

Gesco AG

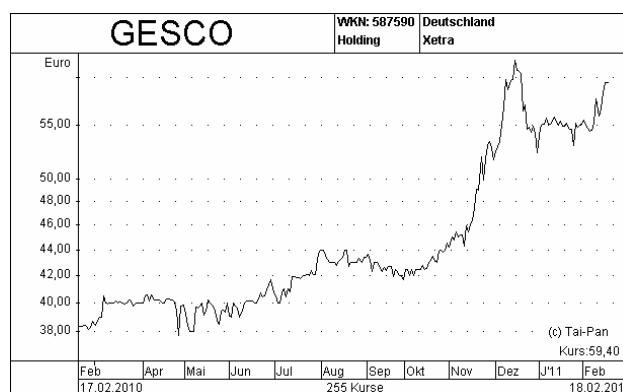
Zusammenfassung

- **Gewinnsprung dank Fixkostendegression:** Im dritten Quartal 2010/11 hat sich das Umsatzwachstum der Gesco-Gruppe auf 35,5 Prozent beschleunigt. Da das zusätzliche Volumen weitgehend mit den bestehenden – und während der Krise kaum reduzierten – Kapazitäten abgearbeitet werden konnte, erhöhte sich das Ergebnis deutlich überproportional um 135 Prozent auf 4,3 Mio. Euro.
- **Prognose zum zweiten Mal angehoben:** Nachdem aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung bereits im November die Prognose für die Finanzperiode angehoben wurde, folgte nach dem starken dritten Quartal nun die zweite Aufwärtsrevision. Statt der ursprünglich anvisierten Bandbreite von 290 bis 320 Mio. Euro soll der Umsatz jetzt 334 Mio. Euro erreichen, der Gewinn wird auf 15 Mio. Euro nach zu nächst 9 bis 11 Mio. Euro taxiert.
- **Positive Aussichten:** Der Auftragseingang von 100 Mio. Euro zwischen Oktober und Dezember und eine Book-to-Bill-Ratio von 1,15 sprechen für eine Fortsetzung des Wachstumstrends.
- **Weiteres Potenzial:** Wir haben unser Kursziel auf 94,96 Euro angehoben und sehen damit trotz der starken Performance in den letzten Monaten 60 Prozent Kurspotenzial.

Geschäftsjahr (bis 31.03.)	08/09	09/10	10/11e	11/12e		
Umsatz (Mio. Euro)	378,4	277,7	334,0	370,7	CAGR Umsatz 08-11 (e)	-0,7%
Umsatzwachstum	13,6%	-26,6%	20,3%	11,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	-9,0%
EBIT (Mio. Euro)	38,9	16,5	25,4	29,3	CAGR EpS 08-11 (e)	-7,0%
EBIT-Marge	10,3%	5,9%	7,6%	7,9%		
EpS	7,16	2,95	4,99	5,76	Enterprise Value (Mio. Euro)	230,4
Dividende je Aktie	2,50	1,30	2,00	2,30	Buchwert (Mio. Euro)	105,4
KUV	0,47	0,65	0,54	0,48	EV / Umsatz 11 (e)	0,7
KGV	8,3	20,1	11,9	10,3	EV / EBT 11 (e)	9,1
Dividendenrendite	4,2%	2,2%	3,4%	3,9%	Kurs / Buchwert	1,7

Kaufen (unverändert)

Kursziel 94,96 Euro
Aktueller Kurs 59,40 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	60,00	61,94	61,94
Tief (Euro)	52,30	47,925	35,90
Performance	+7,03%	+25,05%	+54,85%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	282.731	323.236	210.533

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	179,6 Mio. Euro
Free Float	90 %
Rechnungslegung	IFRS

Jüngste Geschäftsentwicklung

Hohe Expansionsdynamik

Bei der Mittelstandsholding Gesco hat sich die Geschäftsdynamik im dritten Quartal (von Oktober bis Dezember) weiter belebt. Der kumulierte Umsatz der Tochterunternehmen, deren operative Entwicklung von Juli bis September in den Zahlen erfasst wird, erhöhte sich um 35,5 Prozent auf 90,6 Mio. Euro. Besonders stark profitiert haben die Gesellschaften der größeren Sparte Werkzeug- und Maschinenbau, die eine Erlössteigerung von 37,3 Prozent auf 82,2 Mio. Euro erwirtschafteten. Damit bewegen sich die Einnahmen in diesem Bereich nur noch rund ein Zehntel unter dem historischen Quartalshöchststand in Q3 2008/2009 (90,8 Mio. Euro). Demgegenüber verläuft das Tempo der Erholung in der Sparte Kunststofftechnik mit zuletzt 22,4 Prozent etwas verhaltener.

