

## Gesco AG

### Stärken und Chancen

- **Hohe Flexibilität:** Dem Management von Gesco ist es im Krisenjahr 2009/10 mit einem Bündel von Maßnahmen gelungen, trotz eines nur geringfügigen Personalabbaus die Kosten deutlich zu senken. Infolgedessen konnte zwar ein Umsatzrückgang von 26,6 Prozent nicht verhindert werden, aber die Gruppe blieb mit einem Überschuss von 8,9 Mio. Euro (-58,8 Prozent) deutlich profitabel.
- **Diversifikation hilft:** Auch in dem extrem schwierigen Umfeld haben drei Töchter ihre Umsätze ausgedehnt. Das Diversifikationskonzept der Mittelstandsholding hat sich somit erneut bewährt.
- **Aussichtsreiches Fundament:** Mit dem Erhalt der Stammebelegschaft und der Fortsetzung der vorsichtigen Investitionspolitik auch in der Krise wurde die Basis für den nächsten Aufschwung gelegt. So expandierte bereits im ersten Quartal 2010/11 der Auftragseingang um beeindruckende 42,9 Prozent.

### Schwächen und Risiken

- **Double-Dip-Gefahr:** Frühindikatoren signalisieren eine Abschwächung der konjunkturellen Dynamik, ein erneuter Einbruch kann nicht ausgeschlossen werden.
- **Bewertungsrisiko:** Nach zwei volatilen Jahren bleibt die Preisfindung bei Zukäufen schwierig.

Geschäftsjahr (bis 31.03.)	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e		
Umsatz (Mio. Euro)	378,4	277,7	305,0	326,4	CAGR Umsatz 07-10 (e)	-4,8%
Umsatzwachstum	13,6%	-26,6%	9,8%	7,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	-19,6%
EBIT (Mio. Euro)	38,9	16,5	18,3	20,2	CAGR EpS 07-10 (e)	-19,2%
EBIT-Marge	10,3%	5,9%	6,0%	6,2%		
EpS	7,16	2,95	3,33	3,78	Enterprise Value (Mio. Euro)	184,8
Dividende je Aktie	2,50	1,30	1,35	1,50	Buchwert (Mio. Euro)	99,1
KUV	0,32	0,44	0,40	0,37	EV / Umsatz 09/10 (e)	0,6
KGV	5,6	13,6	12,0	10,6	EV / EBIT 09/10 (e)	10,1
Dividendenrendite	6,3%	3,3%	3,4%	3,8%	Kurs / Buchwert	1,2

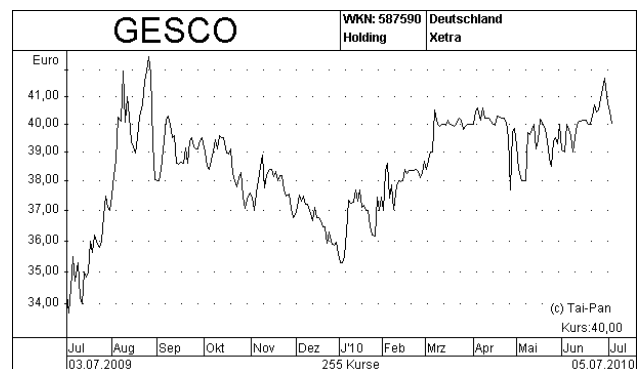
## Kaufen (unverändert)

### Kursziel

**69,22 Euro**

### Aktueller Kurs

40,00 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	41,89	41,89	42,69
Tief (Euro)	38,64	35,90	33,10
Performance	+2,56%	0,00%	+14,78%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	142.481,28	129.673,93	186.978,89

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0005875900 / 587590
Branche	Beteiligungsgesellschaft
Sitz der Gesellschaft	Wuppertal
Internet	www.gesco.de
Ausstehende Aktien	3,023 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	März 1998
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	120,9 Mio. Euro
Free Float	95 %
Rechnungslegung	IFRS

