

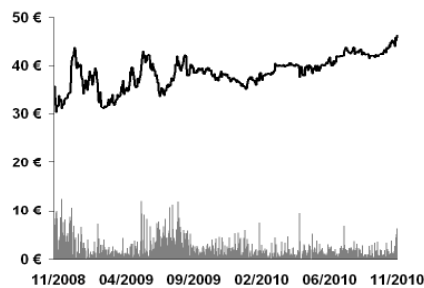
Akt. Kurs (18.11.2010, 09:33, Xetra): 47,93 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **60,00 (48,00) EUR**

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 Kunststoff-Technik mehrheitlich und auf lange Sicht, meist im Rahmen von Nachfolgeregelungen.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	48,00 €	34,13 €
Aktueller Kurs:	47,93 €	
Aktienzahl ges.:	3.023.000	
Streubesitz:	91,0%	
Marktkapitalis.:	144,9 Mio. €	



Anlagekriterien

Deutliche Steigerung der Auftragseingänge und Umsätze

Die aktuell von GESCO vorgelegten Daten für das erste Halbjahr (1.4.-30.9.) des Geschäftsjahres 2010/11 konnten mehr als überzeugen. Sie zeigen deutlich, dass der wirtschaftliche Aufschwung insbesondere in den Zielbranchen Werkzeug- und Maschinenbau bzw. Kunststoff-Technik auch in den Beteiligungsunternehmen der Gruppe ankommt und die damit verbundenen Umsatzzuwächse zu überproportionalen Ergebnissteigerungen führen.

Zu beachten ist, dass die von GESCO berichteten Zahlen immer die Daten der Beteiligungsunternehmen um drei Monate verzögert abbilden. Die nun vorgelegten Daten sind also die operativen Zahlen der Beteiligungen im Zeitraum Januar bis Juni.

Beeindruckend ist insbesondere die Entwicklung der den Umsätzen vorausliegenden Auftragseingänge. So stiegen diese im ersten Halbjahr um 54 Prozent auf 179,2 Mio. Euro. Auch die vorläufig genannten Ordereingänge für das dritte Quartal in Höhe von 98,5 Mio. Euro (Q1: 87,8 / Q2: 91,4) zeigen eine weitere Dynamisierung des Geschäftsverlaufs.

Kennzahlen

	08/09	09/10	10/11e	11/12e
Umsatz	378	278	330	365
<i>bisher</i>	---	---	302	330
EBIT	38,9	16,5	22,8	27,7
<i>bisher</i>	---	---	20,5	24,4
Jahresüb.	21,6	8,9	12,7	15,7
<i>bisher</i>	---	---	10,4	12,5
Erg./Aktie	7,16	2,95	4,22	5,20
<i>bisher</i>	---	---	3,44	4,14
Dividende	2,50	1,30	1,65	2,10
<i>bisher</i>	---	---	1,45	1,65
KGV	6,7	16,2	11,4	9,2
Div.rendite	5,2%	2,7%	3,4%	4,4%

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0
 Fax: 0211 / 17 93 74 – 44
 a.langhorst@gsc-research.de

Der berichtete Umsatz stieg um 11,9 Prozent auf 156,6 Mio. Euro. Für das dritte Quartal berichtet die Gesellschaft bereits einen vorläufigen Umsatz von 90,6 Mio. Euro. Das book-to-bill-Ratio (neue Aufträge zu Umsatz) liegt damit nach drei Quartalen bei 1,12. Damit kann auch in den kommenden Monaten mit weiterem Wachstum bei GESCO gerechnet werden.

Nach Aussage des Managements ist der Aufschwung bei der überwiegenden Zahl der Tochtergesellschaften angekommen. Wenige Gesellschaften bewegen sich jedoch in einem eher spätzyklischen Branchenumfeld wie beispielsweise SVT oder MAE, die dafür im Rezessionsjahr 2009 noch mit Umsatzzuwächsen aufwarten konnten.

Überproportionale Ergebnisbeschleunigung im zweiten Quartal

Das operative Ergebnis (EBIT) stieg zum 30.9. überproportional um 28,1 Prozent auf 10,4 Mio. Euro. Auf der einen Seite musste GESCO dabei eine um drei Prozentpunkte höhere Materialaufwandsquote verkraften. Auf der anderen Seite sind die Personalkosten trotz der Umsatzausweitung nur unwesentlich gestiegen. Zu beachten ist ferner, dass im ersten Quartal 2010/11 noch ein einmaliger Sondereffekt aus der Auflösung der Fremdwährungsfinanzierung in Schweizer Franken in Höhe von 0,6 Mio. Euro belastet hatte.

Bei einem von -1,4 auf -1,1 Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis stieg der Periodenüberschuss nach Anteilen Dritter um 34,0 Prozent auf 5,7 Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich von 1,42 auf 1,90 Euro.

