

Gesco AG

Stärken und Chancen

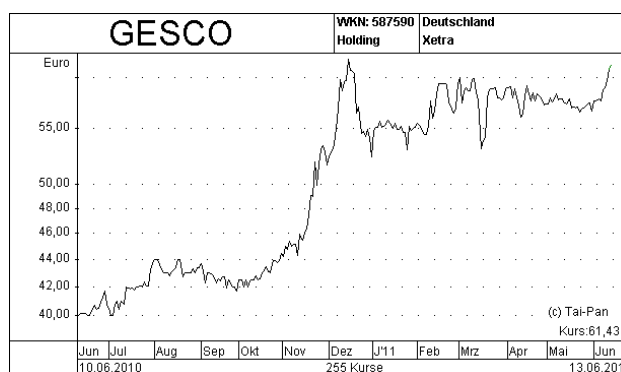
- **Hohe Dynamik:** Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010/11 hat das Unternehmen den Umsatz um 20,7 Prozent gesteigert und ist damit deutlich stärker gewachsen als die Branche Anlagen- und Maschinenbau. Für die laufende Periode hat der konservativ planende Vorstand ein weiteres Wachstum um 16,3 Prozent in Aussicht gestellt.
- **Strategie erfolgreich:** In der Krise wurden die Kapazitäten weitgehend erhalten und die notwendigen Investitionen getätigt, was sich nun in einem überproportionalen Ergebniszuwachs niederschlägt.
- **Potenzial für Zukäufe:** Auf der Holdingebene liegt eine Liquidität von 28,3 Mio. für Akquisitionen bereit. Da sich das Unternehmen bereits in Gesprächen mit potenziellen Kandidaten befindet, rechnen wir mit ein bis zwei Zukäufen noch in diesem Geschäftsjahr.
- **Unterbewertung:** Mit einem geschätzten KGV von 9,3 und einer Dividendenrendite von 4,3 Prozent für 2011/12 ist die Bewertung weiterhin günstig.

Schwächen und Risiken

- **Konjunktur:** Frühindikatoren signalisieren eine Abschwächung der konjunkturellen Dynamik im Sommer. Das Management sieht darin derzeit aber noch eine gesunde Konsolidierung.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 102,79 Euro
Aktueller Kurs 60,98 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	59,70	59,90	61,94
Tief (Euro)	56,51	53,00	39,86
Performance	+3,36%	-0,17%	+51,14%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	155.497	237.325	235.552

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	184,3 Mio. Euro
Free Float	ca. 90 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.03.)	09/10	10/11	11/12e	12/13e		
Umsatz (Mio. Euro)	277,7	335,2	395,6	435,1	CAGR Umsatz 09-12 (e)	16,2%
Umsatzwachstum	-26,6%	20,7%	18,0%	10,0%	CAGR EBIT 09-12 (e)	32,0%
EBIT (Mio. Euro)	16,5	27,0	34,0	37,9	CAGR EpS 09-12 (e)	35,0%
EBIT-Marge	5,9%	8,0%	8,6%	8,7%		
EpS	2,95	5,05	6,53	7,26	Enterprise Value (Mio. Euro)	232,0
Dividende je Aktie	1,30	2,00	2,60	2,90	Buchwert (Mio. Euro)	108,7
KUV	0,66	0,55	0,47	0,42	EV / Umsatz 11 (e)	0,6
KGV	20,7	12,1	9,3	8,4	EV / EBIT 11 (e)	6,8
Dividendenrendite	2,1%	3,3%	4,3%	4,8%	Kurs / Buchwert	1,7

