

## Gesco AG

### Zusammenfassung

- **Neuer Rekord:** Mit 111,5 Mio. Euro hat die Gesco-Gruppe zwischen Juli und September den höchsten Quartalsumsatz der Unternehmensgeschichte erwirtschaftet. Auch die Marge nähert sich mit 5,6 Prozent wieder alten Rekordständen, der damit korrespondierende Nettogewinn erhöhte sich binnen Jahresfrist um 89 Prozent auf 6,2 Mio. Euro.
- **Dynamik nimmt ab:** Der Auftragseingang lag zuletzt mit 103,6 Mio. Euro noch rund 5 Prozent über dem Vorjahreswert, die Dynamik nimmt hier konjunkturbedingt ab. Dennoch verfügt die Gruppe derzeit mit 157 Mio. Euro über den bisher höchsten Auftragsbestand.
- **Prognosen angehoben:** Das Management hat für die laufende Periode die Umsatz- und Gewinnschätzung angehoben und rechnet nun bei einem Erlöszuwachs von 19,3 Prozent mit einem Ergebnis von 21 Mio. Euro (+37,7 Prozent).
- **Konjunkturertrübung:** Im Anschluss erwarten wir angesichts schwieriger Rahmenbedingungen aber einen leichten Rückgang. Wegen der sehr günstigen Bewertung der Aktie mit einem KGV von 8,2 sehen wir den fairen Wert trotzdem deutlich über dem aktuellen Niveau, wenn es nicht zu einer tiefen und langen Rezession in Europa kommt.

## Kaufen (unverändert)

### Kursziel

**84,60 Euro**

### Aktueller Kurs

58,19 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	60,18	67,04	72,68
Tief (Euro)	55,51	54,35	45,80
Performance	+5,17%	-5,37%	+27,68%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	248.772	554.099	395.497

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE000A1K0201 / A1K020
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	175,9 Mio. Euro
Free Float	87 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.03.)	2009/10	2010/11	2011/12e	2012/13e		
Umsatz (Mio. Euro)	277,7	335,2	405,0	405,0	CAGR Umsatz 09-12 (e)	13,4%
Umsatzwachstum	-26,6%	20,7%	20,8%	0,0%	CAGR EBIT 09-12 (e)	25,3%
EBIT (Mio. Euro)	16,5	27,0	37,0	32,4	CAGR EpS 09-12 (e)	27,8%
EBIT-Marge	5,9%	8,0%	9,1%	8,0%		
EpS	2,95	5,05	7,14	6,16	Enterprise Value (Mio. Euro)	239,5
Dividende je Aktie	1,30	2,00	2,80	2,45	Buchwert (Mio. Euro)	114,0
KUV	0,63	0,52	0,43	0,43	EV / Umsatz 11 (e)	0,6
KGV	19,7	11,5	8,2	9,4	EV / EBIT 11 (e)	6,5
Dividendenrendite	2,2%	3,4%	4,8%	4,2%	Kurs / Buchwert	1,5

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### *Geschäfte entwickeln sich dynamisch*

Vor allem dank der sehr starken Resultate der größeren Sparte Werkzeug- und Maschinenbau hat die Gesco-Gruppe im zweiten Quartal 2011/12 hohe Steigerungsraten erzielt. Zwischen Juli und September – dieser Zeitraum spiegelt die operative Entwicklung der Töchter von April bis Juni wider – erhöhte sich der Segmentumsatz um 40,5 Prozent auf 101,2 Mio. Euro, das EBIT wurde dabei auf 11,9 Mio. Euro fast verdoppelt. Auch gegenüber dem bereits sehr starken ersten Quartal konnten hier weitere Zuwächse erwirtschaftet werden. Etwas anders verlief dagegen die Entwicklung in dem wesentlich kleineren Segment Kunststofftechnik. Auch hier hat sich das Geschäft weiter belebt, die Dynamik im Jahresverlauf aber bereits etwas abgenommen. Zwischen Juli und September erwirtschafteten die drei Konzerntöchter, die diesem Bereich zugeordnet sind, Erlöse in Höhe von 10,1 Mio. Euro und ein EBIT von 1,05 Mio. Euro, und damit 36,8 resp. 11 Prozent mehr als im Vorjahr, aber weniger als im ersten Quartal (Umsatz 11,1 Mio. Euro, EBIT 1,42 Mio. Euro).

