

Akt. Kurs (14.10.09, 15:22:, Ffm): 0,89 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **0,96 (0,66) EUR**

Branche: Beteiligungsgesellschaft
Land: Deutschland
ISIN: DE0005855183
Reuters: GCIG.DE
Bloomberg: GCI:GR

Kurzportrait

Gegründet als „Gesellschaft für Consulting und Implementierung“ als externe Beratungseinheit einer verbundenen Beteiligungsgesellschaft in 1991, ist GCI heute als Investmenthaus für den Mittelstand aufgestellt.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	0,99	0,29
Aktueller Kurs:	0,89	
Aktienzahl ges.:	26.107.291	
Streubesitz:	45,9%	
Marktkapitalis.:	23,2 Mio. €	

Anlagekriterien

Halbjahreszahlen 2009 von starken Veränderungen im Portfolio geprägt

Die GCI Management AG veröffentlichte Ende August den Halbjahresbericht für das laufende Geschäftsjahr 2009. Bereits im Vorfeld waren unsere Erwartungen in Anbetracht der Umstrukturierungsphase, in der sich die Unternehmensgruppe derzeit befindet, sehr gedämpft. Aufgrund der drei Insolvenzen, die GCI hinnehmen musste (siehe dazu ausführlich unsere Research-Note vom 20.07.2009), sind die Vorjahreszahlen nicht vergleichbar mit dem jetzt gemeldeten Zahlenwerk. Zudem machte sich die konjunkturelle Lage in den Zahlen bemerkbar.

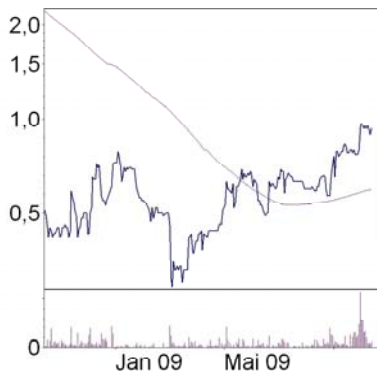
Im Einzelnen schrumpfte der GCI-Umsatz um mehr als die Hälfte auf 51,4 (Vj. 129,9) Mio. Euro. Auf der Ertragsseite war im Zuge des Wegfalls einiger nicht operativer Kostenblöcke eine gewisse Entspannung zu verzeichnen, so dass sich das operative Ergebnis (EBIT) auf minus 0,9 (-17,0) deutlich verbesserte. Wir gehen davon aus, dass hier circa 20 Mio. Euro an außerordentlichen Aufwendungen für Wertberichtigungen und ähnliche Maßnahmen weggefallen sind.

Der Jahresüberschuss nach Steuern Dritter legte jedoch wegen der Belastungen im Finanzergebnis nicht im gleichen Maße zu. Hier verzeichnete GCI „nur“ eine Verbesserung um zwei Drittel auf minus 6,6 (- 19,6) Mio. Euro. Der Grund für das hier einschlägige und verschlechterte Finanzergebnis lag in nicht liquiditätswirksamen Aufwendungen für Zinsderivate. Der den GCI-Aktionären zuzuordnende Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter betrug minus 4,7 (- 24,9) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von minus 0,23 (- 1,27) Euro bedeutete.

Operative Entwicklung auf Segmentebene im Halbjahr zufriedenstellend

Ohne die Fehlentwicklungen bei GCI schön zu färben, zeigt sich unserer Meinung nach im Segmentbericht, dass die jetzt verbleibenden Beteiligungen eine gute Basis für die neu aufgestellte GCI bilden. Das Management ist diesbezüglich auch selbstkritisch und will in Zukunft keine Sanierungsfälle mehr im Portfolio halten (siehe dazu unser ausführliches Interview mit Dr. Wahl vom 25.09.2009).

Wegen der schwer zuzuordnenden Personalkosten, mangels nennenswerter Materialaufwendungen und aufgrund Sonstiger betrieblicher Erträge liegen die Segmentergebnisse der beiden kleineren Bereiche Beratung und Finanzdienstleistungen über den ausgewiesenen Umsätzen. Die Beratungssparte verzeichnete mit einem Segmentergebnis von 0,2 (Vj. 0,3) Mio. Euro nur einen überschaubaren Rückgang, während sich die Finanzdienstleistungssparte mit einem Segmentergebnis von 7,1 (6,1) Mio. Euro gut entwickelte.



Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	95	193	133	138
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	4,3	-29,0	8,2	11,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	1,3	-46,2	0,5	2,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,07	-2,37	0,03	0,11
<i>bisher</i>	---	---	---	0,14
Dividende	0,30	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	12,4	neg.	34,9	8,3
Div.rendite	33,7%	0,0%	0,0%	0,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Der Bereich Beteiligungen schrumpfte im Zuge der Entkonsolidierung der drei insolventen Gesellschaften mit einem Umsatz von 41,9 (104,8) Mio. Euro auf unter die Hälfte des Vorjahresniveaus zusammen. Das Segmentergebnis betrug mit 21,8 (Vj. 68,3) Mio. Euro ein Drittel des Vergleichswertes.

Das addierte Segmentergebnis wurde mit plus 29,1 (+74,7) Mio. Euro ausgewiesen. Die Überleitung auf das EBIT des Gesamtkonzerns wird durch nicht zugeordnete Aufwendungen in Höhe von 30,0 (91,7) Mio. Euro hergestellt. Trotz des Rückganges fielen nach unseren Schätzungen immer noch mit den Insolvenzen verbundenen Aufwendungen in Höhe von 8 Mio. Euro an. Insofern billigen wir dem neuen Geschäftsmodell (siehe ausführlich in unserem Interview mit Dr. Wahl vom 25.09.2009) der GCI Management AG eine realistische Erfolgchance zu.

Die Schwierigkeit besteht momentan jedoch darin, abzuschätzen, ob jetzt alle Belastungen in der GuV verarbeitet wurden. Wir gehen deshalb weiterhin vorsichtig an unsere Prognose für das zweite Halbjahr heran.

Schätzungen für 2009 und 2010 lediglich an neue Aktienzahl angepasst

Nachdem die Zahlen für das erste Halbjahr auf operativer Ebene unseres Erachtens in Ordnung waren gehen wir nach derzeitigem Kenntnisstand davon aus, dass GCI im zweiten Halbjahr schwarze Zahlen schreiben wird und wegen nur noch partiell notwendiger außerordentlicher Aufwendungen auch für das Gesamtjahr 2009 unter dem Strich ein leicht positives Ergebnis ausweisen wird.

Im Einzelnen rechnen wir nach wie vor mit einem operativen Umsatz aus den bestehenden Beteiligungen von 118,0 Mio. Euro, was gegenüber 2008 einen Rückgang von einem Drittel bedeuten würde. Neben dem durch die Insolvenzen bedingten konsolidierungsbedingten Umsatzrückgängen gehen wir im Beteiligungsbereich von konjunkturellen Umsatzrückgängen in einer Bandbreite von circa 20-25 Prozent aus, während wir die Entwicklung im Beratungs- und Finanzbereich als stabil bis leicht positiv einschätzen.

Auf der Ergebnisseite rechnen wir mit einem operativen Ergebnis (EBIT) in Höhe von unveränderten plus 8,2 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir bei 0,5 Mio. Euro, was ein unverändertes Ergebnis je Aktie von 3 Cent bedeuten würde. Die jetzt laufende Kapitalerhöhung macht sich wegen der nur zeitgewichteten höheren Aktienanzahl erst in 2010 bemerkbar. Insgesamt liegen wir mit unseren Schätzungen damit leicht unter den Erwartungen des Unternehmens, die jedoch Dr. Wahl im Gespräch mit uns nicht exakt quantifizieren wollte.

Für 2010 rechnen wir nach wie vor mit einem Umsatz von 122,0 Mio. Euro im Beteiligungsbereich, was gegenüber unserer Schätzung für 2009 einen leichten Zuwachs von 3,4 Prozent bedeuten würde. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter erwarten wir bei circa 2,8 Mio. Euro, was wegen der erhöhten Anzahl an Aktien jetzt ein EPS von 0,11 (bisher 0,14) Euro bedeuten würde. Eine Dividendenzahlen erwarten wir auch für 2010 nicht.

GCI kündigte zudem an, dass man neben der jetzt laufenden Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen im nächsten Jahr wahrscheinlich eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen durchführen werde. Da die Details dazu noch nicht bekannt sind, haben wir diesen Sachverhalt nicht in unseren aktuellen Schätzungen berücksichtigt.