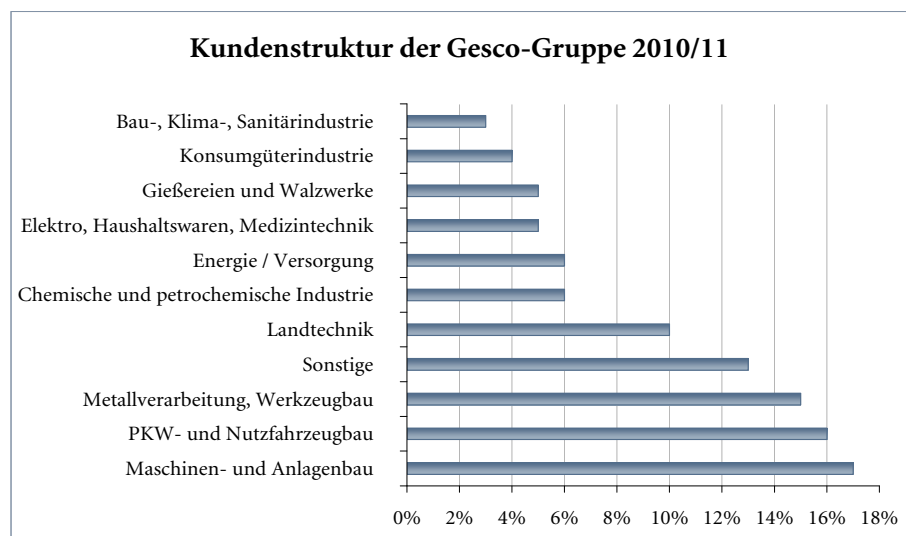
Unternehmensprofil

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 1.775 Mitarbeiter (Stand 31.03.11) beschäftigen. Seit 1998 ist die Gesellschaft börsennotiert, im Juni 2008 erfolgte die Aufnahme in den SDax. Der Streubesitz beträgt derzeit rund 90 Prozent, nachdem der Unternehmer Stefan Heimöller, der sich als langfristiger Finanzinvestor bei Gesco betrachtet, im Januar einen Anteil von knapp über 10 Prozent gemeldet hat.

Zwei Sparten mit diversifizierter Kundenstruktur

Mit elf Gesellschaften 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 Maschinen- und Anlagenbau mit 17 Prozent den größten Umsatzanteil auf sich vereint.



Quelle: Unternehmen

*Dörrenberg Edelstahl mit
Abstand größte Tochter*

Die zahlenmäßige Dominanz des Werkzeug- und Maschinenbaus kommt auch in der Umsatzverteilung der beiden Konzernsparten zum Ausdruck. So war dieser Bereich im letzten Geschäftsjahr für Erlöse von 302,9 Mio. Euro und damit für rund 90 Prozent der gesamten Konzerneinnahmen verantwortlich, während auf die Kunststofftechnik die restlichen 10 Prozent (31,9 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 konnte sich im letzten Jahr von dem Erlöseinbruch (-44,6 Prozent) während der Finanzkrise rasant erholen und erhöhte den Umsatz um 48,7 Prozent auf 140,2 Mio. Euro. Auch die Nummer zwei und drei im Portfolio, der Verladetechnikspezialist SVT und der Hersteller von Verschleißteilen für die Landwirtschaft, die Frank-Gruppe, sind der größeren Sparte zuzuordnen. Als umsatzstärkstes Unternehmen des Bereichs Kunststofftechnik erzielt die Setter-Gruppe aus Emmerich mit der Produktion von Stäbchen aus Papier und Kunststoff Einnahmen in Höhe von 12,5 Mio. Euro. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick zum aktuellen Beteiligungsportfolio des Unternehmens.

<i>Gesellschaft</i>	<i>Kauf</i>	<i>Anteil</i>	<i>Umsatz 10 (Mio. EUR)</i>	<i>Änderung</i>
Werkzeug- und Maschinenbau				
Dömer	2005	100 %	11,6	+38,4 %
Dörrenberg Edelstahl	1996	90 %	140,2	+48,7 %
Frank-Gruppe	2006	100 %	25,4	-6,0 %
Franz Funke Zerspannungstec.	1995	80 %	14,3	+20,9 %
Georg Kesel	2009	90 %	7,0	+10,9 %
Haseke	1990	100 %	10,5	unveränd.
Hubl	2002	80 %	11,0	+49,3 %
MAE	1997	100 %	25,2	-2,8 %
Paul Beier	1999	80 %	7,0	-23,4 %
SVT	2002	90 %	38,9	-8,0 %
VWH	2007	100 %	9,8	+15,0 %
Kunststofftechnik				
Ackermann Fahrzeugbau	1996	80 %	7,6	+2,4 %
Astroplast Kunststofftechnik	1995	80 %	11,8	+32,6 %
Setter	2004	100 %	12,5	+20,9 %