### *Margen ziehen deutlich an*

In Summe wurde dennoch im zweiten Quartal mit 111,5 Mio. Euro (+39,7 Prozent) der mit Abstand höchste Dreimonatsumsatz der Unternehmensgeschichte erzielt. Der bisherige Rekord datierte mit 100,4 Mio. Euro aus dem Geschäftsjahr 2008/09. Auch der Nettogewinn bewegt sich mit 6,2 Mio. Euro (+89,0 Prozent) wieder in der Nähe der damaligen Rekordstände, mit 5,6 Prozent werden aktuell wieder im historischen Vergleich überdurchschnittliche Nettomargen erzielt. Dabei profitiert das Unternehmen vor allem von der Fixkostendegression, da die zusätzlichen Aufträge zu einem großen Teil mit den bestehenden Kapazitäten abgearbeitet werden konnten. So stieg die Mitarbeiterzahl binnen Jahresfrist nur um 6,5 Prozent auf 1.847 und damit deutlich unterproportional. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick zu den wichtigsten Geschäftszahlen aus dem zweiten Quartal und dem ersten Halbjahr.

	Q2 10/11	Q2 11/12	Änderung	6M 10/11	6M 11/12	Änderung
Aufträge	91,4	117,6	+28,6%	179,2	233,5	+30,3%
Umsatz	79,8	111,5	+39,7%	156,6	211,1	+34,9%
EBITDA	8,7	13,5	+56,0%	16,0	25,8	+61,0%
EBIT	5,8	10,6	+82,8%	10,4	20,0	+93,0%
Überschuss	3,3	6,2	+89,0%	5,7	11,6	+103,2%

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

### *Anteilsverkäufe an Geschäftsführer*

Leicht geschmälert wird das Gewinnwachstum im aktuellen Geschäftsjahr durch Verkäufe von Anteilen an den Töchtern Hubl und Haseke. Bei Gesco gehört es zur Firmenphilosophie, dass die jeweiligen Geschäftsführer die Ableger mit einer hohen unternehmerischen Eigenverantwortung führen und diese auch mit einer Kapitalbeteiligung untermauern. Dieser Schritt wurde bei den beiden Gesell-

schaften durch die Veräußerung von jeweils 20 Prozent an die Führungsorgane umgesetzt. Im Konzernverbund haben Hubl und Haseke mit einem Umsatz von 11,0 resp. 10,5 Mio. Euro (Geschäftsjahr 2010/11) aber keine herausragende Bedeutung, weswegen auch der Konsolidierungseffekt relativ gering ausfallen wird.

## Ausblick

### *Umfeld wird schwieriger*

Nach der glänzenden Entwicklung im zweiten Quartal dürfte die Dynamik bei Gesco wegen der konjunkturellen Abkühlung nun abnehmen. Ein Einbruch der Geschäftstätigkeit wie 2008/09 ist bislang aber nicht absehbar. Der Auftragseingang der Tochterunternehmen bewegte sich zwischen Juli bis September mit 103,6 Mio. Euro (+5,2 Prozent) immer noch auf einem sehr hohen Niveau, aber bereits deutlich unter dem Spitzenwert (117,6 Mio. Euro) aus dem vorherigen Quartal. Dennoch hat das konservativ kalkulierende Management auf Basis eines Rekordauftragsbestands von 157 Mio. Euro die Ziele für das Gesamtjahr erhöht. Der Vorstand erwartet nun einen Umsatz von rund 400 Mio. Euro (bisher: 390 Mio. Euro) und einen Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter von ca. 21 Mio. Euro (bisher: 19 Mio. Euro).