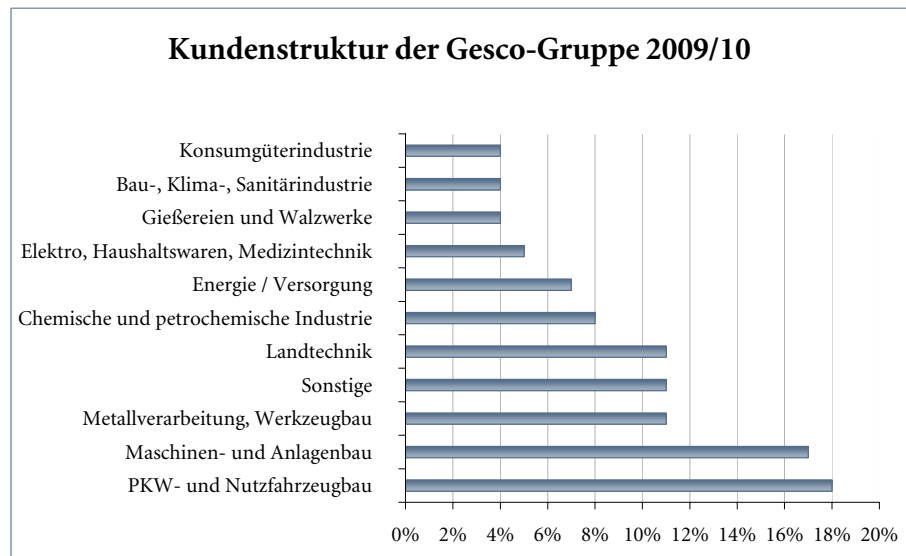
## Unternehmensprofil

### *Börsennotierte Mittelstandsholding*

Gesco hat ihren Ursprung in der 1989 gegründeten Gesco Industrie Holding GmbH und investiert seitdem als Mittelstandsholding in Unternehmen aus den Branchen Werkzeug- und Maschinenbau sowie Kunststofftechnik. Ein besonderer Schwerpunkt liegt dabei auf Lösungsmodellen für die Nachfolgeproblematik von mittelständischen Firmen. Derzeit zählen 14 operativ tätige Töchter zum Portfolio, die zusammen mit der Holding 1.733 Mitarbeiter (Stand 31.03.10) beschäftigen. Seit 1998 ist die Gesellschaft börsennotiert, im Juni 2008 erfolgte die Aufnahme in den SDAX. Der Streubesitz beträgt derzeit rund 95 Prozent, wobei der Vorstand 0,5 Prozent und der Aufsichtsrat 0,7 Prozent der Anteile halten.

### *Zwei Sparten mit diversifizierter Kundenstruktur*

Mit derzeit elf Unternehmen liegt der Schwerpunkt des Portfolios auf dem Bereich Werkzeug- und Maschinenbau, während die Sparte Kunststofftechnik von drei Firmen vertreten wird. Die Beschränkung auf lediglich zwei Branchen hat den Vorteil, dass beim Management der Holding ein enormer Erfahrungsschatz für die Beurteilung von Akquisitionskandidaten und die Beratung bestehender Beteiligungen aufgebaut wird. Darüber hinaus soll die starke Fokussierung verhindern, dass der Kapitalmarkt die Gesellschaft als breit diversifiziertes Konglomerat ohne klare Ausrichtung einstuft. Dem damit einhergehenden Risiko eines geringen Diversifikationsgrades wird vor allem durch die breite Streuung der Abnehmerbranchen der Portfoliounternehmen begegnet. Wie die folgende Übersicht zeigt, hat die Gesellschaft die Kunden in elf verschiedene Gruppen untergliedert, von denen der PKW- und Nutzfahrzeugbau mit 18 Prozent den größten Umsatzanteil auf sich vereint.



