

GCI Management AG

Zusammenfassung

- **Weitere Investitionen:** In den letzten Monaten hat GCI den Ausbau des Beteiligungsportfolios kontinuierlich fortgesetzt. Neben dem Erwerb der Mehrheit an dem Agrartechnikanbieter Bohnacker lag der Schwerpunkt der Einkaufsaktivitäten vor allem auf Werten aus der Automobilzuliefer-Industrie.
- **Großaktionär stützt Expansion:** Die Expansionspolitik der Gesellschaft wird von dem Großaktionär ACP Capital aktiv unterstützt. Die Londoner haben nicht nur eine Kapitalerhöhung im Januar vollständig gezeichnet und so ihren Anteil auf rund 29 Prozent erhöht, sondern auch gemeinsam mit den Münchnern die GCI Automotive Holding gegründet. Über dieses Investmentvehikel sollen künftig weitere Anbieter aus der Automobilbranche erworben werden.
- **Investitionen prägen Zahlen:** Die Geschäftszahlen für 2007 wurden durch die Investitionsaktivitäten sowie durch die Entkonsolidierung von Windsor geprägt. Der Konzernumsatz verringerte sich im Zuge dessen um 22,4 Prozent auf 110,3 Mio. Euro, der Gewinn reduzierte sich gleichzeitig von 17,8 auf 1,3 Mio. Euro. Im ersten Quartal sorgte der Ausbau des Beteiligungsbereichs allerdings wieder für ein Erlöswachstum von 142 Prozent auf 48,4 Mio. Euro.
- **Hohes Kurspotenzial:** Nach unserer Einschätzung bieten die jüngsten Akquisitionen mittelfristig ein erhebliches Gewinnpotenzial. Den Potenzialwert der Gesellschaft schätzen wir auf 5,19 Euro je Aktie, rund 122 Prozent über dem aktuellen Kurs.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 2,34 Euro

ISIN	DE0005855183
Branche	Beteiligungsgesellschaft
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.gci-management.com
Ausstehende Aktien	19,62 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Mai 2001
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	45,9 Mio. Euro
Free Float	ca. 52 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	6,19 Euro / 2,21 Euro
Performance (12 Monate)	-58 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 57 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Anzahl der Beteiligungen	8 operativ tätige Mehrheitsbeteiligungen
Eigenkapital Konzern (31.12.)	69 Mio. Euro
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,67
Potenzialwert je Aktie	5,19 Euro*

*eigene Berechnungen

Jüngste Geschäftsentwicklung

Ausbau des Portfolios steht weiter im Vordergrund

Seit unserer letzten Studie im Oktober 2007 hat GCI über den hundertprozentigen Ableger BridgeCapital den kontinuierlichen Ausbau des Beteiligungsbereichs wie erwartet fortgesetzt und auf diesem Weg mittlerweile einen zufriedenstellenden Diversifikationsgrad im Portfolio erreicht. Während zunächst im Schlussquartal des letzten Jahres der Agrartechnikanbieter Bohnacker zu 75 Prozent übernommen wurde, lag in den letzten Monaten ein besonderer Schwerpunkt auf Akquisitionen aus dem Sektor der Automobilzulieferer. Mit der vollständigen Übernahme der Gesellschaften Dekorsy sowie Wilisch & Sohn durch das Investmentvehikel DEWI Components (GCI BridgeCapital hält 87,5 Prozent von DEWI) wurde im ersten Quartal ein neues Unternehmen formiert, welches u.a. namhafte PKW-Hersteller mit Kunststoffprodukten beliefert und so rund 60 Mio. Euro umsetzt.

Neuer Schwerpunkt bei Automobilzulieferern

Ein weiterer großer Schritt erfolgte im April zusammen mit dem neuen Großaktionär ACP Capital. Die gemeinsam gegründete GCI Automotive Holding, die zu 60 Prozent GCI und zu 40 Prozent ACP gehört, konnte 94 Prozent der Anteile an der Maschinenfabrik Spaichingen erwerben. Das Unternehmen erlöste im letzten Geschäftsjahr mit dem Verkauf hochwertiger Komponenten und Werkzeugmaschinen für den Nutzfahrzeugsektor 67,5 Mio. Euro und zählt damit direkt zu den größten Gesellschaften der GCI-Gruppe. Mittelfristig soll auch die DEWI in die GCI Automotive Holding eingegliedert werden, die als Basis für weitere Investments im Sektor dienen wird.

