

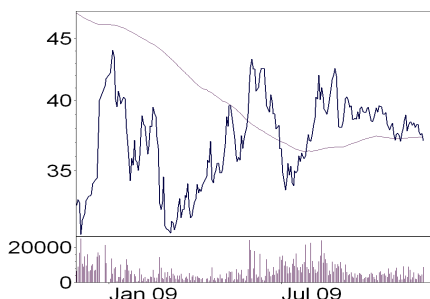
Akt. Kurs (27.11.09, 14:27, Xetra): 37,16 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **45,00 (42,50) EUR**

Branche: Beteiligungsgesellschaft
Land: Deutschland
ISIN: DE0005875900
Reuters: GSCG.DE
Bloomberg: GSC:GR

Kurzporträt

Die GESCO AG erwirbt etablierte mittelständische Unternehmen der Segmente Werkzeug-/Maschinenbau und Kunststofftechnik mehrheitlich und auf lange Sicht, meist im Rahmen von Nachfolgeregelungen.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	44,99 €	30,51 €
Aktueller Kurs:	37,16 €	
Aktienzahl ges.:	3.023.000	
Streubesitz:	98,4%	
Marktkapitalis.:	112,3 Mio. €	



Quelle: vwd portfolio manager (vwd group)

Anlagekriterien

GESCO-Halbjahreszahlen spiegeln Konjunkturunbruch wider

Mitte November veröffentlichte die GESCO AG die Zahlen für das erste Halbjahr (1.4. bis 30.9.) des laufenden Geschäftsjahres 2009/10 (31.3.). Nachdem bei dem Unternehmen das zweite Quartal in den Tiefpunkt der Rezession fiel, zeigten sich jetzt erste Stabilisierungstendenzen, die sich nach unserem Eindruck auch in den Halbjahreszahlen bemerkbar machten.

Im Einzelnen schrumpfte der Umsatz um etwas über ein Viertel auf 139,9 (Vj. 192,8) Mio. Euro. Der Auftragseingang brach gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum um fast die Hälfte auf 116,2 (218,2) Mio. Euro ein. Dabei handelte es sich jedoch nicht um eine GESCO-spezifische Entwicklung, wie die Grafik des Branchenverbandes VDMA (Verband der Maschinen- und Anlagenbauer) auf Seite 2 dieser Research-Note deutlich unterstreicht.

Wie bereits in unserer Research-Note vom 17.8. zu den Zahlen des ersten Quartals ausgeführt, machte sich auch auf Halbjahresbasis die negative Fixkostendegression in der Rezession auf Ergebnisebene negativ bemerkbar, da die GESCO AG die Kosten trotz frühzeitig eingeleiteter Sparmaßnahmen nicht im gleichen Umfang zurückfahren konnte.

Das EBITDA sank vor diesem Hintergrund zwangsläufig um mehr als die Hälfte auf 13,3 (29,2) Mio. Euro. Das operative Ergebnis (EBIT) ermäßigte sich wegen des daraus erwachsenden Basiseffektes aufgrund nahezu unveränderter Abschreibungen von 5,2 (5,1) Mio. Euro um zwei Drittel auf 8,1 (24,1) Mio. Euro noch deutlicher.

Der Periodenüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter betrug mit 4,3 (13,6) Mio. Euro ebenfalls nur noch ein Drittel des vergleichbaren Vorjahreswertes, was einem Ergebnis je Aktie von 1,42 (4,51) Euro entsprach.

Obwohl natürlich weder das GESCO-Management noch wir mit der absoluten Höhe der Zahlen zufrieden waren, halten wir jedoch fest, dass die Gesellschaft auch am Tiefpunkt der Branchenkonjunktur im Maschinenbau deutlich schwarze Zahlen geschrieben hat. Zudem befindet sich nach Aussage der GESCO AG nach wie vor kein Unternehmen der Gruppe in akuter Existenznot.