Quelle: Unternehmen

*Dörrenberg Edelstahl mit  
Abstand größte Tochter*

Das zahlenmäßige Übergewicht der Beteiligungen aus dem Bereich Werkzeug- und Maschinenbau kommt auch in der Umsatzverteilung der beiden Konzernsparten zum Ausdruck. So war dieser Bereich im letzten Geschäftsjahr für Erlöse von 250,6 Mio. Euro und damit für rund 90 Prozent der gesamten Konzerneinnahmen verantwortlich, während auf die Kunststofftechnik die restlichen 10 Prozent (26,6 Mio. Euro) entfielen. Dementsprechend zählt auch die mit Abstand größte Tochter Dörrenberg Edelstahl zu den Werkzeug- und Maschinenbauern. Das Traditionsunternehmen mit den vier Geschäftsbereichen Edelstahl, Edelstahlformguss, Oberflächentechnik und Feinguss wurde 2009 zwar relativ stark von der Krise getroffen und musste einen Umsatzrückgang um 44,6 Prozent hinnehmen, erlöste aber immer noch mehr als doppelt so viel wie SVT, die klare Nummer zwei der Sparte. Auch der vorerst letzte Neuzugang im Portfolio, die im April 2009 erworbene Georg Kesel GmbH & Co. KG, hat als Nischenanbieter für Werkzeugmaschinen und Spanntechnik den größeren Geschäftsbereich weiter gestärkt. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick zum aktuellen Beteiligungsportfolio des Unternehmens.

<i>Gesellschaft</i>	<i>Kauf</i>	<i>Anteil</i>	<i>Umsatz 09 (Mio. EUR)</i>	<i>Wachstum</i>
<b>Werkzeug- und Maschinenbau</b>				
Dömer	2005	100 %	8,3	-31,0 %
Dörrenberg Edelstahl	1996	90 %	94,3	-44,6 %
Frank Walz- u. Schmiedtechnik	2006	100 %	27,1	-12,4 %
Franz Funke Zerspannungstec.	1995	80 %	11,8	-28,1 %
Georg Kesel	2009	90 %	6,3	-46,2 %
Haseke	1990	100 %	10,5	-4,2 %
Hubl	2002	100 %	7,4	-33,8 %
MAE	1997	100 %	25,9	+5,6 %
Paul Beier	1999	80 %	9,1	-15,0 %
SVT	2002	90 %	42,3	+9,5 %
VWH	2007	100 %	8,5	-8,8 %
<b>Kunststofftechnik</b>				
Ackermann Fahrzeugbau	1996	80 %	7,4	-55,4 %
Astroplast Kunststofftechnik	1995	80 %	8,9	-35,9 %
Setter	2004	100 %	10,4	+0,4 %

Quelle: Unternehmen

**Strategie**

*Spezialisierung auf Nach-  
folgelösungen*

Seit der Gründung verfolgt Gesco das Konzept, wirtschaftlich gesunde mittelständische Unternehmen mit einer ungeklärten Nachfolgefrage zu übernehmen und weiterzuführen. Dabei konzentriert sich die Gesellschaft auf das Verarbei-

tende Gewerbe aus den Branchen Werkzeug- und Maschinenbau sowie Kunststofftechnik.

***Beteiligungen langfristig ausgerichtet***

Investitionen in Portfoliounternehmen sind durchweg auf Dauer angelegt, so dass die Gewinne des Konzerns aus den laufenden Erträgen der Beteiligungen generiert werden. Eine auf den Verkauf der Tochtergesellschaften ausgerichtete Exit-Strategie wird nicht verfolgt. Darin unterscheidet sich Gesco von den meisten Konkurrenten aus der Private-Equity-Branche. Dadurch ist auch der benötigte Dealflow geringer, so dass Neuakquisitionen nur bei ausgesprochen günstigen Gelegenheiten getätigt werden. Dementsprechend werden pro Jahr üblicherweise nicht mehr als drei neue Engagements eingegangen. Die Finanzierung erfolgt hierbei in der Regel anteilig über Fremd- und Eigenkapital, bei Bedarf werden im Zuge dessen kleinere Kapitalerhöhungen durchgeführt. Um geeignete Akquisitionskandidaten zu finden, stützt sich die Gesellschaft auf ein informelles Netzwerk, das über Jahre aufgebaut wurde und aus Banken, Steuerberatern, M&A-Beratern, Wirtschaftsprüfern sowie Industrie- und Handelskammern besteht. Mittlerweile verfügt Gesco zudem über einen großen überregionalen Bekanntheitsgrad.