Großaktionär erhöht Anteil

Im Vorfeld der Akquisition hatte GCI zur Finanzierung der Übernahme eine Kapitalerhöhung aus dem genehmigten Kapital um rund 1,45 Mio. Aktien zu einem Kurs von 3,72 Euro unter Ausschluss des Bezugsrechts durchgeführt. Die neuen Anteile wurden komplett von dem Großaktionär ACP Capital Limited übernommen, der damit seinen Anteil auf 29,05 Prozent erhöht und die Verbindung zu GCI weiter gestärkt hat.

Investitionsphase prägt Geschäftszahlen

Die geschäftliche Fokussierung auf den Portfolioausbau sowie die zum Erwerbzeitpunkt in der Regel noch unbefriedigende Profitabilitätssituation der neuen Beteiligungen prägen derzeit das Zahlenwerk der Gesellschaft. Nach mehreren Jahren mit hohen Gewinnsteigerungen reduzierte sich der konsolidierte Konzernjahresüberschuss (nach Anteilen von Minderheitsgesellschaftern) 2007 von 17,8 auf 1,3 Mio. Euro. Der starke Rückgang ist vor allem auf die Entkonsolidierung der Windsor AG zurückzuführen, deren Rekordergebnis von rund 8 Mio. Euro im Vorjahr noch einen erheblichen Beitrag zum GCI-Gewinn geleistet hatte. Auch der Wegfall der Windsor-Umsätze (2006: 28,5 Mio. Euro) konnte nicht kompensiert werden, zumal darüber hinaus auch die Veräußerungserlöse im Beteiligungsgeschäft mit 13,2 Mio. Euro deutlich unter dem Vorjahreswert

(38,8 Mio. Euro) blieben. In Summe lag der konsolidierte Konzernumsatz so bei 110,3 Mio. Euro, nach 142,1 Mio. Euro in 2006.

Consulting und Finanzdienstleistungen entwickeln sich erfreulich

Auf der Ebene der einzelnen Sparten haben sich die Bereiche Consulting (GCI Management Consulting GmbH) sowie Finanzdienstleistungen (GCI Financial Services AG) sehr erfreulich weiterentwickelt. Die Umsätze aus dem Beratungsgeschäft konnten dank einiger neuer Mandate aus den Themengebieten Restrukturierung und Refinanzierung sowie der Begleitung mehrerer kleinerer Börsengänge binnen Jahresfrist um 23,8 Prozent auf 1,9 Mio. Euro gesteigert werden. Dank des vollständigen Erwerbs des Leasingspezialisten OCF über die neu gegründete Tochter Vantargis lag die Expansionsrate im Bereich der Finanzdienstleistungen noch deutlich höher. Gegenüber 2006, als der Geschäftsbereich durch die im Anschluss zum größten Teil veräußerte Weserbank geprägt wurde, erhöhten sich die Einnahmen um 190 Prozent auf 2,6 Mio. Euro.

Wachstum im ersten Quartal

Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres hat sich die fortgesetzte Expansion im Beteiligungsgeschäft auch wieder in einer Steigerung der Erlöse auf Konzernebene niedergeschlagen. Mehrere Gesellschaften (DEWI, Dynawert, Vantargis, Bohnacker) gehörten Anfang 2007 noch nicht zum Konsolidierungskreis, so dass deren Erfassung zu einer Umsatzausweitung um 142 Prozent auf 48,4 Mio. Euro führte. Während sich gleichzeitig auch das EBITDA von 3,9 auf 6,1 Mio. Euro verbesserte, führten ein negatives Finanzergebnis und leicht höhere Steuerzahlungen zu einem Rückgang des Gewinns je Aktie von 0,13 (verwässert) auf 0,11 Euro.