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 Verarbeitende 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, andererseits ermöglicht die Strategie aber auch, bei hohen Preisvorstellungen auf Seiten der potenziellen Verkäufer einfach abzuwarten. Die Finanzierung erfolgt 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 Unternehmer attraktiv, deren Nachfolge ansteht und ungeklärt ist. Mit dem dadurch sichergestellten Fortbestand der Firmen erfüllt Gesco das 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 etabliert sein. Ferner sollte die Eigenkapitalquote möglichst bei mindestens 30 Prozent liegen. Aufgrund der weitgehenden Eigenständigkeit der Töchter legt Gesco zudem Wert darauf, dass die einzelnen Gesellschaften auch ohne die Einbindung in den Konzern wirtschaftlich 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 eignergeführten 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 weitreichende 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

Rasanten Wachstum nach der Krise

Nach einem tiefen Einbruch während der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich die Lage für die Unternehmen des Maschinen- und Anlagenbaus im letzten Jahr rasant gebessert. In Relation zum Vorjahr erhöhte sich der Branchenumsatz um 8,8 Prozent auf 174 Mrd. Euro, der Auftragseingang legte sogar um 36 Prozent zu. Wichtigster Wachstumstreiber war das Auslandsgeschäft (Umsatz +10,9 Prozent) und hier insbesondere der Export nach China (+33 Prozent). Noch dynamischer verlief die Erholung in der zweiten für Gesco relevanten Branche, der kunststoffverarbeitenden Industrie. Hier erhöhten sich die Ausfuhren sogar um 15,5 Prozent und trugen damit maßgeblich zum 14-prozentigen Branchenwachstum auf 51,3 Mrd. Euro bei.

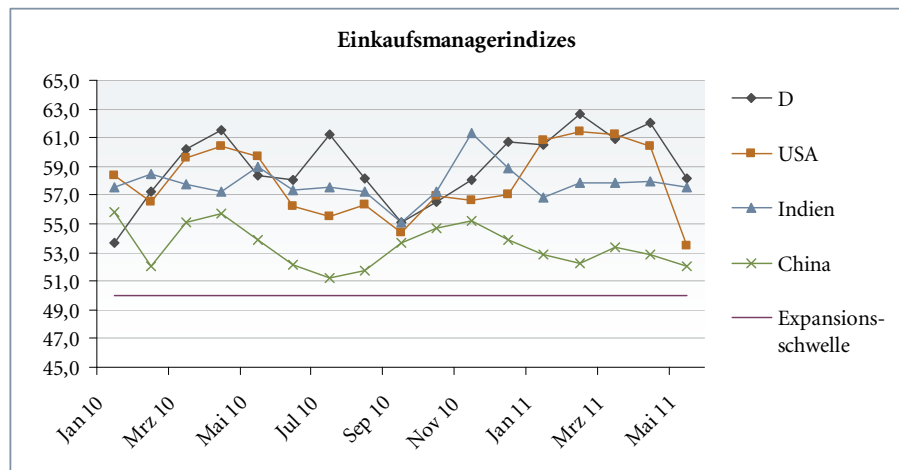
Erste Wolken am Branchenhimmel

Im laufenden Jahr hat sich der Wachstumstrend der kunststoffverarbeitenden Industrie fortgesetzt, nach Angaben des Branchenverbandes GKV lag die Auslastung im ersten Quartal auf einem außergewöhnlich hohen Niveau. Dennoch stehen die Unternehmen unter Druck, da die gestiegenen Rohstoff- und Energiepreise die Margen belasten. Auch der Verband des deutschen Maschinen- und Anlagenbaus sieht die Lage nun nicht mehr uneingeschränkt positiv. Zwar konnten die Unternehmen ihren Auftragseingang zwischen Februar und April um weitere 26 Prozent steigern, womit die Verbandsprognose – ein Produktionszuwachs um 14 Prozent in 2011 – gut untermauert ist. Aber insbesondere im Aus-

landsgeschäft signalisiert eine nachlassende Dynamik aus Sicht des VDMA nun eine Seitwärtsbewegung auf hohem Niveau.

Frühindikatoren gehen zurück

Dies passt auch zu dem Bild, welches Frühindikatoren zur industriellen Entwicklung in den letzten Wochen vermittelt haben. So zeigen etwa die viel beachteten Einkaufsmanagerindizes zum Verarbeitenden Gewerbe eine nachlassende Dynamik sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern. Vor allem in den USA und Deutschland ist diese Kennzahl zuletzt rapide gesunken, was signalisiert, dass immer weniger Unternehmen eine weitere Verbesserung der Geschäftsentwicklung in den nächsten Monaten erwarten. Eine ähnliche Entwicklung hat es bereits im Spätsommer 2010 gegeben, damals hat dies aber nur einen kleinen konjunkturellen Durchhänger angekündigt. Ob es sich dieses Mal ähnlich verhält, kann zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht valide abgeschätzt werden.