***Tochterunternehmen bleiben selbständig***

Der langfristige Beteiligungshorizont sowie die Strategie, die Töchter mit ihren Standorten und Mitarbeitern in ihrer bisherigen Form weiterzuführen, macht die Mittelstandsholding gerade für Unternehmen attraktiv, deren Nachfolge ansteht und ungeklärt ist. Mit dem dadurch sichergestellten Fortbestand der Firmen erfüllt Gesco das oftmals wichtigste Verkaufskriterium zahlreicher Firmeninhaber und profitiert im Gegenzug von entsprechend niedrigeren Kaufpreisen. Lediglich das Berichtswesen der Neuerwerbungen wird im Anschluss an die Übernahme auf den Konzernstandard ausgerichtet und damit den hohen Anforderungen der Prime-Standard-Notierung angepasst. Dadurch will Gesco nicht nur eine höhere Transparenz der Geschäftszahlen erreichen, sondern auch die Position der Tochtergesellschaften gegenüber ihren Banken verbessern.

***Strenge Akquisitionskriterien***

Bei ihren Übernahmen setzt Gesco strenge Kriterien an. Die betreffenden Firmen müssen aus den adressierten Sparten stammen, mindestens einen Jahresumsatz im höheren einstelligen Millionenbereich aufweisen und als Nischenanbieter mit hoher technologischer Kompetenz auf dem Markt etabliert sein. Ferner sollte die Eigenkapitalquote möglichst bei 30 Prozent oder darüber liegen. Aufgrund der hohen Eigenständigkeit der Töchter ist eine weitere Voraussetzung, dass die einzelnen Portfoliogesellschaften auch ohne Einbindung in den Konzern wirtschaftlich selbständig erfolgreich sind, über eine nachhaltige Ertragskraft verfügen und damit der Holding eine attraktive Verzinsung des eingesetzten Kapitals bieten.

*Neue Geschäftsführer werden zu Gesellschaftern*

Gesco übernimmt die Akquisitionskandidaten meist zu 100 Prozent und setzt bei der klassischen Nachfolgesituation einen neuen Geschäftsführer ein, der oftmals nicht aus dem Unternehmen stammt, aber dennoch über entsprechende Branchenerfahrung verfügen muss. Der Alteigentümer verbleibt dann nur noch für die Einarbeitungszeit in der Firma. Bereits bei der Bestellung der neuen Geschäftsführer wird mit diesen vereinbart, dass sie sich nach einer ein- bis zweijährigen Bewährungsphase mit 10 bis 20 Prozent an der Tochter beteiligen. Gesco sieht in diesem Schritt einen wesentlichen Baustein der Konzernphilosophie, mit der die Fortführung des eigenergeführten Managements und die langfristige Bindung erfolgreicher Geschäftsführer sichergestellt werden.

*Enger Kontakt zu Portfoliounternehmen*

Im operativen Geschäft setzt Gesco auf die Eigenverantwortlichkeit der einzelnen Unternehmenslenker, hält jedoch im Bereich Controlling und Risikomanagement engen Kontakt zu den Portfoliogesellschaften. Jahres- und Investitionspläne sowie weit reichende strategische Entscheidungen werden gemeinsam verabschiedet und die Geschäftsentwicklung monatlich überprüft. Der persönliche Kontakt zwischen den Vorständen von Gesco und den Geschäftsführern der akquirierten Firmen wird intensiv gepflegt.

