

Akt. Kurs (28.03.2012, 14:36, Xetra): 66,31 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **75,00 (80,00) 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.

## Anlagekriterien

### GESCO führt „kleine“ Kapitalerhöhung durch

Die Wuppertaler haben Ende Februar im Zuge einer „kleinen“ Kapitalerhöhung das Grundkapital unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre um 10 Prozent erhöht. Die Ausgabe der 302.000 neuen Aktien erfolgte zum Kurs von 65,00 Euro und führte insgesamt zu einem Bruttoemissionserlös von 19,6 Mio. Euro.

Wir gehen aufgrund der soliden Bilanzkennzahlen davon aus, dass die Kapitalerhöhung weniger als Folge der Anfang des Jahres publizierten Übernahme der WBL Holding erfolgte, sondern eher mit Blick auf potenzielle weitere Akquisitionen zu sehen ist. Im Bericht zu den Neun-Monats-Zahlen zeigte das Management sich optimistisch, in 2012 weitere Zukäufe tätigen zu können, da sich das Umfeld für GESCO-typische Transaktionen verbessert hat. Ähnliche Kommentare konnten wir in den letzten Wochen auch bei anderen Beteiligungsgesellschaften hören.

Positiv vermerken wir zudem, dass auch die beiden Vorstände Spartmann und Dr. Mayrose jeweils 1.000 Aktien für umgerechnet 65.000 Euro gezeichnet haben. Sie beweisen damit ihr Vertrauen in die Gesellschaft.

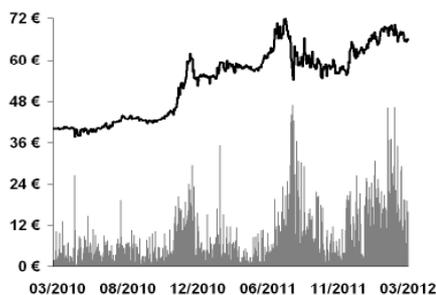
### Planzahlen an erhöhte Aktienzahl und neuen Ausblick adjustiert

Angesichts der erhöhten Aktienanzahl hat GESCO die Guidance für das Ergebnis je Aktie im laufenden Geschäftsjahr von bislang 7,28 auf 6,62 Euro angepasst. Entsprechend haben wir auch unsere Planzahl ceteris paribus auf einen minimal darüber liegenden Wert korrigiert. Weiterhin avisiert die Gesellschaft, dass bei der Ermittlung der Dividende für 2011/12 die erhöhte Aktienanzahl unberücksichtigt bleiben soll, um eine Verwässerung der Dividende je Aktie zu vermeiden. Wir behalten daher unsere Prognose einer Ausschüttung von 2,90 Euro je Aktie bei.

Für die beiden kommenden Geschäftsjahre berücksichtigen wir in unserer Gewinnreihe zum einen die erhöhte Liquidität, die das Finanzergebnis zunächst entlastet, und zum anderen die erhöhte Aktienanzahl, die in Summe zu einer Verwässerung beim Ergebnis je Aktie führt. Potenzielle Akquisitionen arbeiten wir grundsätzlich erst nach erfolgter Bekanntgabe in unserer Planzahlen ein.

Die zuletzt nach der Akquisition der WBL Holding angepassten Prognosen behalten wir bis zum operativen Ergebnis (EBIT) bei. Das Vorsteuerergebnis der beiden Folgejahre sollte aufgrund des geringeren Finanzierungsaufwandes nun etwas höher ausfallen. Der Gewinn je Aktie reduziert sich jedoch in 2012/13 auf 7,06 (bisher 7,55) Euro und in 2013/14 auf jetzt 7,17 (7,67) Euro. Entsprechend haben wir auch unsere Dividendenerwartung für die kommenden Jahre leicht reduziert.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	72,68 €	53,22 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	66,31 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	3.325.000	
<b>Streubesitz:</b>	88,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	220,5 Mio. €	



