

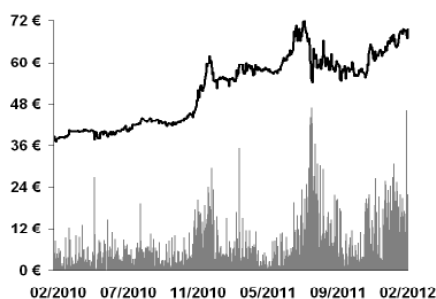
Akt. Kurs (21.02.2012, 09:02, Xetra): 69,00 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **80,00 (75,00) EUR**

Branche: Beteiligungsgesellschaft
Land: Deutschland
ISIN: DE000A1K0201
Reuters: GSC1n.DE
Bloomberg: GSC1: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.:	72,68 €	53,22 €
Aktueller Kurs:	69,00 €	
Aktienzahl ges.:	3.023.000	
Streubesitz:	87,0%	
Marktkapitalis.:	208,6 Mio. €	



Anlagekriterien

GESCO auf Rekordkurs

GESCO hat vor wenigen Tagen die Zahlen für das dritte Quartal bzw. die ersten neun Monate (bis 31.12.) vorgelegt. Nachdem mit dem Halbjahresbericht bereits eine erste Indikation für die Umsätze und Auftragseingänge im dritten Quartal publiziert wurden, konnten der nun berichtete Umsatz von 98,1 (Vj. 90,6) Mio. Euro nicht mehr überraschen. In den ersten neun Monaten summierte sich der Umsatz auf 309,2 (247,2) Mio. Euro.

Dennoch lagen die Ergebniszahlen leicht über unseren Schätzungen und erreichten auf operativer Ebene (EBIT) im abgelaufenen Quartal 9,4 (7,2) Mio. Euro bzw. nach drei Quartalen 29,4 (17,5) Mio. Euro. GESCO profitierte hierbei von Kostendegressionseffekten insbesondere bei den Personalaufwendungen sowie den Abschreibungen. Der Periodenüberschuss nach Anteilen Dritter stieg aufgrund einer leicht geringeren Steuerquote darüber hinaus leicht überproportional auf 5,8 (4,3) Mio. Euro bzw. 17,4 (10,0) Mio. Euro.

Mit einem Gewinn je Aktien von 5,77 Euro hat GESCO damit bereits nach neun Monaten das Gesamtjahresergebnis des Vorjahres von 5,05 Euro deutlich übertroffen.

Weniger stark gestiegen als der Umsatz ist der Auftragseingang, lag jedoch in absoluten Zahlen weiterhin über den Erlösen. Für die ersten drei Quartale beläuft sich der kumulierte Auftragseingang auf 337,1 (277,7) Mio. Euro, was einem Anstieg von 21,4 Prozent entspricht. Entsprechend liegt das book-to-bill-Ratio bei 1,09.

Kennzahlen

	09/10	10/11	11/12e	12/13e
Umsatz	278	335	410	435
<i>bisher</i>	---	---	405	425
EBIT	16,5	27,0	37,8	40,2
<i>bisher</i>	---	---	37,0	39,2
Jahresüb.	8,9	15,3	22,1	22,8
<i>bisher</i>	---	---	21,3	22,7
Erg./Aktie	2,95	5,05	7,30	7,55
<i>bisher</i>	---	---	7,06	7,51
Dividende	1,30	2,00	2,90	3,00
<i>bisher</i>	---	---	2,70	---
KGV	23,4	13,7	9,4	9,1
Div.rendite	1,9%	2,9%	4,2%	4,3%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

GESCO erweitert das Beteiligungsportfolio

Anfang Januar hat GESCO die Übernahme von 85 Prozent der Anteile an der WBL Holding GmbH mit ihren 100-prozentigen Tochtergesellschaften Werkzeugbau Laichingen GmbH und Werkzeugbau Leipzig GmbH bekannt gegeben. Die restlichen Anteile verbleiben beim langjährigen geschäftsführenden Gesellschafter Jürgen Mangold.