Kennzahlen

	07/08	08/09	09/10e	10/11e
Umsatz	333	378	310	330
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	34,2	38,9	16,6	24,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	17,9	21,6	7,8	12,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	5,92	7,16	2,60	4,13
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	2,42	2,50	1,10	1,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	6,3	5,2	14,3	9,0
Div.rendite	6,5%	6,7%	3,0%	4,4%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

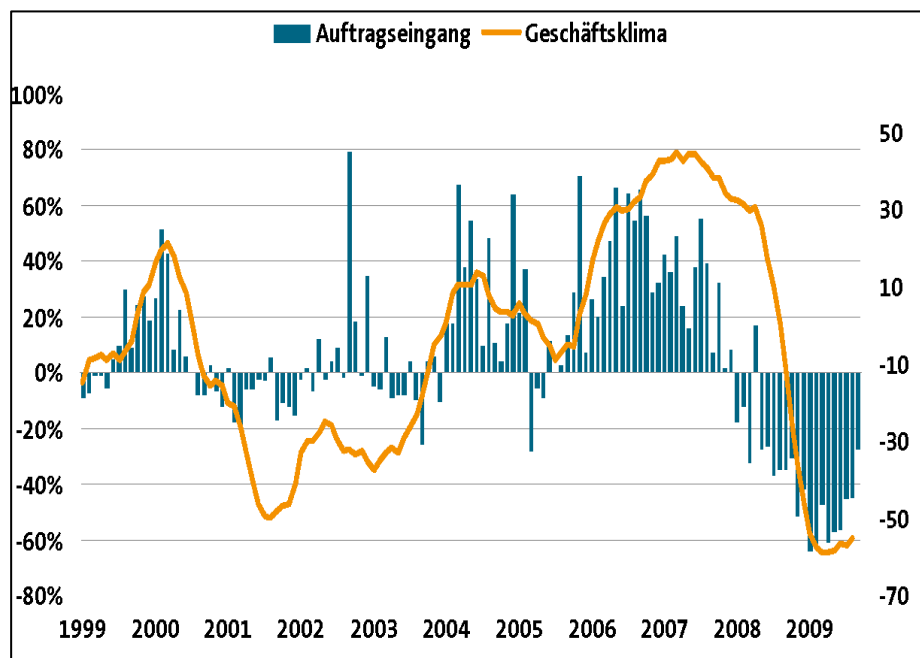
Beide Segmente von drastischem Konjunkturunbruch gezeichnet

Während die Kunststoffsparte die Auswirkungen der Rezession etwas früher als das Segment Werkzeug-/Maschinenbau zu spüren bekam, haben sich inzwischen die Entwicklungen in beiden Divisionen angeglichen. Der Bereich Werkzeug-/Maschinenbau hatte noch eine gewisse Zeit von hohen Auftragsbeständen profitiert, bevor sich die Rezession auch hier im Umsatz bemerkbar gemacht hat.

Im Einzelnen sanken die Erlöse im Segment Werkzeug-/Maschinenbau im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2009/10 (31.3.) um ein Viertel auf 129,2 (Vj. 172,1) Mio. Euro. Das Segmentergebnis (EBIT) sank um drei Viertel auf 6,3 (24,1) Mio. Euro. Die gesamte Tragweite der Rezession spiegelt sich im halbierten Auftragseingang wider, der nur noch ein Niveau von 106,4 (195,9) Mio. Euro erreichte. Wie die nachfolgend abgebildete Grafik verdeutlicht, bilden diese Zahlen die Branchenentwicklung nahezu eins zu eins ab.

Das Segment Kunststofftechnik musste einen vierzigprozentigen Umsatzrückgang auf 13,4 (23,0) Mio. Euro hinnehmen. Das Segmentergebnis (EBIT) erreichte mit 1,2 (3,7) Mio. Euro nur noch ein Drittel des Vorjahresniveaus. Der Auftragseingang halbierte sich ebenfalls auf 12,6 (24,7) Mio. Euro.