Ausblick im Vorfeld der Halbjahreszahlen bereits angehoben

Angesichts der sehr positiven Zahlen für das erste Halbjahr sowie dem weiteren Ausblick vor dem Hintergrund der bereits kommunizierten Auftragseingänge im dritten Quartal verwundert es nicht, dass das Management bereits im Vorfeld der Berichterstattung die Gesamtjahresprognose angehoben hat.

Während GESCO bislang von einem Konzernumsatz (ohne Akquisitionen) in einer Bandbreite von 290 bis 320 Mio. Euro ausging, erwartet das Unternehmen nunmehr einen Wert von 325 Mio. Euro. Die neue Prognose würde für das vierte Quartal nur ein Umsatzvolumen von knapp 78 Mio. Euro beinhalten.

Vor diesem Hintergrund sowie in Anbetracht der derzeitigen Situation beim Auftragseingang halten wir diese Guidance für mehr als konservativ, auch wenn das vierte Quartal traditionell etwas schwächer als das dritte Quartal ausfällt. Wir gehen selber davon aus, dass der ausgewiesene Konzernumsatz am Geschäftsjahresende bei 330 Mio. Euro liegen wird.

Für den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sieht das Unternehmen einen Wert von 12,5 (zuvor: 9 bis 11) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie soll daher nun bei 4,13 (2,98 bis 3,64) Euro liegen. Wir selber sind bislang von einem Konzernergebnis nach Anteilen Dritter von 10,4 Mio. Euro bzw. einem Ergebnis je Aktie von 3,44 Euro ausgegangen.

GSC-Ergebnisschätzungen deutlich angehoben

An den berichteten Zahlen hat uns insbesondere überrascht, dass die Ergebnisseite in dem gezeigten Ausmaß steigen konnte. Hier macht sich unseres Erachtens wieder die starke Fixkostendegression der einzelnen Beteiligungen bemerkbar. Infolge der vorgelegten Daten haben wir unsere eigenen Schätzungen überarbeitet, die bislang einen eher vorsichtigen Charakter hatten.

Wir sind nun deutlich optimistischer und glauben, dass die aktuell erhöhte Unternehmensprognose konservativ ist und Raum für ein Übertreffen lässt. Wir gehen jetzt davon aus, dass die von uns ursprünglich erst für das folgende Geschäftsjahr prognostizierten Zahlen bereits nahezu im laufenden Jahr erzielt werden können.

So erwarten wir für 2010/11 neben den bereits genannten 330 Mio. Euro Umsatz jetzt ein EBIT von 22,8 Mio. Euro sowie ein Ergebnis je Aktie von 4,22 Euro. Für die beiden Folgejahre rechnen wir mit weiteren Umsatzzuwachsen auf 365 bzw. 375 Mio. Euro bei einer weiter ansteigenden Profitabilität. Für das EBIT gehen wir in 2011/12 von 27,7 und in 2012/13 von 30,7 Mio. Euro aus. Das Ergebnis je Aktie sollte dabei auf 5,20 bzw. 5,78 Euro steigen.

Entsprechend der kommunizierten Dividendenpolitik mit einer Ausschüttungsquote von 40 Prozent des Jahresüberschusses nach Anteilen Dritter sollte auch die Dividende für das laufende Geschäftsjahr auf 1,65 Euro steigen und für 2011/13 einen Wert von 2,10 Euro erreichen.

Wahrscheinlichkeit von Akquisitionen hat sich erhöht

Potenzielle Akquisitionen, die in der Vergangenheit aufgrund der Besonnenheit des Managements stets wertschaffend waren, sind in den Schätzungen nicht berücksichtigt. Nachdem das rezessive Umfeld in den letzten zwei Jahren Übernahmen erheblich erschwert hatte, ist das Management nun jedoch zunehmend optimistisch, dass noch im laufenden Geschäftsjahr mindestens eine Akquisition gelingen sollte.

Während der Finanzkrise war es zeitweise nahezu unmöglich potenzielle Übernahme-kandidaten zu bewerten. Darüber hinaus haben viele Unternehmer ihre Verkaufsabsichten temporär zurückgestellt. Hier hat die konjunkturelle Beruhigung nach Aussage des Managements nunmehr dafür gesorgt, dass die Zahl an qualifizierten Angeboten zugenommen hat.

Bewertung und Fazit

Im Rahmen unserer Peer Group-Betrachtung verwenden wir weiterhin die Branchen-KGVs der GESCO-Zielbranchen Kunststoffe und Maschinen- bzw. Spezialmaschinenbau (umfasst auch Werkzeugherstellung bzw. Werkzeugmaschinenbau). Wir transferieren jedoch aktuell die Bewertungsbasis von 2010 auf die Schätzungen für 2011.

Das durchschnittliche KGV liegt bei dieser Betrachtung bei rund 14. Hierauf nehmen wir wie gehabt einen Abschlag von 15 Prozent vor, da börsennotierte Beteiligungsfirmen wie GESCO an der Börse meist mit einem Holdingabschlag belegt werden. Daraus ergibt sich ein faires KGV von aktuell knapp 12. Wir erhöhen unser Kursziel daher von 48 auf 60 Euro.