Eher unüblich war der Kauf von einer anderen Private Equity-Gesellschaft, der BayernLB Capital Partner. Auf Nachfrage erläuterte das Management jedoch, dass GESCO bereits 2005 einmal in einem Gebotsprozess involviert gewesen war, damals jedoch die BayernLB den Zuschlag erhalten hat. Aktuell scheint das WBL-Management explizit gefordert zu haben, dass die BayernLB an GESCO verkauft, da dies auch schon in 2005 der präferierte Partner gewesen sein soll. Zudem verkaufte auch die BayernLB angabegemäß gerne an die Wuppertaler, da GESCO entgegen den üblichen Spielern im Private Equity-Markt ohne Finanzierungsvorbehalt kaufen und somit noch vor dem Jahreswechsel bezahlen konnte.

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

a.langhorst@gsc-research.de

Die Wurzeln der WBL-Gruppe reichen in das Jahr 1891 zurück. Heute produziert die Gesellschaft Hochleistungswerkzeuge für die Automobil- und Automobilzulieferindustrie sowie für Hersteller von Haushaltsgeräten. Insbesondere mit der Spezialisierung auf komplexe und große Werkzeuge hat sich WBL als anerkannter Partner erster Adressen der deutschen Industrie etabliert. Mit rund 150 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern erwirtschaftete WBL 2011 einen Umsatz von rund 17 Mio. Euro.

Der Kauf erfolgte zu einem moderaten EBIT-Multiple von etwas über 5, bezogen auf einen Mehrjahreszeitraum. Bezogen auf das 2011er EBIT lag das Multiple nach Aussagen des Managements deutlich darunter. Laut Kapitalflussrechnung zum 31.12. hat GESCO im Berichtszeitraum 6,2 Mio. Euro für Akquisitionen ausbezahlt. Wir gehen davon aus, dass dies vollständig dem Kauf der WBL-Gruppe zuzuordnen ist. Unter dieser Annahme und der genannten EBIT-Multiplikatoren dürfte die operative Profitabilität mindestens im Durchschnitt der übrigen Konzerngesellschaften liegen.

WBL hat auch im Krisenjahr 2009 ordentliche Gewinne geschrieben. Für 2012 ist WBL angabegemäß bereits ausgebucht und auch für 2013 liegen schon zahlreiche Aufträge vor, so dass die Akquisition unseres Erachtens von Anfang an wertschaffend sein sollte.

GESCO hebt abermals die Prognose an

Die bereits seit einiger Zeit bei der Berichterstattung über die Quartale vorgenommene Publikation von Aufträgen und Umsätzen für das jeweils nächste Quartal (*entspricht dem bereits abgelaufenen operativen Quartal der Tochtergesellschaften*) zeigt zum ersten Mal seit acht Quartalen einen Ordereingang, der nicht deutlich über den Umsätzen liegt. Beide Kennzahlen liegen mit rund 100 Mio. Euro jedoch unverändert auf einem hohen Niveau. Den Auftragsbestand gibt die Gesellschaft mit 155 Mio. Euro und damit nur unwesentlich unter dem Volumen des Vorquartals von 157 Mio. Euro an.

GESCO hat nach dem erfreulichen Geschäftsverkauf des dritten Quartals sowie dem bereits bekannten Geschäftsverlauf der operativen Tochtergesellschaften im Abschlussquartal die unternehmenseigene Guidance erneut angehoben. Demnach erwartet das Management nunmehr ein Umsatzvolumen von 410 (zuvor: 405) Mio. Euro. Korrespondierend dazu soll der Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter auf 22 (21) Mio. Euro steigen. Der Gewinn je Aktie soll dann bei 7,28 (6,95) Euro liegen. Damit würde GESCO das bislang höchste Ergebnis der Unternehmensgeschichte erzielen und den bisherigen Rekordwert aus 2008/09 von 7,16 Euro je Aktie übertreffen.

Entsprechend kündigt der Vorstand bereits jetzt eine deutliche Dividendenanhebung an. Angesichts der bisherigen Ausschüttungspolitik von 40 Prozent des Jahresüberschusses sollte die Dividende für das laufende Geschäftsjahr unseres Erachtens dann bei 2,90 bis 3,00 Euro liegen.

Ergebnisschätzungen an aktuelle Guidance und Akquisition angepasst

Der Zukauf der WBL-Gruppe hat zwar auf die Gewinn- und Verlustrechnung des laufenden Geschäftsjahres 2011/2012 (bis 31.3.) noch keinen Einfluss. In die Bilanz zum 31.12. fand die Akquisition jedoch bereits Einklang. Neben dem lebhaften operativen Geschäft ist dies der Hauptgrund für den Anstieg der Bilanzsumme gegenüber dem Geschäftsjahresanfang um rund 20 Prozent auf 313 Mio. Euro.