### *Prognosen überarbeitet*

Wir haben infolgedessen unsere Prognose für das laufende Geschäftsjahr angehoben und halten nun einen Umsatz von 405 Mio. und einen Gewinn von 21,6 Mio. Euro für realistisch. Wegen der deutlichen Trendwende in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung – insbesondere in Europa – sind wir für die Folgejahre nun aber deutlich vorsichtiger. Wegen des hohen Auftragsbestandes und des immer noch soliden Auftragseingangs rechnen wir für die Periode 2012/13 mit einer Erlösstagnation, wobei die Marge dabei auf 4,6 Prozent zurückgehen dürfte. In der Folgeperiode sind aus heutiger Sicht sowohl beim Umsatz als auch beim Ertrag weitere Einbußen zu erwarten, bevor es ab 2014 – konjunkturbedingt – wieder aufwärts gehen kann. Unsere aktuelle Detailschätzung zur Entwicklung in den nächsten acht Jahren zeigt die folgende Tabelle:

	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>405,0</b>	<b>405,0</b>	<b>364,5</b>	<b>375,4</b>	<b>394,2</b>	<b>413,9</b>	<b>434,6</b>	<b>456,3</b>
Erlöswachstum		0,0%	-10%	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	5,3%	4,6%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>21,59</b>	<b>18,63</b>	<b>14,58</b>	<b>15,39</b>	<b>16,56</b>	<b>17,38</b>	<b>18,25</b>	<b>19,17</b>
Gewinnwachstum		-14%	-22%	5,6%	7,6%	5,0%	5,0%	5,0%

### *Fairer Wert 84,60 Euro je Aktie*

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 8,9 Prozent (risikoloser Zins 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,2) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer

Ertragswert von 255,7 Mio. Euro oder 84,60 Euro je Aktie. Trotz der Anhebung der Prognosen für 2011/12 haben wir wegen der eingetrübten Perspektiven für die Folgejahre damit unser Kursziel (zuvor: 102,79 Euro) deutlich abgesenkt. Dennoch bleibt die Aktie mit einem aktuellen KGV von 8,2 sehr günstig bewertet, weswegen wir ein Aufwärtspotenzial von 45 Prozent konstatieren.

### Sensitivitätsanalyse

Wie die folgende Sensitivitätsanalyse verdeutlicht, besteht auch bei deutlich restriktiveren Parametern (Diskontierungszins 9,9 Prozent, ewiges Wachstum 1,0 Prozent) immer noch eine Kurschance von 20 Prozent.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	7,9%	88,74 EUR	93,21 EUR	98,44 EUR	104,65 EUR	112,14 EUR
	8,4%	82,88 EUR	86,64 EUR	90,98 EUR	96,06 EUR	102,09 EUR
	8,9%	77,78 EUR	80,96 EUR	<b>84,60 EUR</b>	88,82 EUR	93,75 EUR
	9,4%	73,29 EUR	76,01 EUR	79,09 EUR	82,63 EUR	86,72 EUR
	9,9%	69,31 EUR	71,65 EUR	74,29 EUR	77,29 EUR	80,72 EUR

### Fazit

#### Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Mit den jüngsten Zahlen untermauert Gesco einmal mehr seine Ausnahmestellung. Trotz des konjunkturellen Gegenwinds erwirtschaftet die Gruppe nicht nur hohe Umsatz- und Gewinnsteigerungen, sondern berichtet immer noch von einem hohen Auftragsengang. Auch wenn die Dynamik in den nächsten Quartalen abnehmen dürfte, sehen wir die Mittelstandsholding für einen konjunkturellen Abschwung gut gerüstet. Die Bewertung ist mit einem aktuellen KGV von 8,2 so günstig, dass wir trotz der makroökonomischen Unsicherheiten weiterhin das Urteil „Kaufen“ vergeben. Signifikante Abwärtsrisiken sehen wir nur für den Fall, dass aus der wirtschaftlichen Delle in Europa eine lang anhaltende Rezession werden sollte. Davon gehen wir aufgrund der Expansionsdynamik in der restlichen Weltwirtschaft aktuell aber nicht aus.

## 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 Emittenten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse ist im Auftrag eines Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 3) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 4) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 7) 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), 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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
<b>15.06.2011</b>	<b>60,98 Euro</b>	<b>Kaufen</b>
<b>21.02.2011</b>	<b>59,40 Euro</b>	<b>Kaufen</b>
<b>29.11.2010</b>	<b>53,10 Euro</b>	<b>Kaufen</b>

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 abgezinsten 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 Nachfrageschwankungen 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 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](http://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](mailto:kontakt@performaxx.de)