Quelle: HSBC, ISM, China Federation of Logistics & Purchasing, Markit

Geschäftsentwicklung

Unternehmensindividuelle Zyklen

Die Geschäftsentwicklung der Gesco-Töchter wird zwar stark durch die Konjunktur beeinflusst, darüber hinaus spielen aber auch individuelle Innovationszyklen eine wichtige Rolle. Da die Produktentwicklung und -neueinführung in den Unternehmen nicht synchron verläuft, ist im Portfolio ein erheblicher Diversifikationseffekt zu beobachten, der zu einer wünschenswerten Glättung der Umsatzentwicklung beiträgt. So konnten im weltweiten Rezessionsjahr 2009, in dem der Konzernumsatz um 26,6 Prozent zurückging, die Firmen SVT und MAE dem negativen Trend trotzen und ein Wachstum von 9,5 resp. 5,6 Prozent realisieren (siehe folgende Tabelle). Nach einem insgesamt hohen zweistelligen Wachstum seit 2007 folgte 2010 dann bei beiden eine Konsolidierungsphase mit einem Erlösrückgang um 8,0 bzw. 2,8 Prozent. Währenddessen haben Andere die Rolle als Wachstumstreiber übernommen: Den höchsten Umsatzanstieg

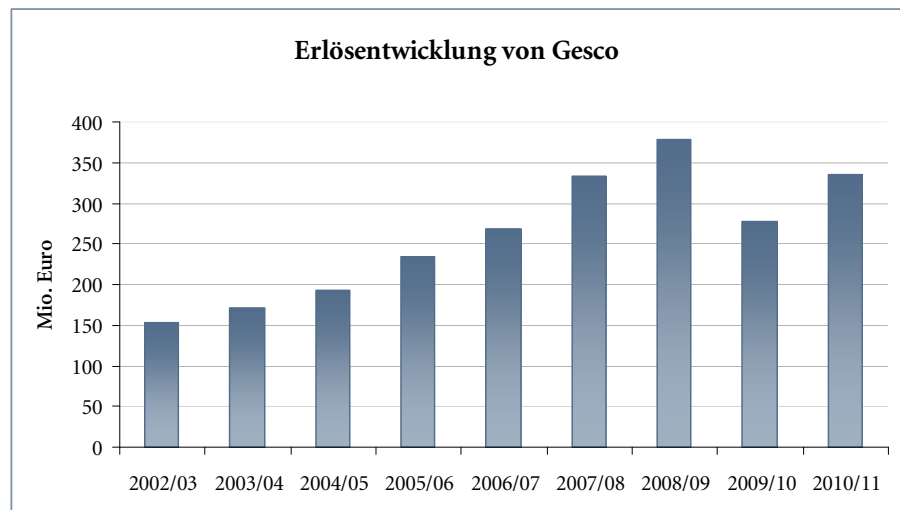
erzielte mit 49,3 Prozent der Edelstahlblechspezialist Hubl, von herausgehobener Bedeutung für Gesco war allerdings auch die deutliche Erholung des Portfolioschwergewichts Dörrenberg, das zum ersten Mal seit 2007 wieder unter die Top-3 der wachstumsstärksten Konzerneinheiten vorstoßen konnte. Demgegenüber musste Paul Beier als Spätzykliker wegen einer Schwächephase im Geschäftsfeld Werkzeugbau spürbare Einbußen hinnehmen, der gestiegene Auftragseingang indiziert aber eine Wende für 2011.