Fixkostendegression ermöglicht Gewinnsprung

Die Gruppe profitiert dabei in besonderem Maße davon, dass die Kapazitäten während der Finanzkrise weitgehend aufrechterhalten wurden, so dass nun zunächst auch keine größeren Neueinstellungen nötig waren, um den gewachsenen Auftragsbestand abzuarbeiten. Nach neun Monaten lag das Volumen der neuen Bestellungen mit 277,7 Mio. Euro fast zwei Drittel über dem Vorjahreswert, die Zahl der Mitarbeiter hat sich hingegen fast nicht verändert (1.767 gegenüber 1.765). Diese Strategie, die in der Krise noch die Marge belastete, führt nun zu enormen Skaleneffekten. Während nach neun Monaten das EBIT und der Nettoüberschuss um 52,2 bzw. 64,1 Prozent über den Vorjahreswerten lagen, brachte das dritte Quartal auf isolierter Basis Steigerungsraten von 108,9 resp. 135,1 Prozent. Die folgende Tabelle zeigt die wichtigsten Geschäftszahlen im Überblick.

	Q3 09/10	Q3 10/11	Änderung	9M 09/10	9M 10/11	Änderung
Aufträge	52,8	98,5	+86,4%	169,0	277,7	+64,3%
Umsatz	66,9	90,6	+35,5%	206,7	247,2	+19,6%
EBITDA	6,3	10,0	+60,5%	19,6	26,1	+33,0%
EBIT	3,4	7,2	+108,9%	11,5	17,5	+52,2%
Überschuss	1,8	4,3	+135,1%	6,1	10,0	+64,1%

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

Neuer Großaktionär

Auch auf einer anderen Ebene gab es in den letzten Monaten eine durchaus erfreulich zu wertende Entwicklung: Der Unternehmer Stefan Heimöller, unter anderem Geschäftsführer des Heizelemente-Herstellers Helios, hat im Januar dieses Jahres nach weiteren Aktienkäufen die 10-Prozent-Schwelle überschritten. Das Gesco-Management sieht in dem neuen Großaktionär einen Ankerinvestor mit einer ausgeprägten Branchenexpertise, der aufgrund seiner langfristigen Ausrichtung durchaus für eine gewisse Stabilität in der Anteilsstruktur sorgen dürfte. Nach Aussage von Heimöller ist eine weitere Aufstockung der Position ebenso geplant wie eine aktive Einflussnahme auf die Besetzung der Führungs-

gremien. Wir gehen davon aus, dass er mittelfristig einen Sitz im Aufsichtsrat anstrebt, ein Austausch auf Managementebene erscheint hingegen angesichts der erfolgreichen Unternehmensentwicklung sehr unwahrscheinlich.

Ausblick

Maschinenbau boomt

In den hervorragenden Zahlen kommt zum Ausdruck, dass sich die Rahmenbedingungen für Gesco grundlegend gewandelt haben. Nach dem tiefen Einbruch im Jahr 2009 konnte der deutsche Maschinen- und Anlagenbau seine Produktion in 2010 um 8,8 Prozent ausweiten. Für die laufende Periode prognostiziert der Branchenverband VDMA angesichts des jüngsten Auftragswachstums von 40 Prozent zwischen Oktober und Dezember eine weitere Output-Steigerung um 10 Prozent. Dies dokumentiert sowohl, dass sich der gesamte Sektor in einem stabilen Aufschwung befindet, als auch, dass Gesco wie schon in früheren Boomphasen dank der starken Position der Töchter in ihren Nischen überproportional profitiert. Ebenfalls eine sehr positive Umsatzentwicklung konstatiert der Branchenverband der kunststoffverarbeitenden Industrie, die sich aber nicht adäquat in den Ergebnissen zeige. Denn die Unternehmen dieses Zweigs leiden in besonderem Maße an den stark steigenden Rohstoffpreisen, insbesondere an der Preisentwicklung von Rohöl und anderen Energieträgern.

