

## GCI Management AG

### Zusammenfassung

- **Deutliche Geschäftsbelebung:** Dank eines dynamischen Aufwärtstrends bei den wichtigsten Industriebeteiligungen konnte GCI im ersten Halbjahr den Umsatz um 7 Prozent auf 52,5 Mio. Euro steigern und damit sogar die Entkonsolidierung der vormaligen Töchter Mengele Agrartechnik und Vantargis mehr als kompensieren. Im zweiten Quartal lagen die Erlöse isoliert betrachtet mit 28,3 Mio. Euro sogar 37 Prozent über dem Vorjahreswert.
- **Turnaround gelungen:** Auch beim Ergebnis ist der Gesellschaft die Trendwende gelungen. Nachdem im ersten Quartal noch ein kleiner Verlust (nach Minderheitsanteilen) von 0,5 Mio. Euro verbucht wurde, erzielte die Gruppe zwischen April und März einen Überschuss in Höhe von 1,34 Mio. Euro. Auf Halbjahresbasis drehte das Ergebnis damit von -4,66 auf 0,8 Mio. Euro.
- **Positive Prognose:** Für das Gesamtjahr prognostiziert das Management nun einen Umsatz von mehr als 100 Mio. Euro sowie ein positives Nettoergebnis.
- **Chancen gestiegen:** Auch wenn das Unternehmen nach wie vor unter Garantie- und Haftungsverpflichtungen aus Portfolioinsolvenzen im Jahr 2008 leidet, die die Finanzierung erschweren, stufen wir das Unternehmen nun als Spekulativen Kauf ein.

## Spekulativ kaufen (zuvor: Spek. Investment)

**Potenzialwert** 2,15 Euro je Aktie  
**Aktueller Kurs** 0,87 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,92	1,084	1,25
Tief (Euro)	0,801	0,801	0,453
Performance	-3,33%	-8,32%	+52,63%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	6.169,11	22.059,00	19.342,76

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0005855183 / 585518
Branche	Beteiligungsgesellschaft
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.gci-management.com
Ausstehende Aktien	26,1 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Mai 2001
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	22,7 Mio. Euro
Free Float	ca. 33 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)*	2007	2008	2009	Wesentliche Beteiligungen	Anteil
Umsatz (Mio. Euro)	95,1	192,5	102,5	BENO Immobilien	80,0%
Umsatzwachstum	-27,2%	102,3%	-46,8%	Elektromotorenwerk Grünhain	90,0%
EBIT (Mio. Euro)	4,3	-29,0	-4,1	GCI Management Consulting	30,0%
EBIT-Marge	4,6%	-15,1%	-4,0%	Leipziger Solarpark	93,9%
EpS	0,07	-2,37	-0,35	Maschinenfabrik Spaichingen	94,0%
Dividende je Aktie	-	-	-	Vantargis	37,6%
KUV	0,24	0,12	0,22	Zehnder Pumpen	90,0%
KGV	12,4	-	-		
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,75

\* GCI-Konzern

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### *Geschäftsbelebung bei Industriebeteiligungen*

Die Zahlen zum ersten Halbjahr 2010 belegen, dass die Industriebeteiligungen von GCI, die den Großteil des Konzernumsatzes erwirtschaften, im operativen Geschäft die Talsohle nachhaltig durchschritten haben. Besonders eindrucksvoll verläuft die Trendwende bei der wichtigsten Tochter, der Maschinenfabrik Spai-chingen. Binnen Jahresfrist konnte deren Umsatz um 45 Prozent auf 41,2 Mio. Euro ausgeweitet werden und liegt damit ebenso wie das Ergebnis über Plan. Nicht ganz so spektakulär, aber ebenfalls erfreulich, entwickeln sich die Geschäfte bei den beiden unter der Zwischenholding Dynawert angesiedelten Ablegern Elektromotorenwerk Grünhain (EMG) und Zehnder Pumpen. Während die Erlöse von EMG in den ersten sechs Monaten sowohl über dem Ziel- als auch über dem Vorjahreswert liegen, hat Zehnder das gute Niveau aus 2010 gehalten; beide Unternehmen erwirtschafteten zudem ein positives sechsstelliges Ergebnis. In Summe expandierten die konsolidierten Dynawert-Umsätze um fast ein Drittel auf 10,1 Mio. Euro.

### *Geringe Exiterlöse*

Die Verkaufsaktivitäten im Beteiligungsgeschäft bewegen sich hingegen weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Neben der Veräußerung kleinerer Anteilspakete von independent capital und Mengele Agrartechnik für zusammen 225 Tsd. Euro stellte die Abtretung von weiteren 3,3 Prozent der Aktien an Vantargis für rund 600 Tsd. Euro die größte Transaktion dar. Damit wurde die Put-/Call-Option für 18,8 Prozent der Vantargis-Anteilsscheine, die mit dem neuen Großaktionär Leighton vereinbart wurde, aktiviert. Das Management von GCI stuft nun eine vollständige Ausübung der Option bis zum Ende der Vertragslaufzeit am 31.01.2011 als wahrscheinlich ein.