**Marktumfeld**

*Rabenschwarzes Jahr 2009*

Der deutsche Maschinen- und Anlagenbau hat in den Jahren 2008/09 eine bislang in dieser Radikalität einmalige Wende von einem dynamischen Boom auf eine tiefe Rezession erlebt. Die trotz erster konjunktureller Warnsignale aus den USA noch bis Mitte 2008 anhaltende Wachstumsphase mit hohen zweistelligen Steigerungsraten beim Auftragseingang fand im anschließenden Herbst während der Finanzmarkt- und Konjunkturturbulenzen ihr abruptes Ende. In den ersten sechs Monaten 2009 brachen daraufhin die Bestellungen zeitweise um bis zu 50 Prozent gegenüber der Vorperiode ein, weswegen im Gesamtjahr ein Umsatzrückgang um fast ein Viertel hingenommen werden musste, das kumulierte Auftragsvolumen reduzierte sich sogar um 38 Prozent (Quelle VDMA). Nur wenig besser lief es in der zweiten für Gesco relevanten Branche, der kunststoffverarbeitenden Industrie, in der die Einnahmen vor allem wegen des schwachen Absatzes der Automobilzulieferer um durchschnittlich 14 Prozent zurückgingen (Quelle GKV).

*V-förmige Erholung*

Trotz enormer staatlicher Stimuli und einer sich abzeichnenden Trendwende der Weltwirtschaft herrschte im letzten Jahr dann lange Zeit Unsicherheit, ob die Maschinen- und Anlagenbauer an einem möglichen Aufschwung adäquat partizipieren können. Denn da sich die Investitionsaktivitäten noch recht lange auf hohem Niveau gehalten hatten, war die Befürchtung von Marktexperten groß, dass die Bestellungen erst mit einer deutlichen Verzögerung anspringen, nämlich

nur dann, wenn die Kapazitäten wieder angemessen ausgelastet sind. Und in der Tat: Noch zur Jahreswende 2009/10 verzeichnete die Industrie vergleichsweise geringe Zuwächse. In der Zwischenzeit hat sich das Bild deutlich gewandelt: Im Mai lagen die Bestellungen bereits um 61 Prozent über dem – allerdings sehr niedrigen – Wert aus 2009, der Dreimonatsschnitt (März bis Mai) signalisierte immerhin ein Plus von 37 Prozent.

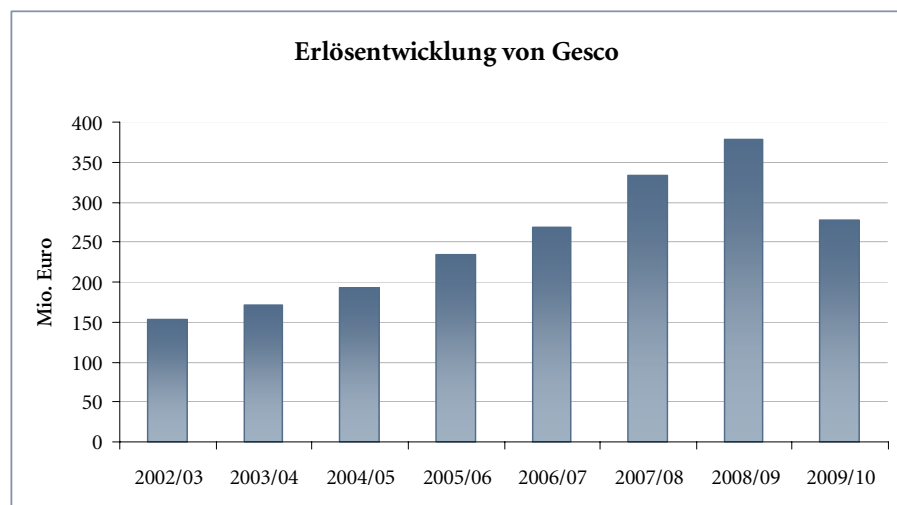
*Erste Eintrübung bei  
Stimmungsindikatoren*

Damit haben sich die Zukunftsperspektiven der Unternehmen prinzipiell deutlich aufgehellt – gäbe es nicht schon wieder neue Sorgen über die mittelfristige Konjunktorentwicklung. Denn während sich die Ist-Daten wie etwa die Auftragseingänge im Moment sehr positiv darstellen, weisen Frühindikatoren wie zum Beispiel die Einkaufsmanagerindizes zum verarbeitenden Gewerbe schon wieder auf eine Abnahme der Dynamik im zweiten Halbjahr hin. Neben der Eurokrise dämpfen vor allem die Sorgen um die weitere Wirtschaftsentwicklung in den USA und in China die weiteren Perspektiven.

