingen. Durch den Einbruch am Markt für Nutzfahrzeuge ging der Umsatz um etwa 30 Prozent zurück, dank zügig eingeleiteter Kostensenkungsmaßnahmen bleibt das Ergebnis allerdings trotzdem positiv. Besser läuft es dagegen für Elektromotorenwerk Grünhain und Zehnder Pumpen, wo bei stabilen Umsätzen unverändert positive operative Ergebnisse erwirtschaftet werden.

**Ausblick**

**Schwierige Lage, aber erste Hoffnungsschimmer**

GCI leidet spürbar unter den Auswirkungen der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise. Diese hat sich nicht nur in zwei Insolvenzen im Portfolio niederschlagen, sondern dokumentiert sich auch in schwieriger gewordenen kurzfristigen Refinanzierungsmöglichkeiten für die einzelnen Gesellschaften. Nichtsdestotrotz stuft das Management im aktuellen Zwischenbericht die Geschäftsmodelle als stabil und die Eigenkapitaldecke als ausreichend ein, um die tiefe Rezession zu überstehen. Im Gegenzug dürfte sich die Geschäftstätigkeit der Töchter, insbesondere der Maschinenfabrik Spaichingen, aber auch deutlich beleben, falls sich die Indizien auf eine konjunkturelle Erholung in den nächsten Monaten verdichten. In diesem Szenario sollte das Unternehmen das Schlimmste überstanden haben.

### Sum-of-Parts-Bewertung

Die Ermittlung des aktuellen Unternehmenswertes erfolgt unverändert auf Basis einer Sum-of-Parts-Betrachtung, mit deren Hilfe der Potenzialwert der Gesellschaft bestimmt wird. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick über die wesentlichen Beteiligungen von GCI sowie die Bewertungsansätze:

Beteiligungen	Anteil	Umsatz 09e	Multiple	Marktwert	Anteilswert
<i>Nicht börsennotiert</i>					
Dynawert*	100,0%	15	0,266	3,99	3,99
Maschinenfabrik Spaichingen	73,3%	62,1	0,21	13,04	8,99
Proteus / BENO	92,2%			4,00	4,00
Vantargis**	49,0%	10,0	0,154	9,53	4,67
<i>Börsennotiert</i>					
H.P.I. Holding	5,1%			8,10	0,39
Independent Capital	11,4%			2,80	0,30
L-Konzept Holdig	6,5%			4,70	0,29
Leipziger Solarpark	94,0%			26,95	12,67
Meridio	2,0%			10,65	0,20
Your Family	0,2%			7,66	0,01
Restl. Beteil. pauschal					1,50
<b>Summe Anteilswerte</b>					<b>37,00</b>
Windsor-Forderung	34,5%			16,60	5,73
Nettoliquidität AG					1,50
<b>Potenzialwert GCI</b>					<b>44,23</b>
<b>je Aktie</b>					<b>2,15</b>

\*Operatives Geschäft durch Elektromotorenwerk Grünhain, Zehnder Pumpen und Standard Kabelkonfektion

\*\*Operatives Geschäft durch OCF und Sigma Leasing

Quellen: Unternehmen, Finance, eigene Schätzungen

### Bewertung mit Börsenwert oder Umsatz-Multiple

Die Schätzung der angemessenen Kapitalisierung der einzelnen Gesellschaften erfolgt dabei über den anteiligen Börsenwert, wenn die Gesellschaften bereits notiert sind. Von dieser Grundregel weichen wir nur bei Leipziger Solarpark ab, da wir die derzeitige Kapitalisierung aufgrund der geringen Liquidität für nicht ausreichend valide halten. Vor diesem Hintergrund nehmen wir einen Abschlag von 50 Prozent auf den Marktwert vor. Für die nicht notierten Unternehmen nutzen wir eine Umsatz-Multiple-Abschätzung, zu der wir die empirischen Werte des Experten-Panels der Zeitschrift „Finance“ herangezogen haben. Aus der Spanne der Panel-Multiples erfolgte allerdings jeweils ein Rückgriff auf den – um einen Sicherheitsabschlag von 30 Prozent korrigierten – unteren Wert, um die aktuell schwierige Lage adäquat abzubilden.

### Ausnahmen

Für Proteus / BENO weichen wir wegen einer geringen Datenbasis von der Multiple-Methode ab und setzen die um eine Abschreibung korrigierten Anschaffungskosten an. Alle kleineren, nicht separat aufgeführten Beteiligungen haben wir pauschal mit einem Wert von 1,5 Mio. Euro zusammengefasst. Die Anhe-

bung um 0,5 Mio. Euro gegenüber unserer letzten Einstufung ist darauf zurückzuführen, dass wir nun unter diesem Posten auch die verbliebenen 19,9 Prozent von DEWI sowie die restlichen 6 Prozent von Mengele Agrartechnik subsumieren.

**Potenzialwert 2,15 Euro je  
Aktie**

Zu den Anteilswerten addieren wir noch die geschätzte Netto-Liquidität der AG (1,5 Mio. Euro) sowie die Windsor-Forderung. Da GCI diesbezüglich keine Neuigkeiten vermeldet hat, setzen wir unverändert nicht den Nominalwert (10,5 Mio. Euro) an, sondern nur den aktuellen Börsenwert der verkauften Position. In Summe resultiert aus diesen Berechnungen ein Potenzialwert von 44,2 Mio. Euro oder 2,15 Euro je Aktie. Dieser basiert auf der zentralen Annahme, dass die mit Umsatzmultiples erfassten Gesellschaften planmäßig weiterentwickelt werden, so dass bei einer Veräußerung ein adäquater Marktpreis gemessen an aktuellen Bewertungsmaßstäben erzielbar ist.

**Fazit**

**Unverändertes Anlageurteil:  
„Spekulativ kaufen“**

Nach dem steilen Abwärtstrend der letzten Jahre hat die GCI-Aktie seit Oktober 2008 nicht weiter an Wert verloren. Diese Entwicklung wird auch durch die operative Situation untermauert: Trotz nicht unerheblicher Einbußen – resultierend aus der tiefen Rezession der Weltwirtschaft – wurde im ersten Quartal ein deutlich positives EBIT erwirtschaftet. Wir haben unsere Bewertung zum Unternehmen in Reaktion auf die jüngsten Zahlen aktualisiert und sehen den Potenzialwert der Assets nun bei 2,15 Euro je Aktie, so dass weiterhin erheblich Luft nach oben besteht. Allerdings dürfte dessen Realisierung erst dann möglich sein, wenn sich die Rahmenbedingungen, insbesondere die Exitmöglichkeiten, für Beteiligungsgesellschaften wieder verbessern. Ein Investment in GCI stellt damit eine Spekulation auf eine Fortsetzung der Normalisierung von Wirtschaft und Märkten dar, die derzeit im Ansatz erkennbar ist. Kehrt das Unternehmen im Zuge dessen auf den Wachstumspfad zurück und bleiben weitere Rückschläge im Portfolio aus, winkt den Investoren eine dreistellige Rendite.

## 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

**Telefon:** + 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](mailto:kontakt@performaxx.de)

## Disclaimer

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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
03.12.2008	0,50 Euro	Spekulativ kaufen
29.09.2008	0,56 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: (keine)**

## Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker ([www.market-maker.de](http://www.market-maker.de)) erstellt.