Erste Anzeichen einer Erholung im Investitionsgütersektor



Auftragseingangsentwicklung im Vergleich zum Vorjahreszeitraum in Prozent / ifo-Geschäftsklima (geglättet), Quelle: VDMA, ifo-Institut

Nachdem der Tiefpunkt der Rezession unserer Meinung nach in den Berichtszeitraum der Halbjahreszahlen fiel, hat sich zuletzt die Entwicklung auf niedrigem Niveau stabilisiert. Obwohl sowohl Auftragseingang als auch Geschäftsklima noch im negativen Terrain verharren (siehe obige Grafik), haben sich die relativen Rückgangsraten in mehreren aufeinanderfolgenden Quartalen zurückgebildet, so dass Experten mittlerweile von einer Trendwende sprechen. Auch die GESCO AG berichtet seit September von ersten positiven Tendenzen in ihren operativen Gesellschaften.

Diese Einschätzung wird auch durch das im dritten Quartal laut Statistischem Bundesamt im Zuge einer Steigerung der Ausrüstungsinvestitionen um 0,7 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum gestiegene Bruttoinlandsprodukt (BIP) untermauert. Wegen des zuvor zu verzeichnenden drastischen Einbruchs macht sich diese Entwicklung jedoch noch nicht in den Jahresvergleichszahlen bemerkbar.

Vor diesem Hintergrund halten wir die von GESCO anlässlich der Halbjahreszahlen bestätigten Prognosen (Einzelheiten siehe nachfolgender Abschnitt) und unsere darauf aufbauenden Schätzungen weiterhin für realistisch.

GSC-Schätzungen in Anlehnung an VDMA-Zahlen bestätigt

Nach den ersten Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung bestätigen wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 (31.3.). Wir gehen nach wie vor davon aus, dass das Management der einzelnen operativen Gesellschaften zur Erhaltung der Marktanteile bzw. zur Auslastung der Kapazitäten in der aktuellen konjunkturellen Lage eher auf Ertragsbestandteile als auf Aufträge verzichten dürfte. Insofern sehen wir den GESCO-Umsatz am oberen Ende des vom Vorstand kommunizierten Erlöskorridors von 280 bis 310 Mio. Euro.

Wir rechnen demnach für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 weiterhin mit einem Umsatz von 310,0 Mio. Euro, was einem Rückgang von 18 Prozent gegenüber dem Geschäftsjahr 2008/09 entsprechen würde. Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir unverändert bei 16,6 Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahreswert einen Einbruch um über die Hälfte bedeuten würde.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter erwarten wir weiterhin mit 7,8 Mio. Euro auf einem sehr niedrigen Niveau. Das Unternehmen formulierte bei dieser Kennziffer eine Prognose von 7 bis 10,5 Mio. Euro. Im Gegensatz zum Umsatz bewegen wir uns hier unverändert am unteren Ende der GESCO-Zielvorgabe. Positiv bemerken möchten wir jedoch, dass die Gesellschaft hier überhaupt eine Guidance veröffentlicht hat, da viele Unternehmen sich in der Rezession zumindest auf Ertragsebene nicht dazu in der Lage gesehen haben.

Das Ergebnis je Aktie würde sich bei Eintreffen unseres Szenarios auf 2,60 Euro belaufen. Unsere Dividendenprognose bestätigen wir mit 1,10 Euro. Dabei orientieren wir uns an der langjährigen GESCO-Praxis, die sich an einer Ausschüttungsquote von circa 40 Prozent des Konzernüberschusses nach Steuern und Anteilen Dritter orientiert. Das Unternehmen veröffentlicht den Dividendenvorschlag traditionell im Frühjahr und wollte daher unsere Überlegungen zum gegenwärtigen Zeitpunkt weder dementieren noch bestätigen.

Für das kommende Geschäftsjahr 2010/11 (31.3.) sind wir in Anbetracht erster Silberstreife am Konjunkturhimmel verhalten optimistisch und rechnen gegenüber unserer Schätzung für 2009/10 weiterhin mit einem leichten Umsatzwachstum von 6,5 Prozent auf 330,0 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter erwarten wir unverändert bei 12,5 Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 4,13 Euro einher gehen würde. Die Dividende schätzen wir - analog zu unseren Überlegungen für 2009/10 - weiterhin auf 1,65 Euro je Anteilsschein.