**Geschäftsentwicklung**

*Einbruch bei Umsatz und  
Auftragseingang*

Die tiefe Rezession der Weltwirtschaft ist naturgemäß auch an Gesco nicht spurlos vorüber gegangen. Nach mehreren Rekordjahren reduzierte sich in der Finanzperiode 2009/10 der Gruppenumsatz um 26,6 Prozent auf 277,7 Mio. Euro (siehe folgende Grafik), womit das Resultat ganz knapp unter dem unteren Ende der vom Management kommunizierten Bandbreite (280 bis 310 Mio. Euro) und auch minimal unter unserer Prognose (279 Mio. Euro) lag. Besonders stark betroffen war die kleinere Sparte Kunststofftechnik mit einer Kontraktion um 34,7 Prozent, während die Gesellschaften aus dem Bereich Werkzeug- und Maschinenbau im Schnitt rund ein Viertel ihres Umsatzes einbüßten.



Quelle: Unternehmen

**Ergebnis bleibt deutlich positiv**

Trotz dieses drastischen Rückschlags konnte der Konzern mit 8,9 Mio. Euro (-58,8 Prozent) ein deutlich positives Ergebnis erwirtschaften, das sogar in der Mitte der angekündigten Spanne (von 7 bis 10 Mio. Euro) und damit über unserer Erwartung (8,1 Mio. Euro) lag. Mit diesem Resultat hat die Mittelstandsholding einmal mehr die Vorteile ihrer Struktur herausgestellt. Die dezentrale Organisation sowie die hohe Verantwortung der oft mit eigenem Kapital engagierten Geschäftsführer der Tochtergesellschaften ermöglichten eine schnelle und sehr flexible Reaktion auf den drastischen Markteinbruch, die höhere Gewinneinbußen verhindert hat. Zu Gute kamen dem Unternehmen dabei einige „automatische Stabilisatoren“, wie etwa die als Folge der Krise gesunkenen Materialpreise, die erfolgsabhängigen Vergütungen und das Auslaufen befristeter Arbeitsverhältnisse. Positive Effekte entfalteten darüber hinaus der konsequente Einsatz der Kurzarbeit, freiwillige Gehaltsverzichte und der Abschluss temporärer Vereinbarungen mit Lieferanten und Geschäftspartnern, die Gesco in der überwiegenden Mehrzahl deutlich entgegen gekommen sind.

Geschäftszahlen	Geschäftsjahr 08/09	Geschäftsjahr 09/10	Änderung
Umsatz	378,39	277,66	-26,6%
EBITDA	49,69	27,16	-45,3%
EBIT	38,93	16,47	-57,7%
Jahresergebnis	21,62	8,90	-58,8%

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

**Positiver Diversifikations-effekt**

Auch das Diversifikationskonzept des Unternehmens hat sich in der Krise erneut bewährt. Zwar war der negative Konjunkturimpuls in allen Bereichen spürbar, drei Tochterunternehmen konnten aber dennoch ein positives Wachstum erzielen (siehe nachfolgende Tabelle). Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass sich viele Ableger auf Segmente fokussiert haben, die im Branchenkontext eher Nischencharakter haben. Das Geschäft wird dabei zu einem wesentlichen Teil von Innovationen angetrieben, deren Markteinführung dem kontraktiven konjunkturellen Einfluss entgegen wirkt. So profitiert beispielsweise der Schwelmer Spezialist für Verladetechnik, SVT, als technologisch führendes Unternehmen für LNG-Systeme von dem anhaltenden Investitionsboom in dem Sektor, während MAE dank des Absatzerfolges der in den Vorperioden neu entwickelten Maschinen zum Richten extrem langer Metallteile sowie zum Aufpressen von Bahnrädern (auf die Achsen) das dritte Rekordjahr in Folge vermelden konnte. Am anderen Ende der Skala liegt hingegen die Tochter Ackermann Fahrzeugbau, die nach zwei starken Jahren (2007/08 war sie sogar die wachstumsstärkste Firma im Portfolio) nun einen deutlichen Rückschlag hinnehmen musste. Dies ist allerdings wenig verwunderlich, stammen viele Kunden des Ablegers doch aus der Nutzfahrzeugindustrie, die von der Wirtschaftskrise besonders hart getroffen wurde.