Bewertung

Auf Basis der aktuellen Börsenkurse für die börsennotierten Beteiligungen und sehr vorsichtigen Schätzungen für die Beteiligungen an nicht notierten Firmen sowie für die Gesellschaften im Bank- und Beratungsgeschäft (z.B. Vantargis) errechnen wir einen inneren Wert (NAV) von unverändert 1,07 Euro pro Aktie.

Obwohl sich die wirtschaftliche Situation wieder etwas belebt hat sehen wir keinen Grund unseren Bewertungsabschlag von 40 Prozent auf den Net-Asset-Value zu ändern. Mit diesem Wert ist unseres Erachtens hinreichend berücksichtigt, dass die Reserven im GCI-Unternehmensportfolio frühestens ab Herbst 2010 nach Auflösung des Exit-Staus gehoben werden könnten. Zudem haben wir die Beteiligung am Leipziger Solarpark wegen der unseres Erachtens nicht repräsentativen Aussagekraft des Börsenkurses in Folge der sehr geringen Börsenumsätze nach wie vor nicht mit dem vollständigen Wert angesetzt.

Da für die bisher benutzte Peer-Group, bestehend aus den Beteiligungsfirmen Arques, Aurelius, GESCO und Indus, aus verschiedenen Gründen nur noch zwei Schätzungen (GESCO und Indus) verfügbar sind, haben wir unseren Bewertungsansatz hier auf eine umfassende Auswahl internationaler Holdings umgestellt. Das Branchen KGV beträgt jetzt 13,0 (bisher 9,7 auf Basis der alten Peer-Group).

Der höhere Wert drückt jedoch unseres Erachtens das allgemein gestiegene Bewertungsniveau an den Börsen aus, ist aber kein statistischer Strukturbruch. In Verbindung mit dem von uns geschätzten GCI-Durchschnittsgewinnes für 2009 und 2010 in Höhe von 0,07 Euro je Aktie ergibt sich ein fairer Wert von 0,86 Euro je Anteilsschein, was wir in Anbetracht der operativen Zahlen bei GCI für vertretbar halten.

Als Durchschnittswert aus der Betrachtung des NAV-Modells und des mittleren KGVs der Peer Group ergibt sich ein Wert von 0,96 (bisher 0,66) Euro. Dieser Wert liegt leicht über dem aktuellen Kursniveau und spiegelt erste Stabilisierungstendenzen bei GCI wieder. Die „wahre“ Ertragsstärke von GCI ist momentan schwer einzuschätzen. Eine Grundlage dafür bildet jedoch bei isolierter Betrachtung das addierte Segmentergebnis. In Verbindung mit den nach wie vor vorhandenen Risiken bei GCI drängt sich demnach unseres Erachtens ein Einstieg in die GCI-Aktie aber nicht auf.

Insofern raten wir dem konservativen Anleger weiterhin, Bestände nach der jüngsten Kurserholung abzubauen. Für spekulative Investoren erneuern wir die unsere Halteempfehlung. Für Neuengagements sollte weiterhin eine Normalisierung des Umfeldes für Beteiligungsgesellschaften im Allgemeinen und für GCI im Speziellen abgewartet werden.

Fazit

Nach enormen Belastungen durch die Insolvenz von drei Tochtergesellschaften zeigten sich im ersten Halbjahr 2009 noch die Nachwehen dieser Ereignisse in der Bilanz der GCI Management AG, so dass die Münchener Beteiligungsgesellschaft trotz erster Erfolge beim Unternehmensumbau unter dem Strich noch rote Zahlen ausweisen musste. Für das zweite Halbjahr rechnet jedoch GCI hier kaum mehr mit Belastungen, so dass wir für 2009 ein leicht positives Ergebnis erwarten.

Im Einklang mit der leichten allgemeinen wirtschaftlichen Aufhellung und dem neuen weniger risikobehafteten Geschäftsmodell erhöhen wir unser Kursziel und behalten unsere Halteempfehlung für spekulative Investoren bei. Konservative Anleger sollten wegen der nach wie vor vorhandenen gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Risiken die zuletzt zu verzeichnende Kurserholung zum Abbau von Beständen nutzen. Ein Einstieg in die GCI-Aktie kommt für uns erst wieder in Frage, wenn sich das neue Geschäftsmodell als tragfähig herausgestellt hat.