Ausblick

Mittelfristig erhebliches Ertragspotenzial

Das rückläufige Ergebnis von GCI im letzten Jahr sowie im ersten Quartal 2008 dürfte sich mittelfristig allerdings als eine Momentaufnahme erweisen. Während derzeit der Exitkanal Börse durch die Turbulenzen infolge der Subprime-Krise belastet ist – die Zahl der IPOs liegt in Deutschland derzeit fast auf der Nulllinie – eröffnen sich auf der Einkaufsseite zahlreiche attraktive Gelegenheiten zu günstigen Konditionen. GCI nutzt dieses „Window of Opportunity“ ausgiebig und legt damit das Fundament für künftig wieder deutlich steigende Gewinne. Die Investoren müssen dabei allerdings etwas Geduld mitbringen. Signifikante Ergebniswirkungen der jüngsten Expansion erwarten wir frühestens ab 2009. Bereits im laufenden Jahr könnte allerdings der Gewinnbeitrag der Finanzdienstleistungssparte deutlich steigen. So hat sich das Geschäftsvolumen der Tochter Vantargis zuletzt erheblich ausgeweitet, nachdem die Gesellschaft Ende 2007 die bestehende Refinanzierungsvereinbarung mit der LBBW (Asset Backed Commercial Paper Programm) von 100 auf 200 Mio. Euro verdoppelt hat.

Umstellung der Bewertungsmethodik

Die mittlerweile abgeschlossene Verschiebung des gesamten operativen Geschäfts auf die drei hundertprozentigen Töchter GCI Management Consulting, GCI BridgeCapital und GCI Financial Services berücksichtigen wir durch eine Anpassung unserer Methodik zur Unternehmensbewertung. Im Rahmen eines sum-of-parts-Verfahrens schätzen wir nun zunächst den Marktwert der drei Töchter auf isolierter Basis. Im Anschluss addieren wir zu den ermittelten Beträgen die Nettoliquidität der GCI Management AG hinzu und erhalten so eine Indikation für die faire Kapitalisierung des Konzerns.

Ertragswertverfahren und sum-of-parts

Den Wert des Beratungs- und des Finanzdienstleistungsgeschäfts ermitteln wir anhand separater Ertragswertmodelle, die auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruhen. Die Eigenkapitalkosten taxieren wir im Rahmen dessen unter Verwendung des Capital Asset Pricing Models einheitlich auf 11,7 Prozent (Umlaufrendite 4,3 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4). Aufgrund des diskontinuierlichen Charakters von Unternehmenskäufen und -verkäufen ist eine Anwendung dieser Methodik für den Beteiligungsbereich nicht sinnvoll, weswegen wir hier wiederum auf das sum-of-parts-Verfahren zurückgreifen und den Wert der einzelnen Beteiligungen isoliert schätzen und die Liquidität der Tochter GCI BridgeCapital dazuaddieren.

Bewertung

Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick über die Bewertungsansätze der einzelnen Unternehmen. Die Schätzung der angemessenen Kapitalisierung der Beteiligungen von GCI BridgeCapital erfolgt dabei entweder über den anteiligen Börsenwert, wenn die Gesellschaften bereits notiert sind, oder aber über eine Umsatz-Multiple-Abschätzung, zu der wir die Resultate des Finance-Experten-Panels herangezogen haben. Aus der Spanne der Panel-Multiples erfolgte allerdings jeweils ein Rückgriff auf den unteren Wert, da die Firmen bis auf Hanhart erst seit maximal einem Jahr zum Konzern gehören und damit die Restrukturierung noch in einem vergleichsweise frühen Stadium steckt. Alle kleineren, nicht separat aufgeführten Beteiligungen haben wir pauschal mit einem Wert von 1,0 Mio. Euro angesetzt.