Geschäftsjahr 2007/2008		Geschäftsjahr 2008/2009		Geschäftsjahr 2009/2010	
Ackermann	+40,0%	VWH	+46,3%	SVT	+9,5%
MAE	+24,5%	SVT	+37,7%	MAE	+5,6%
Dörrenberg	+24,2%	Frank Walz	+28,7%	Setter	+0,4%
Ø 07/08	+24,3%	Ø 08/09	+13,6%	Ø 09/10	-26,6%
VWH	-25,9%	Astroplast	-4,7%	Ackermann	-55,4%

Quelle: Unternehmen

### Hoher Auftragseingang im ersten Quartal

In der laufenden Periode sind nun von MAE und SVT eher stagnierende bzw. sogar leicht rückläufige Umsätze zu erwarten. Dies ist jedoch aller Voraussicht nach keine Trendwende, sondern stellt eine in der Vergangenheit schon mehrfach zu beobachtende Konsolidierung nach einem Innovationsschub dar. Dafür werden wieder andere Ableger – auch Ackermann – in die Bresche springen, wie nicht zuletzt die Entwicklung im ersten Quartal verdeutlicht, in dem die Erlöse der Gruppe nach der Vorabmeldung zur Bilanzpressekonferenz bereits wieder um 4,3 Prozent auf 76,8 Mio. Euro gestiegen sind. Sehr vielversprechend für den weiteren Geschäftsjahresverlauf ist aber vor allem der Auftragseingang ausgefallen, der mit 87,8 Mio. Euro um satte 42,9 Prozent über dem Vorjahreswert lag.

## Bewertung

### Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Gesco ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

### Diskontierungszins nach CAPM 8,9 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,5 Prozent (wegen der aktuell hohen Volatilität Rückgriff auf den Mittelwert der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für das Beta wegen der sehr geringen Korrelation der Gesco-Aktie zum Gesamtmarkt nicht aussagekräftig. Als Maß für das systematische Risiko orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Die Unternehmen der Gesco-Gruppe zählen zur Investitionsgüterindustrie und unterliegen damit einer stärkeren Volatilität als der Marktdurchschnitt. Allerdings wirkt sich die zunehmende Diversifikation der Aktivitäten in immer neue Nischensegmente schwankungsmindernd aus, da sich die innovationsgetriebenen Zyklen der einzelnen Anbieter nicht zwingend überlagern. In Summe halten wir daher ein Beta von 1,2 und damit einen moderaten Aufschlag zum Marktportfolio für angemessen. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 8,9 Prozent.

### *Rückkehr auf den Wachstumspfad*

Das Umsatzwachstum im ersten Quartal und vor allem die enorme Steigerung des Auftragseingangs belegen, dass der Gesco-Gruppe die wirtschaftliche Trendwende gelungen ist. Vor dem Hintergrund einer Book-to-Bill-Ratio von 1,14 in den ersten drei Monaten erscheint die anlässlich der Bilanzpresskonferenz kommunizierte Prognosespanne für die Erlöse von 290 Mio. Euro (+4,4 Prozent gegenüber 2009/10) bis 320 Mio. Euro (+15,2 Prozent) gewohnt konservativ. Auch hinsichtlich des Ergebnisses hat sich das Unternehmen mit 9 Mio. Euro (+1,2 Prozent) bis 11 Mio. Euro (+23,7 Prozent) sicher kaum zu weit aus dem Fenster gelehnt. Stattdessen berücksichtigen die unteren Werte der Spannen einen möglichen konjunkturellen Rückschlag im zweiten Halbjahr. Bleibt dieser aus, dürfte aus Sicht des Vorstands eher das obere Ende erreicht werden.