Folgerichtig stufen wir die GESCO-Aktie zugleich von Halten auf Kaufen herauf. Aus den Halbjahreszahlen ist klar erkennbar geworden, dass die Beteiligungsunternehmen der GESCO-Gruppe schnell wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt sind und dabei eine deutlich überproportionale Gewinnentwicklung aufzeigen.

Abgesehen von der günstigen Bewertung ist hervorzuheben, dass GESCO eines der wenigen börsennotierten Vehikel ist, die es Investoren ermöglicht, sich am klassischen deutschen Mittelstand zu beteiligen.

Gewinn- und Verlustrechnung

GESCO AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.3.	2008/09		2009/10		2010/11e		2011/12e		2012/13e	
Umsatzerlöse	378,4	97,1%	277,7	101,1%	330,0	96,9%	365,0	97,8%	375,0	97,9%
Veränderung zum Vorjahr			-26,6%		18,8%		10,6%		2,7%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	6,8	1,7%	-9,3	-3,4%	6,0	1,8%	4,2	1,1%	4,2	1,1%
Sonstige betriebliche Erträge	4,7	1,2%	6,2	2,3%	4,5	1,3%	4,0	1,1%	4,0	1,0%
Gesamtleistung	389,9	100,0%	274,6	100,0%	340,5	100%	373,2	100%	383,2	100%
Veränderung zum Vorjahr			-29,6%		24,0%		9,6%		2,7%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	209,7	53,8%	135,7	49,4%	184,6	54,2%	203,4	54,5%	208,8	54,5%
Veränderung zum Vorjahr			-35,3%		36,0%		10,2%		2,7%	
Personalaufwand	87,4	22,4%	79,3	28,9%	86,8	25,5%	93,3	25,0%	93,9	24,5%
Veränderung zum Vorjahr			-9,3%		9,5%		7,5%		0,6%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	43,1	11,1%	32,4	11,8%	35,0	10,3%	37,3	10,0%	38,3	10,0%
Veränderung zum Vorjahr			-24,8%		8,0%		6,6%		2,7%	
EBITDA	49,7	12,7%	27,2	9,9%	34,1	10,0%	39,2	10,5%	42,2	11,0%
Veränderung zum Vorjahr			-45,3%		25,4%		14,8%		7,6%	
Abschreibungen	10,8	2,8%	10,7	3,9%	11,3	3,3%	11,5	3,1%	11,5	3,0%
Veränderung zum Vorjahr			-0,9%		5,6%		1,8%		0,0%	
EBIT	38,9	10,0%	16,5	6,0%	22,8	6,7%	27,7	7,4%	30,7	8,0%
Veränderung zum Vorjahr			-57,6%		38,3%		21,3%		10,7%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-4,3	-1,1%	-2,5	-0,9%	-2,2	-0,6%	-2,4	-0,6%	-2,5	-0,7%
Ergebnis vor Steuern	34,6	8,9%	14,0	5,1%	20,6	6,1%	25,3	6,8%	28,2	7,3%
Steuerquote	31,5%		31,4%		32,0%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	10,9	2,8%	4,4	1,6%	6,6	1,9%	8,1	2,2%	9,0	2,4%
Jahresüberschuss	23,7	6,1%	9,6	3,5%	14,0	4,1%	17,2	4,6%	19,1	5,0%
Veränderung zum Vorjahr			-59,5%		46,1%		22,6%		11,3%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Anteile Dritter (an Kap.Ges.)	2,1	0,5%	0,7	0,3%	1,3	0,4%	1,5	0,4%	1,7	0,4%
Bereinigter Jahresüberschuss	21,6	5,5%	8,9	3,2%	12,7	3,7%	15,7	4,2%	17,4	4,6%
Veränderung zum Vorjahr			-58,8%		43,0%		23,4%		11,1%	
Anzahl der Aktien	3,017		3,017		3,017		3,017		3,017	
Gewinn je Aktie	7,16		2,95		4,22		5,20		5,78	

Aktionärsstruktur

Stefan Heimöller	9%
Streubesitz	91%

Termine

Februar 2011	Veröffentlichung der Neunmonatszahlen (01.04.-31.12.2010)
7. Juni 2011	Bilanzpressekonferenz
21. Juli 2011	Hauptversammlung in Wuppertal
August 2011	Veröffentlichung der Zahlen zum 1. Quartal (01.04.-30.06.2011)
November 2011	Veröffentlichung der Halbjahreszahlen (01.04.-30.09.2011)

Kontaktadresse

GESCO AG
Döppersberg 19
D-42103 Wuppertal

Email: gesco@gesco.de

Internet: www.gesco.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr 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 „Kaufen“ 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
25.08.2010	43,00 €	Halten	48,00 €
07.07.2010	40,33 €	Kaufen	47,00 €
08.02.2010,	37,27 €	Kaufen	45,00 €
27.11.2009	37,16 €	Kaufen	45,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2010):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	47,6%	57,7%
Halten	36,9%	38,5%
Verkaufen	15,5%	3,8%

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 Umplatzierung 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 Holding 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 Holding 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.