### *Beratungsgeschäft mit sehr kleinem Geschäftsvolumen*

Ebenfalls von geringer Bedeutung blieben die Erlöse im Beratungsgeschäft. Hier wurden in den ersten sechs Monaten lediglich 100 Tsd. Euro umgesetzt, nach 148 Tsd. Euro im vergleichbaren Vorjahreszeitraum.

### *Konzernumsatz gestiegen*

Nichtsdestotrotz konnten in Summe dank der Belebung bei den Industriebeteiligungen die Entkonsolidierung von Mengele Agrartechnik und Vantargis, die nach den Anteilsverkäufen nur noch at equity bilanziert wird, mehr als kompensiert werden: Im ersten Halbjahr legten die Gruppenumsätze um 7 Prozent auf 52,5 Mio. Euro zu. Ergebnisseitig machte sich dabei das straffe Kostenmanagement bemerkbar, so dass auf operativer Ebene mit einem Überschuss von 3,15 Mio. Euro (Vorjahr -0,89 Mio. Euro) die Rückkehr in die Gewinnzone gelang. Auch unter dem Strich wurde wieder ein positives Ergebnis nach Minderheitsanteilen von 0,8 Mio. Euro ausgewiesen, nachdem 2009 die desaströsen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die Nachwirkungen aus Insolvenzen im Portfolio und die negativen Effekte aus der Stichtagsbewertung von Finanzderivaten bei Vantargis für einen Verlust in Höhe von 4,66 Mio. Euro gesorgt hatten.

	Q2 2009	Q2 2010	Änderung	6M 2009	6M 2010	Änderung
Erlöse	20,69	28,29	+37%	49,07	52,52	+7%
EBITDA	0,18	5,50	+3.043%	3,92	8,02	+105%
EBIT	-2,18	3,02	-	-0,89	3,15	-
JÜ*	-2,81	1,34	-	-4,66	0,80	-

\* nach Minderheitsanteilen

### Zweites Quartal zeigt Aufwärtstrend

Noch deutlicher wird die Trendwende bei einer isolierten Betrachtung der Entwicklung in den einzelnen Quartalen. Nachdem in den ersten drei Monaten bei einem leicht negativen Ergebnis (nach Minderheitsanteilen) von -0,5 Mio. Euro der Umsatz – konsolidierungsbedingt – noch um 14,8 Prozent auf 24,2 Mio. Euro zurückgegangen ist, konnte für April bis Juni eine Steigerung von 37 Prozent vermeldet werden. Das Nettoergebnis (nach Minderheitsanteilen) summierte sich hier auf 1,34 Mio. Euro, verglichen mit einem Fehlbetrag von -2,81 Mio. Euro im Vorjahr. Auch wenn dabei ein Einmaleffekt aus der Neubewertung der Vantargis-Option im Zuge der Aktivierung behilflich war, kommt darin doch der dynamische operative Aufwärtstrend zum Ausdruck.

### Positive Wende bei Leipziger Solarpark

Ebenfalls als sehr erfreulich stufen wir die aktuelle Nachrichtenlage bei Leipziger Solarpark ein, die sich zu 93,9 Prozent im Besitz von GCI befindet. Nachdem die ersten Fassungen zur Novelle des Erneuerbare Energien Gesetzes befürchten ließen, dass die Gesellschaft die Errichtung eines Photovoltaikkraftwerks in Leipzig nur noch mit größeren konzeptionellen Änderungen umsetzen kann (siehe unser Update vom 9. Juni), wurde das Problem mit der vom Bundestag verabschiedeten Version entschärft. Mit der Einbeziehung von neu installierten Anlagen auf früheren Gewerbeflächen in die Einspeisevergütung hat das Unternehmen nun Planungssicherheit für die weitere Umsetzung des Projekts und arbeitet mit Hochdruck an der Realisierung.

## Ausblick

### Überschuss angekündigt

Infolge der erfreulichen operativen Entwicklung der einzelnen Töchter kalkuliert das Management nun für das Gesamtjahr mit einem Umsatz von mehr als 100 Mio. Euro und einem klar positiven Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit; auch unter dem Strich soll ein Gewinn ausgewiesen werden. Maßgeblichen Anteil daran wird voraussichtlich die Maschinenfabrik Spaichingen haben, der ein Erlöszuwachs von 15 Prozent zugetraut wird. Dies dokumentiert sich auch in dem Personalaufbau bei der Tochter, der für den konzernweiten Ausbau der Mitarbeiterzahl von 641 auf 655 im ersten Halbjahr verantwortlich ist – ein recht zuverlässiges Signal, dass der Aufschwung als nachhaltig eingestuft wird.