Planung angehoben

Diese Belastungsfaktoren reichen allerdings nicht aus, um die Perspektiven von Gesco zu trüben. Das Unternehmen hat im dritten Quartal bereits eine Nettomarge von 4,7 Prozent erwirtschaftet. Dieser Wert liegt zwar noch deutlich unter dem früheren Rekordniveau (7,5 Prozent in Q2 2008/09), aber auch schon wieder signifikant über dem Tiefstand (2,7 Prozent) während der Krise. Und die Zahlen zu der Entwicklung der Töchter zwischen Oktober und Dezember (die Gesco als Holdingzahlen zum vierten Quartal erst im Juni vollständig veröffentlicht) legen eine Fortsetzung der Dynamik nahe. So lag der kumulierte Umsatz bei 87 Mio. Euro und damit um 22,6 Prozent über dem Vorjahr. Für das gesamte Geschäftsjahr hat das Management daraufhin die Prognose bereits zum zweiten Mal angehoben: Nachdem ursprünglich ein Umsatz zwischen 290 und 320 Mio. Euro (Vorjahr: 277,7 Mio. Euro) und ein Überschuss von 9 bis 11 Mio. Euro (Vorjahr: 8,9 Mio. Euro) erwirtschaftet werden sollte, dürfte bei Erlösen von 334 Mio. Euro der Gewinn nun 15 Mio. Euro erreichen.

Aktualisierung unseres Schätzmodells

Für die kommende Finanzperiode signalisiert der jüngste Auftragseingang von 100 Mio. Euro, aus dem sich eine aktuelle Book-to-Bill-Ratio von 1,15 errechnet, einen weiterhin stabilen Aufwärtstrend. Nachdem das Jahr 2010/11 von einem spürbaren Nachholeffekt, insbesondere bei den Investitionen, geprägt war, gehen wir aber nun davon aus, dass sich das Tempo der Bewegung etwas verlangsamt. Für die Periode 2011/12 prognostizieren wir daher ein Wachstum von 11 Pro-

zent und eine weitere Steigerung der Marge von 4,5 auf 4,7 Prozent. Den Höhepunkt der Profitabilitätsverbesserung legen wir aus Vorsichtsüberlegungen in die sich daran anschließende Finanzperiode, im Anschluss nehmen wir eine leichte Degression bis zum Ende des Detailprognosezeitraums vor. Unsere aktuelle Detailschätzung zur Entwicklung in den nächsten acht Jahren zeigt die folgende Tabelle:

	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Erlöse (Mio. Euro)	334,0	370,7	400,4	428,4	454,1	481,4	495,8	510,7
Erlöswachstum		11,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	3,0%	3,0%
Nettorendite	4,5%	4,7%	5,0%	4,8%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%
Gewinn (Mio. Euro)	15,1	17,4	20,0	20,6	20,9	21,7	22,3	23,0
Gewinnwachstum		15,4%	14,9%	2,7%	1,6%	3,7%	3,0%	3,0%

Fairer Wert 94,96 Euro je Aktie

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 9,3 Prozent (risikoloser Zins 2,9 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,2) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 287,1 Mio. Euro oder 94,96 Euro je Aktie. Dank der weiter verbesserten Margenperspektiven hat sich unser Kursziel gegenüber unserer letzten Einschätzung (77,85 Euro) vom November noch einmal deutlich erhöht. Trotz der hervorragenden Kursperformance der Aktie in den letzten Monaten besteht damit ein weiteres Potenzial von rund 60 Prozent.

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Die Aufrechterhaltung der Kapazitäten in der Krise, die zunächst die Margen belastete, erweist sich im Aufschwung als strategischer Glücksgriff. Das Unternehmen kann nun ohne Personalaufstockung zügig große Aufträge abarbeiten, was die Kunden mit neuen Bestellungen honorieren. Wie vom Management zuvor erhofft, kann Gesco damit weitere Marktanteile hinzugewinnen. Auch das Ergebnis erholt sich sprunghaft und lag im dritten Quartal bereits 135 Prozent über dem Vorjahrswert. Angesichts der deutlich verbesserten Margenperspektiven haben wir unsere Schätzungen angehoben und sehen den fairen Wert nun bei 94,96 Euro je Anteilsschein. Damit hat die Aktie trotz der starken Performance in den letzten Monaten noch reichlich Luft nach oben, weswegen wir unsere Einstufung als Kauf bekräftigen.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

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 hat zu dem hier analysierten Unternehmen zur Zeit keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates. 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>
29.11.2010	53,10 Euro	Kaufen
07.07.2010	40,00 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“ ein 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,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ 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 Studiienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die 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 oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 3), 4), 5)

2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist 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. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

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.

3. 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 Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

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