### *Anpassung unserer Schätzungen*

Angesichts der jüngsten Makro-Daten erwarten wir weder einen tiefen Einbruch der Konjunktur, noch eine ungebremste Dynamik im Sinn eines „V“ in den nächsten Monaten. Stattdessen sollte die Weltwirtschaft auf ein moderates Expansionstempo umschalten, was sich bei Gesco 2010/11 in einem Umsatzplus auf 305 Mio. Euro (+10 Prozent) niederschlagen dürfte. Dies entspricht in Relation zu unserer bisherigen Einschätzung (287,4 Mio. Euro) einer deutlichen Erhöhung, die wir vor allem in der überraschend starken Belegung des Auftragseingangs im ersten Quartal gerechtfertigt sehen. Auf dieser Basis besteht auch auf der Margenseite wieder etwas größerer Spielraum, wir taxieren die Nettorendite nun für die laufende Periode auf 3,3 Prozent und für 2011/12 auf 3,5 Prozent. Die übrigen Inputparameter des Schätzmodells – Erlöswachstumsraten und Renditen – bleiben unverändert. Die folgende Übersicht zeigt die Projektion der künftigen Geschäftsentwicklung des Gesco-Konzerns, die sich aus den geschilderten Annahmen ergibt.

<b>Ertragswertmodell</b>	<b>10/11</b>	<b>11/12</b>	<b>12/13</b>	<b>13/14</b>	<b>14/15</b>	<b>15/16</b>	<b>16/17</b>	<b>17/18</b>
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>305,0</b>	<b>326,4</b>	<b>359,0</b>	<b>394,9</b>	<b>426,5</b>	<b>452,1</b>	<b>465,6</b>	<b>479,6</b>
Erlöswachstum		7,0%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	3,0%	3,0%
Nettorendite	3,3%	3,5%	3,7%	4,0%	3,8%	3,6%	3,5%	3,5%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>10,07</b>	<b>11,42</b>	<b>13,28</b>	<b>15,80</b>	<b>16,21</b>	<b>16,27</b>	<b>16,30</b>	<b>16,79</b>
Gewinnwachstum		13,5%	16,3%	18,9%	2,6%	0,4%	0,1%	3,0%

### *Fairer Wert jetzt 69,22 Euro je Aktie*

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum unterstellen wir unverändert ein „ewiges“ Ertragswachstum von 2,0 Prozent. Aus dieser Kalkulation ergibt sich ein Unternehmenswert von 209,3 Mio. Euro respektive 69,22 Euro je Aktie. Die deutliche Aufwärtsrevision im Vergleich zu unserem Update vom 9. Februar ist vor allem dem weiter gesunkenen Zinsniveau geschuldet. Gegenüber dem aktuellen Kurs von 40,00 Euro konstatieren wir somit anhand unseres Ertragswertmodells ein Aufwärtspotenzial von rund 73 Prozent. In diesen Zahlen sind wie üblich mögliche Wertsteigerungen aus weiteren Akquisitionen noch nicht enthalten.

*Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“***Fazit**

Dank eines beeindruckenden Wachstums beim Auftragseingang von 42,9 Prozent im ersten Quartal kann Gesco die Krise vorerst abhaken und steht – nach einem moderaten Umsatzzuwachs in den ersten drei Monaten – auch auf Jahresbasis vor der Rückkehr auf den Expansionspfad. Wie stark das Wachstum dieses Jahr ausfallen wird, ist allerdings angesichts des immer noch hohen und zuletzt wieder gestiegenen makroökonomischen Rückschlagpotenzials noch unsicher. Dementsprechend fällt die unternehmensseitige Prognosespanne diesmal relativ breit aus, von moderaten einstelligen Zuwächsen bis hin zu einem Gewinnsprung um 23,7 Prozent. Da wir hinsichtlich des weiteren Konjunkturverlaufs eher zu den vorsichtigen Optimisten gehören, erwarten wir selbst keinen dramatischen Einbruch. Auf dieser Basis rechnen wir für Gesco mit ansprechenden Umsatz- und Gewinnzuwächsen und empfehlen die Aktie mit einem Kursziel von 69,22 Euro erneut zum Kauf.

## 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>
09.02.2010	37,87 Euro	Kaufen
16.11.2009	38,39 Euro	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: 4)**

## 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.