Bewertung

Wir verwenden im Rahmen unserer Peer Group-Betrachtung nach wie vor die Branchen-KGVs der GESCO-Zielbranchen Kunststoffe und Maschinen- bzw. Spezialmaschinenbau (umfasst auch Werkzeugherstellung bzw. Werkzeugmaschinenbau) für das Geschäftsjahr 2009. Auf den Durchschnitt von 18,4 (bisher 16,1) haben wir einen Abschlag von 15 Prozent vorgenommen, da Gesellschaften wie GESCO von der Börse meist mit einem Holdingabschlag belegt werden. Zudem sind die Zielunternehmen der GESCO AG gemäß dem Geschäftsmodell nicht börsennotiert.

Auf Basis des somit auf 15,6 (13,6) reduzierten Multiplikators und unter Verwendung des von uns für 2009/10 erwarteten GESCO-Gewinns von unverändert 2,60 Euro je Aktie ergibt sich ein erstes Zwischenergebnis von 40,53 (35,43) Euro. Dieser höhere Wert hat seine Ursache im gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Im Rahmen unseres DCF-Modells (Abzinsungzinssatz 6,44%, Ausgangs-Cash Flow 17,9 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wegen der Zyklizität der Zielbranchen) errechnen wir ein zweites Zwischenergebnis von 49,84 (bisher 49,42) Euro.

Aus dem gerundeten Mittelwert der beiden Teilergebnisse von 45,18 (42,42) Euro leiten wir unser neues Kursziel von 45,00 (42,50) Euro ab. Somit ergibt sich nach unserer Einschätzung aktuell ein Kurspotenzial von ungefähr einem Fünftel, weshalb wir unsere Handlungsempfehlung wieder von „Halten“ auf „Kaufen“ ändern. Zwar dürfte die GESCO-Aktie kurzfristig die alten Höchststände noch nicht erreichen, aber die sich abzeichnende Erholung in den GESCO-Zielbranchen sollte mittelfristig zur Erfüllung unserer Prognosen beitragen.

Fazit

Nachdem wir in unserer letzten Research-Note in Anbetracht der seinerzeit unsicheren Konjunkturaussichten eine Halteempfehlung für die GESCO-Aktie abgegeben hatten, deuten jetzt die volkswirtschaftlichen Indikatoren auf eine Wende zum Besseren hin. Zwar hat sich diese Entwicklung noch nicht in den jetzt gemeldeten Halbjahreszahlen niedergeschlagen, deckt sich jedoch auch mit der Einschätzung der GESCO AG, die seit September einen besseren Geschäftsverlauf in den operativen Gesellschaften beobachtet.

Vor diesem Hintergrund erachten wir unsere Prognosen weiterhin als adäquat und halten diese unverändert aufrecht. Die Heraufsetzung des Kursziels um 2,50 Euro auf 45,00 Euro resultiert dabei ausschließlich aus bewertungstechnischen Faktoren. Angesichts des sich auf dieser Basis aktuell ergebenden Kurspotenzials von rund 20 Prozent ändern wir unsere Handlungsempfehlung von „Halten“ auf „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