### *Finanzierungssituation bleibt schwierig*

Beschränkt werden die Expansionsmöglichkeiten allerdings weiterhin durch die Finanzierungssituation, die wegen der Altlasten aus Portfolioinsolvenzen im Jahr 2008 vom Management immer noch als angespannt eingestuft wird. Nach wie vor bestehen noch Garantie- und Haftungsverpflichtungen aus der Pfaff-Pleite in Höhe von 9,5 Mio. Euro, während die aktuelle konzernweite Liquidität nur auf 4,1 Mio. Euro beziffert wird. Derzeit existiert allerdings nur eine konkrete Zahlungsvereinbarung in Höhe von 0,6 Mio. Euro. Bezüglich der Inanspruchnahme darüber hinausgehender Ausfallbürgschaften gibt es hingegen erhebliche Unstimmigkeiten mit der Gegenpartei. Sollten hier die Vergleichsversuche scheitern, läuft alles auf eine gerichtliche Klärung hinaus, die in jedem Fall eine deutliche Verzögerung beim zeitlichen Anfall der Zahlungen bedingen würde. Dies würde dem Management den Spielraum geben, um auf einem geordneten Weg neue Finanzierungsquellen zu erschließen. Erwogen werden diesbezüglich sowohl eine Kapitalerhöhung als auch Beteiligungsveräußerungen. Erste Schritte erfolgen möglicherweise schon, wenn die beiden begebenen Anleihen in Höhe von 500 Tsd. Euro resp. 1,2 Mio. Euro Ende September bzw. Ende November fällig werden.

### *Bestimmung des Potenzialwertes*

Auf Basis der dargestellten Zahlen und Entwicklungen haben wir unsere Sum-of-parts-Bewertung zur Bestimmung des Potenzialwertes des Unternehmens aktualisiert. Die Schätzung der angemessenen Kapitalisierung der einzelnen Gesellschaften erfolgt dabei nach wie vor 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 30 Prozent auf den Marktwert vor. Gegenüber unserer Analyse vom Juni haben wir den Discount (damals 50 Prozent) allerdings verringert, was wir angesichts der nun erreichten Planungssicherheit der Gesellschaft für angemessen halten.

### *Höhere Multiples gerechtfertigt*

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. Im Gegensatz zu unserer letzten Analyse halten wir die Rahmenbedingungen für so stabil und die operative Verfassung der Beteiligungen für so gut, dass wir nun auf den unteren Wert der Bewertungsspanne zurückgreifen und damit auf den zusätzlichen Abschlag von 30 Prozent verzichten.

### *Ausnahmen*

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

Die folgende Tabelle zeigt die aktuellen Bewertungsansätze der einzelnen Portfoliengesellschaften.

Beteiligungen	Anteil	Umsatz 10e	Multiple	Marktwert	Anteilswert
<i>Nicht börsennotiert</i>					
Dynawert*	90,0%	21,0	0,44	9,24	8,32
Maschinenfabrik Spaichingen	94,0%	85,0	0,36	30,60	28,76
Proteus / BENO	80,0%			4,00	4,00
Vantargis**	37,6%	16,0	0,40	6,40	2,41
<i>Börsennotiert</i>					
Independent Capital	4,4%			1,07	0,05
Leipziger Solarpark	93,9%			19,03	12,51
Meridio	1,3%			4,86	0,06
Restl. Beteil. pauschal					1,50
<b>Summe Anteilswerte</b>					<b>57,61</b>
Windsor-Forderung					1,60
Nettoliquidität AG					-3,00
<b>Potenzialwert GCI</b>					<b>56,21</b>
<b>je Aktie</b>					<b>2,15</b>

\*Operatives Geschäft durch Elektromotorenwerk Grünhain und Zehnder Pumpen

\*\*Operatives Geschäft durch OCF und Sigma Leasing

Quellen: Unternehmen, Finance, eigene Schätzungen

### **Potenzialwert 2,15 Euro je Aktie**

Zu den Anteilswerten addieren wir noch die geschätzte Netto-Liquidität der AG (-3 Mio. Euro) sowie die Windsor-Forderung. Diese wurde im jüngsten Abschluss auf 1,6 Mio. Euro taxiert, was wir entsprechend übernehmen. In Summe resultiert aus diesen Berechnungen ein Potenzialwert von 56,2 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**

#### **Neues Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“**

Die Finanzierungsseite stellt nach wie vor die Achillesferse von GCI dar. Im laufenden Jahr steht zunächst einmal die Refinanzierung der ausgegebenen Anleihen im Volumen von 1,7 Mio. Euro an, mittelfristig werden noch weitere Garantie- und Haftungsverpflichtungen aus der Pfaff-Pleite beglichen werden müssen. Angesichts der spürbaren operativen Stabilisierung des Konzerns halten wir es aber nun für wahrscheinlich, dass das Management auch diese Probleme in den Griff bekommt. Die Geschäftsentwicklung der Töchter ist hingegen schon jetzt sehr erfreulich und führte in unseren Berechnungen zu einer Anhebung des Potenzialwertes von 1,60 auf 2,15 Euro je Aktie. Damit besteht ein langfristiges

Kurspotenzial von fast 150 Prozent, wenn die Zahlungsverpflichtungen ohne Notverkäufe getilgt werden können. Wir stufen die Aktie nun als Spekulativen Kauf ein, wobei das Chance-Risiko-Profil nach wie vor sehr ausgeprägt ausfällt.

## 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>
09.06.2010	0,95 Euro	Spekulatives Investment
20.11.2009	0,70 Euro	Spekulatives Investment
08.09.2009	0,79 Euro	Spekulatives Investment

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: (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.