<i>Geschäftsjahr 2008/2009</i>		<i>Geschäftsjahr 2009/2010</i>		<i>Geschäftsjahr 2010/2011</i>	
VWH	+46,3%	SVT	+9,5%	Hubl	+49,3%
SVT	+37,7%	MAE	+5,6%	Dörrenberg	+48,7%
Frank Walz	+28,7%	Setter	+0,4%	Dömer	+38,4%
<i>Konzern</i>	<i>+13,6%</i>	<i>Konzern</i>	<i>-26,6%</i>	<i>Konzern</i>	<i>+20,7%</i>
Astroplast	-4,7%	Ackermann	-55,4%	Paul Beier	-23,4%

Quelle: Unternehmen

Starke Erholung

Insgesamt konnten die Unternehmen der Sparte Werkzeug- und Maschinenbau ihren Umsatz um 20,9 Prozent auf 302,9 Mio. Euro steigern. Die drei Vertreter der Kunststofftechnik expandierten mit einer ähnlichen Geschwindigkeit (20,1 Prozent) und erlösten nun 31,9 Mio. Euro. Zuzüglich sonstiger Erlöse errechnet sich daraus ein Konzernumsatz von 335,2 Mio. Euro (+20,7 Prozent), so dass ein großer Teil des Einbruchs aus 2009/10 schon wieder wettgemacht werden konnte (siehe folgende Grafik).



Quelle: Unternehmen

Profitabilität steigt überproportional

Auch die Profitabilität hat sich deutlich erholt. Die Unternehmen profitieren nun davon, dass das Stammpersonal in der Krise fast vollständig gehalten wurde. Das Konzernumsatzwachstum von mehr als 20 Prozent konnte mit einer zum

Stichtag lediglich um 2,4 Prozent erhöhten Mitarbeiterzahl erwirtschaftet werden. Dementsprechend wirkt sich die Erlössteigerung überproportional auf das Ergebnis aus. In der Sparte Werkzeug- und Maschinenbau legte das EBIT um 53,2 Prozent auf 29,0 Mio. Euro zu, der Bereich Kunststofftechnik verbesserte sich um 35,2 Prozent auf 4,0 Mio. Euro. Abzüglich der Holdingkosten (3,3 Mio. Euro ggü. 4,5 Mio. Euro im Vorjahr) resultierte daraus ein Konzern-EBIT von 27,0 Mio. Euro (+63,7 Prozent), nach Steuern und Anteilen Dritter wurden 15,3 Mio. Euro (+71,4 Prozent) verdient.

Geschäftszahlen	Geschäftsjahr 09/10	Geschäftsjahr 10/11	Änderung
Umsatz	277,66	335,24	+20,7%
EBITDA	27,16	38,18	+40,6%
EBIT	16,47	26,96	+63,7%
Jahresergebnis	8,90	15,25	+71,4%

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

Book-to-Bill-Ratio von 1,16

Die ersten veröffentlichten Zahlen zum Startquartal 2011/12 (das die operative Entwicklung der Töchter zwischen Januar und März widerspiegelt) signalisieren eine Fortsetzung des positiven Trends. Während sich der Umsatz um rund 30 Prozent auf 99,7 Mio. Euro erhöhte, legte der Auftragseingang sogar noch stärker zu (+32 Prozent auf 115,9 Mio. Euro). Eine Book-to-Bill-Ratio von 1,16 spricht für eine weiterhin hohe Wachstumsdynamik.

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 9,2 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,8 Prozent (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 Konzerngesellschaften 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 9,2 Prozent.

Positive Aussichten

Gesco profitiert im laufenden Konjunkturaufschwung massiv davon, dass die Kapazitäten in der letzten Krise kaum gekürzt wurden. Das Unternehmen hat auch im widrigen Umfeld die notwendigen Investitionen getätigt: Im Krisenjahr 2009/10 wurde mit 8,4 Mio. Euro immer noch mehr in das Sachanlagevermögen investiert als 2006/07. Nun geht das Management in die Offensive und wird mit einem Rekordvolumen von rund 20 Mio. Euro die Kapazitäten bei einigen boomenden Töchtern deutlich erweitern. Die Zuversicht spiegelt sich auch in der Prognose für das Geschäftsjahr 2011/12 wider. Die Gesellschaft rechnet mit einem Umsatzzuwachs um 16,3 Prozent auf 390 Mio. Euro, der Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter soll erneut überproportional um 24,6 Prozent auf 19 Mio. Euro ansteigen. Die zuletzt zu beobachtende Abkühlung der Industrie-Stimmungsindikatoren sieht Vorstand Mayrose gelassen und deutet sie als Anzeichen einer gesunden Konsolidierung der Wachstumsdynamik, die auf dem Niveau der letzten anderthalb Jahre ohnehin nicht länger durchzuhalten sei. In den Auftragsbüchern der Töchter sei derzeit allerdings noch keine Zurückhaltung spürbar, wobei vorsichtshalber für das zweite Halbjahr 2011/12 trotzdem eine leichte Konjunkturabkühlung eingeplant wurde.