Gewinn- und Verlustrechnung

GCI Management AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Erlöse aus dem Verkauf von Beteiligungen und Wertpapieren des Umlaufvermögens sowie aus dem Beteiligungsbereich	90,6	95,3%	177,7	92,3%	118,0	89%	122,0	88%	140,0	89%
			96,1%		-33,6%		3,4%		14,8%	
Beratungs- und Provisionserlöse	1,9	2,0%	1,2	0,6%	1,2	0,9%	1,5	1,1%	2,2	1,4%
Zins und Provisionserlöse (Finanzbereich)	2,6	2,7%	13,6	7,1%	14,0	10,5%	14,5	10,5%	15,0	9,5%
Konzernumsatzerlöse	95,1	100,0%	192,5	100,0%	133,2	100%	138,0	100%	157,2	100%
Veränderung zum Vorjahr			102,4%		-30,8%		3,6%		13,9%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	47,4	49,8%	96,5	50,1%	66,6	50,0%	69,3	50,2%	75,8	48,2%
			103,6%		-31,0%		4,0%		9,4%	
Sonstiges Ergebnis	-3,6	-3,8%	-30,9	-16,1%	-12,0	-9,0%	-10,0	-7,2%	-10,0	-6,4%
Veränderung zum Vorjahr			758,3%		-61,2%		-16,7%		0,0%	
Personalaufwand	34,4	36,2%	58,6	30,4%	38,1	28,6%	38,6	28,0%	42,8	27,2%
Veränderung zum Vorjahr			70,3%		-35,0%		1,4%		10,7%	
EBITDA	9,7	10,2%	6,5	3,4%	16,5	12,4%	20,1	14,6%	28,7	18,2%
Veränderung zum Vorjahr			-33,0%		153,9%		21,7%		42,8%	
Abschreibungen	5,4	5,7%	35,5	18,4%	8,3	6,2%	8,3	6,0%	8,5	5,4%
Veränderung zum Vorjahr			557,9%		-76,7%		0,3%		2,5%	
EBIT	4,3	4,5%	-29,0	-15,1%	8,2	6,2%	11,8	8,6%	20,2	12,8%
Veränderung zum Vorjahr			-773,7%		-128,4%		43,1%		71,0%	
Finanzergebnis	-1,5	-1,6%	-10,0	-5,2%	-6,5	-4,9%	-5,8	-4,2%	-6,0	-3,8%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	2,8	2,9%	-39,0	-20,3%	1,7	1,3%	6,0	4,4%	14,2	9,0%
Steuerquote	57,1%		-9,5%		12,0%		12,0%		15,0%	
Ertragssteuern	1,6	1,7%	3,7	1,9%	0,2	0,2%	0,7	0,5%	2,1	1,4%
Jahresüberschuss	1,2	1,3%	-42,7	-22,2%	1,5	1,2%	5,3	3,8%	12,1	7,7%
Veränderung zum Vorjahr					-103,6%		243,8%		128,2%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	-0,1		3,5		1,0		2,5		3,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	1,3	1,4%	-46,2	-24,0%	0,5	0,4%	2,8	2,0%	9,1	5,8%
Anzahl der Aktien	18,163		19,526		21,066		26,107		26,107	
Gewinn je Aktie	0,07		-2,37		0,03		0,11		0,35	

Aktionärsstruktur

ACP	27,66%
Dr. Aufschnaiter	11,37%
Dr. Wahl	11,37%
Nikolaus von Seemann	3,70%
Streubesitz	45,90%

Termine

Mitte November 2009	Neunmonatsbericht 2009
Mitte Mai 2010	Zwischenmitteilung (1. Quartal) innerhalb des ersten Halbjahres 2010
Mitte Juli 2010	Hauptversammlung
Ende August 2010	Veröffentlichung des Halbjahresberichtes 2010
Mitte November 2010	Neunmonatsbericht 2010

Kontaktadresse

GCI Management AG
Brienner Straße 7
D-80333 München

Email: gci@gci-management.de
Internet: www.gci-management.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Alexandra Istrati

Tel.: +49 (0) 89 / 20500 - 501
Fax: +49 (0) 89 / 20500 - 555
Email: investor@gci-management.com

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
20.07.2009	0,58 €	Halten	0,66 €
10.02.2009	0,50 €	Halten	0,86 €
06.06.2008	2,35 €	Kaufen	3,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,6%	48,1%
Halten	35,4%	40,7%
Verkaufen	19,0%	11,1%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
GCI Management AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.