GESCO AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.03.	2007/08		2008/09		2009/10e		2010/11e		2011/12e	
Umsatzerlöse	333,2	97,1%	378,4	97,1%	310,0	98,1%	330,0	97,6%	354,0	97,7%
Veränderung zum Vorjahr			13,6%		-18,1%		6,5%		7,3%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	6,1	1,8%	6,8	1,7%	3,0	0,9%	4,2	1,2%	4,2	1,2%
Sonstige betriebliche Erträge	4,0	1,2%	4,7	1,2%	3,0	0,9%	4,0	1,2%	4,0	1,1%
Gesamtleistung	343,3	100,0%	389,9	100,0%	316,0	100,0%	338,2	100%	362,2	100%
Veränderung zum Vorjahr			13,6%		-19,0%		7,0%		7,1%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	184,4	53,7%	209,7	53,8%	170,6	54,0%	182,6	54,0%	195,6	54,0%
Veränderung zum Vorjahr			13,7%		-18,6%		7,0%		7,1%	
Personalaufwand	80,9	23,6%	87,4	22,4%	86,8	27,5%	87,9	26,0%	89,8	24,8%
Veränderung zum Vorjahr			8,0%		-0,7%		1,3%		2,2%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	33,7	9,8%	43,1	11,1%	31,1	9,9%	32,8	9,7%	35,1	9,7%
Veränderung zum Vorjahr			27,9%		-27,8%		5,4%		7,1%	
EBITDA	44,3	12,9%	49,7	12,7%	27,4	8,7%	34,8	10,3%	41,7	11,5%
Veränderung zum Vorjahr			12,2%		-44,8%		27,0%		19,6%	
Abschreibungen	10,1	2,9%	10,8	2,8%	10,8	3,4%	10,8	3,2%	11,3	3,1%
Veränderung zum Vorjahr			6,9%		0,0%		0,0%		4,6%	
EBIT	34,2	10,0%	38,9	10,0%	16,6	5,3%	24,0	7,1%	30,4	8,4%
Veränderung zum Vorjahr			13,7%		-57,2%		44,5%		26,3%	
Finanzergebnis	-3,4	-1,0%	-4,3	-1,1%	-3,0	-0,9%	-3,2	-0,9%	-3,6	-1,0%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	30,8	9,0%	34,6	8,9%	13,6	4,3%	20,8	6,2%	26,8	7,4%
Steuerquote	36,4%		31,5%		33,0%		33,0%		33,0%	
Ertragssteuern	11,2	3,3%	10,9	2,8%	4,5	1,4%	6,9	2,0%	8,8	2,4%
Jahresüberschuss	19,6	5,7%	23,7	6,1%	9,1	2,9%	14,0	4,1%	17,9	4,9%
Veränderung zum Vorjahr			20,9%		-61,5%		52,8%		28,4%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Anteile Dritter	1,7	0,5%	2,1	0,5%	1,3	0,4%	1,5	0,4%	1,5	0,4%
Bereinigter Jahresüberschuss	17,9	5,2%	21,6	5,5%	7,8	2,5%	12,5	3,7%	16,4	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			20,7%		-63,7%		59,0%		31,8%	
Anzahl der Aktien	3,021		3,017		3,017		3,017		3,017	
Gewinn je Aktie	5,92		7,16		2,60		4,13		5,44	

Aktionärsstruktur

Eigene Aktien	0,27%
Vorstand und Aufsichtsrat	1,30%
Streubesitz	98,43%

Termine

Februar 2010	Veröffentlichung der Zahlen für die ersten drei Quartale (01.04.-31.12.2009)
29. Juni 2010	Bilanzpressekonferenz für das Geschäftsjahr 2009/10 (31.03)
August 2010	Veröffentlichung der Zahlen für das erste Quartale (01.04.-30.06.2010)
2. September 2010	Hauptversammlung 2010
November 2010	Veröffentlichung der Halbjahreszahlen (01.04.-30.09.2010)

Kontaktadresse

GESCO AG
Döppersberg 19
D-42103 Wuppertal

Email: gesco@gesco.de

Internet: www.gesco.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Oliver Vollbrecht

Tel.: +49 (0) 202 / 24820 - 18

Fax: +49 (0) 202 / 24820 - 49

Email: vollbrecht@gesco.de

Disclosures

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

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

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
17.08.2009	39,20 €	Halten	42,50 €
08.07.2009	34,50 €	Kaufen	41,50 €
13.02.2009	36,78 €	Kaufen	64,00 €
21.11.2009	31,00 €	Kaufen	64,00 €

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

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

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
GESCO AG	1, 4, 5, 7

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

Haftungserklärung

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

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

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

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