Anhebung der Schätzungen

Da das Unternehmen unsere Prognosen für 2010/11 sowohl beim Umsatz (334 Mio. Euro) als auch beim Gewinn (15,1 Mio. Euro) jeweils leicht übertroffen hat und auch der jüngste Auftragseingang sowie die Jahresprognose überraschend positiv ausgefallen sind, haben wir unsere Schätzungen für die laufende Periode deutlich angehoben. Nach dem starken Schub, der sich auch im nächsten Geschäftsjahr noch in einem zweistelligen Umsatzwachstum niederschlagen dürfte, rechnen wir für die Folgejahre mit einem konjunkturbedingten Abflauen der Dynamik. Im Anschluss haben wir aus Vorsichtsüberlegungen nur moderate Wachstumsraten unterstellt, die Zielrendite (4,5 Prozent) liegt deutlich unter dem aktuellen Wert. Die folgende Tabelle zeigt den von uns unterstellten Geschäftsverlauf in den nächsten acht Jahren.

	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
Erlöse (Mio. Euro)	395,6	435,1	461,2	475,1	498,8	523,8	550,0	577,5
Erlöswachstum		10,0%	6,0%	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	5,0%	5,0%	4,8%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%
Gewinn (Mio. Euro)	19,74	21,94	22,14	20,90	21,95	23,57	24,75	25,99
Gewinnwachstum		11,2%	0,9%	-5,6%	5,0%	7,4%	5,0%	5,0%

Fairer Wert 102,79 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 310,7 Mio. Euro respektive 102,79 Euro je Aktie. Die

Aufwärtsrevision im Vergleich zu unserem Update vom 21. Februar ist sowohl dem gesunkenen Zinsniveau als auch der Anhebung unserer Schätzungen geschuldet. Gegenüber dem aktuellen Kurs von 60,98 Euro konstatieren wir somit anhand unseres Ertragswertmodells ein Aufwärtspotenzial von 68 Prozent. In diesen Zahlen sind wie üblich mögliche Wertsteigerungen aus weiteren Akquisitionen noch nicht enthalten. Nach den Aussagen des Vorstandes auf der Bilanzpressekonferenz halten wir im laufenden Jahr den Abschluss von ein bis zwei Zukäufen für wahrscheinlich.

Sensitivitätsanalyse

Welche Auswirkungen eine Variation der Parameter „ewiges Wachstum“ und „Diskontierungszins“ auf den fairen Aktienwert hätte, zeigt die nachfolgende Tabelle. Auch bei restriktiveren Annahmen liegt der Zielkurs deutlich über dem aktuellen Wert, im ungünstigsten Fall (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, Diskontierungszins 10,2 Prozent) beträgt das Kurspotenzial immer noch 38 Prozent.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,2%	108,32 EUR	113,59 EUR	119,72 EUR	126,94 EUR	135,55 EUR
	8,7%	101,07 EUR	105,51 EUR	110,62 EUR	116,56 EUR	123,55 EUR
	9,2%	94,71 EUR	98,49 EUR	102,79 EUR	107,74 EUR	113,50 EUR
	9,7%	89,09 EUR	92,33 EUR	95,99 EUR	100,17 EUR	104,96 EUR
	10,2%	84,09 EUR	86,89 EUR	90,03 EUR	93,58 EUR	97,62 EUR

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Gesco hat in der Krise den Mitarbeiterstamm weitgehend gehalten und die notwendigen Investitionen getätigt, nun können die Früchte der antizyklischen Strategie geerntet werden. Nach einem sehr erfolgreichen Jahr 2010/11, das mit einer Anhebung der Dividende um mehr als 50 Prozent auf 2,00 Euro je Aktie gekrönt wurde, erwartet der konservativ planende Vorstand einen Umsatzwachstum um 16,3 Prozent und eine überproportionale Ergebnissteigerung um 24,6 Prozent in 2011/12. Wir haben unser Kursziel auf 102,79 Euro angehoben und bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung 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), 4), 5)

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. 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
21.02.2011	59,40 Euro	Kaufen
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.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinste künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrage-

schwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

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 jederzeit 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.

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