In die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung wird die WBL-Gruppe erstmals im Geschäftsjahr 2012/2013 eingehen. Dies haben wir ebenso wie die angegebene Guidance in unserer überarbeiteten Planungsrechnung berücksichtigt. Für 2011/12 rechnen wir nunmehr mit einem Umsatz von 410 Mio. Euro sowie einem Gewinn je Aktie von 7,30 Euro.

Für das Folgejahr 2012/13 gehen wir analog zur Einschätzung des Managements nicht von einem starken konjunkturellen Einbruch aus, wenngleich wir in unserer Prognose aktuell etwas vorsichtiger als zuletzt noch sind. Inklusive der Erstkonsolidierung der WBL sollte das Ergebnis im nächsten Geschäftsjahr unseres Erachtens daher bei einem Umsatz von 435 Mio. Euro nochmals auf 7,55 (7,51) Euro je Aktie zulegen.

Für 2013/14 gehen wir nur noch von einem leichten Umsatzwachstum aus, der sich dann auch nicht mehr über die Fixkostendegression in einer höheren Marge bemerkbar macht. Vielmehr gehen wir von einer konstanten EBIT-Marge aus, so dass der Gewinn je Aktie nur leicht auf 7,67 (7,99) Euro steigen wird.

Zu beachten ist darüber hinaus, dass gegenüber den vorherigen Planungen die Anteile der Drittgesellschafter ansteigen werden. Hintergrund ist die gemäß GESCO-Philosophie durchgeführte Beteiligung der Geschäftsführer an den jeweiligen Tochtergesellschaften. Bei Personengesellschaften reduziert sich dadurch das Finanzergebnis, bei Kapitalgesellschaften mindert sich der Konzernüberschuss.

Im Berichtszeitraum haben die Geschäftsführer von Hubl, Haseke und VWH jeweils 20 Prozent der jeweiligen Gesellschaft übernommen. Die nach Ende des Berichtszeitraumes erfolgte Übernahme von 10 Prozent bei SVT hat jedoch keinen Einfluss auf die GESCO-Zahlen, da diese Anteile vom früheren Geschäftsführer übernommen wurden.

Bewertung und Fazit

Die vorgelegten Zahlen waren erneut überzeugend. Zwar deuten die genannten Auftragseingänge für das vierte Quartal auf eine Verlangsamung der Wachstumsraten. Dies kann aber durchaus auch gesund für die eine oder andere Gesellschaft sein. Unseres Erachtens haben einzelne Beteiligungen in den letzten Monaten bereits am Rande oder über ihrer Kapazitätsgrenze gearbeitet.

Mit der Positionierung der Tochterfirmen in Nischenmärkten und der breiten Verteilung der Geschäftsmodelle über verschiedene Wirtschaftszyklen sehen wir die GESCO-Gruppe gut gewappnet, mögliche rezessive Tendenzen an den Märkten ausgleichen zu können. Die Akquisition der WBL-Gruppe beurteilen wir positiv, da sie sowohl preislich günstig erscheint als auch gut ins bestehende Portfolio passt. Angesichts eines sich nach Aussagen des Managements aufhellenden M&A-Umfeldes können wir uns vorstellen, dass in den kommenden Monaten noch der eine oder andere Zukauf folgen wird.

Auch nach den Kurssteigerungen der letzten Monate halten wir die GESCO-Aktie angesichts der soliden Bilanz mit einem KGV von unter 10 weiter für günstig. Angesichts des deutlich aufgehellten Börsenumfelds erhöhen wir unser Kursziel leicht auf 80 (75) Euro und bestätigen unsere Einschätzung mit Kaufen. GESCO ist unverändert ein grundsätzliches, langfristiges Value-Investment. Allerdings ist zu beachten, dass die Aktie nicht mehr weit vom oberen Ende des durchschnittlichen Bewertungsniveaus der letzten Jahre notiert.