Beteiligungen (Mio. Euro)	Anteil	Umsatz 07	Multiple	Marktwert	Anteilswert
<i>Nicht börsennotiert</i>					
Dynawert*	100,0%	17,5	0,47	8,23	8,23
Bohnacker	75,0%	5,6	0,4	2,24	1,68
DEWI**	87,5%	60,0	0,41	24,60	21,53
GCI Automot. Hold. ***	60,0%	67,5	0,4	27,00	15,23
Hanhart	30,1%	2,7	0,47	1,27	0,36

Beteiligungen (Mio. Euro)	Anteil	Umsatz 07	Multiple	Marktwert	Anteilswert
<i>Börsennotiert</i>					
Pfaff	70,9%			31,56	22,37
H.P.I. Holding	5,1%			12,50	0,60
Independent Capital	11,4%			5,30	0,57
Meridio	2,0%			11,63	0,22
Konsortium AG	5,0%			7,90	0,37
Hansen Sicherheit.	0,9%			44,62	0,38
Restliche Anteile pauschal					1,00
Summe Anteilswerte					72,52
Liquidität BridgeCapital					5,00
Potenzialwert BridgeCapital	100%				77,52
Ertragswert GCI Consulting	100%				3,79
Ertragsw. GCI Fin. Services	51%****				6,54
Liquidität AG*****					14,00
Potenzialwert GCI je Aktie (in Euro)					101,84 5,19

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

**Operatives Geschäft durch Dekorsy und Wilisch & Sohn

***Operatives Geschäft durch Maschinenfabrik Spaichingen, die zu 94% der GCI Automotive Holding gehört

****51% ist der Anteil an Vantargis, der wichtigsten operativen Einheit der Tochter

*****Nach einem vollständigen Abschluss des Windsor-Verkaufs

Quelle: GCI, Finance, eigene Schätzungen

Potenzialwert GCI: 5,19 Euro je Aktie

Die mit den Umsatzmultiples ermittelten Werte verstehen sich als Potenzialwert, der für eine Beteiligung bei einer erfolgreichen Umsetzung der Restrukturierung zukünftig erzielt werden kann. Zu der Summe der Beteiligungswerte der GCI BridgeCapital haben wir die Nettoliquidität von GCI BridgeCapital, die Ertragswerte der GCI Management Consulting und der GCI Financial Services sowie die Nettoliquidität der Konzernmutter hinzuaddiert. Unter Kumulation aller Einzelposten ergibt sich ein Potenzialwert der GCI Management von 101,84 Mio. Euro oder 5,19 Euro je Aktie.

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

GCI hat sich in den letzten Monaten planmäßig weiterentwickelt und vor allem den Ausbau des Beteiligungsportfolios vorangetrieben. Obwohl so angesichts der derzeit günstigen Bewertungen auf der Einkaufsseite mittelfristig ein hohes Ertragspotenzial aufgebaut wird, hat die Börse diese Politik bislang nicht honoriert. Seit unserer Studie im Oktober ist der Aktienkurs des Unternehmens von 5,82 Euro auf jetzt 2,34 Euro gesunken. Auch wenn ein Teil davon auf die Ausgabe von mehr als 6 Mio. Gratisaktien und die Verwässerung durch eine Kapitalerhö-

hung zurückzuführen ist, bleibt eine signifikante Diskrepanz zwischen der Kursentwicklung und den Gewinnperspektiven. Zum Teil leidet die Gesellschaft allerdings auch unter der Abwertung der bereits börsennotierten Portfoliogesellschaften, die den potenziellen (Pfaff) oder tatsächlichen (Windsor) Verkaufspreis gedrückt hat. Nichtsdestotrotz signalisiert unser fundamentales Bewertungsmodell einen Potenzialwert von 101,8 Mio. Euro oder 5,19 Euro je Aktie. Diesem dürfte sich der Kurs sukzessive nähern, wenn sich erste Erfolge aus der Restrukturierung der neuen Beteiligungen zeigen. Vor diesem Hintergrund und angesichts eines Kurspotenzials von rund 122 Prozent bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung.

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 in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie, ein Update und zwei Newsflashes. **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
17.10.2007	3,88 Euro*	Kaufen
15.06.2007	5,60 Euro*	Kaufen

*angepasst an die Ausgabe von 6,06 Mio. Gratisaktien

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 von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.