Gewinn- und Verlustrechnung

GESCO AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.3.	2009/10		2010/11		2011/12e		2012/13e		2013/14e	
Umsatzerlöse	277,7	101,1%	335,2	97,8%	410,0	97,9%	435,0	99,3%	440,0	99,1%
Veränderung zum Vorjahr	-26,6%		20,7%		22,3%		6,1%		1,1%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	-9,3	-3,4%	2,9	0,8%	5,0	1,2%	0,0	0,0%	1,0	0,2%
Sonstige betriebliche Erträge	6,2	2,3%	4,8	1,4%	3,6	0,9%	3,0	0,7%	3,0	0,7%
Gesamtleistung	274,6	100,0%	342,9	100,0%	418,6	100%	438,0	100%	444,0	100%
Veränderung zum Vorjahr	-29,6%		24,9%		22,1%		4,6%		1,4%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	135,7	49,4%	180,2	52,6%	223,5	53,4%	235,6	53,8%	238,9	53,8%
Veränderung zum Vorjahr	-35,3%		32,8%		24,0%		5,4%		1,4%	
Personalaufwand	79,3	28,9%	86,2	25,1%	96,3	23,0%	99,9	22,8%	101,2	22,8%
Veränderung zum Vorjahr	-9,3%		8,7%		11,6%		3,7%		1,4%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	32,4	11,8%	38,3	11,2%	49,4	11,8%	50,4	11,5%	51,1	11,5%
Veränderung zum Vorjahr	-24,8%		18,1%		29,1%		2,0%		1,4%	
EBITDA	27,2	9,9%	38,2	11,1%	49,4	11,8%	52,1	11,9%	52,8	11,9%
Veränderung zum Vorjahr	-45,3%		40,4%		29,4%		5,5%		1,4%	
Abschreibungen	10,7	3,9%	11,2	3,3%	11,6	2,8%	11,9	3,1%	12,0	3,1%
Veränderung zum Vorjahr	-0,9%		4,9%		3,4%		2,6%		0,8%	
EBIT	16,5	6,0%	27,0	7,9%	37,8	9,0%	40,2	9,2%	40,8	9,2%
Veränderung zum Vorjahr	-57,6%		63,4%		40,2%		6,4%		1,5%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-2,5	-0,9%	-2,9	-0,8%	-3,0	-0,7%	-3,0	-0,7%	-3,0	-0,7%
Ergebnis vor Steuern	14,0	5,1%	24,1	7,0%	34,8	8,3%	37,2	8,5%	37,8	8,5%
Steuerquote	31,4%		31,8%		31,0%		32,0%		31,9%	
Ertragssteuern	4,4	1,6%	7,7	2,2%	10,8	2,6%	11,9	2,7%	12,1	2,7%
Jahresüberschuss	9,6	3,5%	16,4	4,8%	24,0	5,7%	25,3	5,8%	25,8	5,8%
Veränderung zum Vorjahr	-59,5%		71,3%		46,0%		5,4%		1,8%	
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.)	0,7	0,3%	1,2	0,3%	2,0	0,5%	2,5	0,6%	2,6	0,6%
Bereinigter Jahresüberschuss	8,9	3,2%	15,3	4,4%	22,1	5,3%	22,8	5,2%	23,2	5,2%
Veränderung zum Vorjahr	-58,8%		71,4%		44,6%		3,4%		1,6%	
Anzahl der Aktien	3,017		3,020		3,020		3,020		3,020	
Gewinn je Aktie	2,95		5,05		7,30		7,55		7,67	

Aktionärsstruktur

Stefan Heimöller	13,0%
Streubesitz	87,0%

Termine

28. Juni 2012	Bilanzpressekonferenz/Analystenkonferenz
August 2012	Veröffentlichung der Zahlen für das erste Quartal (01.04.-30.06.2012)
30. August 2012	Hauptversammlung
November 2012	Veröffentlichung der Zahlen für das erste Halbjahr (01.04.-30.09.2012)

Kontaktadresse

GESCO AG
Johannisberg 7
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
E-Mail: 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
17.11.2011	57,20 €	Kaufen	75,00 €
15.08.2011	62,32 €	Kaufen	75,00 €
24.06.2011	62,50 €	Kaufen	80,00 €
15.02.2011	59,90 €	Kaufen	70,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	55,3%	68,2%
Halten	42,2%	31,8%
Verkaufen	4,4%	0,0%

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, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf verantwortlich.