## Kennzahlen

	09/10	10/11	11/12e	12/13e
<b>Umsatz</b>	278	335	410	435
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	16,5	27,0	37,8	40,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	8,9	15,3	22,1	23,5
<i>bisher</i>	---	---	---	22,8
<b>Erg./Aktie</b>	2,95	5,05	6,63	7,06
<i>bisher</i>	---	---	7,30	7,55
<b>Dividende</b>	1,30	2,00	2,90	3,00
<i>bisher</i>	---	---	---	2,90
<b>KGV</b>	22,5	13,1	10,0	9,4
<b>Div.rendite</b>	2,0%	3,0%	4,4%	4,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

a.langhorst@gsc-research.de

### **Bewertung und Fazit**

Die Kapitalbeschaffung über eine sogenannte „kleine“ Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts hat GESCO in der Vergangenheit schon zweimal erfolgreich durchgeführt. Die Aktionäre können an dieser Art von Kapitalmaßnahme also nicht teilnehmen, so dass eine temporäre Verwässerung für ihre Anteile entsteht.

GESCO hat jedoch in der Vergangenheit bewiesen, dass die aufgenommenen Mittel in wertsteigernde Zukäufe investiert werden konnten und somit für alle Aktionäre vorteilhaft waren. Wir haben weiterhin Vertrauen in das bekannt konservative Management der Gesellschaft und glauben, dass in den kommenden Monaten weitere Akquisitionen bekannt gemacht werden.

Nach Vorlage der Neun-Monats-Zahlen und der Anpassung unserer Prognosezahlen im Zuge der Einarbeitung der WBL-Akquisition in die Planung hatten wir unser Kursziel für GESCO auf 80 Euro angehoben. Der Verwässerungseffekt aus der Kapitalerhöhung führt unter Berücksichtigung des reduzierten Zinsaufwandes nunmehr jedoch nur noch zu einem fairen Wert von 75 Euro, so dass wir unser Kursziel entsprechend wieder reduzieren.

Aufgrund des nur noch knapp 10-prozentigen Kurspotenzials senken wir unsere Einschätzung daher auf Halten. Unabhängig davon halten wir GESCO jedoch unverändert für ein grundsolides, langfristiges Value-Investment, so dass Kursschwächen als Kaufgelegenheiten genutzt werden sollten.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>GESCO AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.3.	2009/10		2010/11		2011/12e		2012/13e		2013/14e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>277,7</b>	<b>101,1%</b>	<b>335,2</b>	<b>97,8%</b>	<b>410,0</b>	<b>97,9%</b>	<b>435,0</b>	<b>99,3%</b>	<b>440,0</b>	<b>99,1%</b>
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%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>274,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>342,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>418,6</b>	<b>100%</b>	<b>438,0</b>	<b>100%</b>	<b>444,0</b>	<b>100%</b>
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%	
<b>EBITDA</b>	<b>27,2</b>	<b>9,9%</b>	<b>38,2</b>	<b>11,1%</b>	<b>49,4</b>	<b>11,8%</b>	<b>52,1</b>	<b>11,9%</b>	<b>52,8</b>	<b>11,9%</b>
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%	
<b>EBIT</b>	<b>16,5</b>	<b>6,0%</b>	<b>27,0</b>	<b>7,9%</b>	<b>37,8</b>	<b>9,0%</b>	<b>40,2</b>	<b>9,2%</b>	<b>40,8</b>	<b>9,2%</b>
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%	-2,0	-0,5%	-2,0	-0,5%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>14,0</b>	<b>5,1%</b>	<b>24,1</b>	<b>7,0%</b>	<b>34,8</b>	<b>8,3%</b>	<b>38,2</b>	<b>8,7%</b>	<b>38,8</b>	<b>8,7%</b>
Steuerquote	31,4%		31,8%		31,0%		32,0%		31,9%	
Ertragssteuern	4,4	1,6%	7,7	2,2%	10,8	2,6%	12,2	2,8%	12,4	2,8%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>9,6</b>	<b>3,5%</b>	<b>16,4</b>	<b>4,8%</b>	<b>24,0</b>	<b>5,7%</b>	<b>26,0</b>	<b>5,9%</b>	<b>26,4</b>	<b>6,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr	-59,5%		71,3%		46,0%		8,3%		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%
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>8,9</b>	<b>3,2%</b>	<b>15,3</b>	<b>4,4%</b>	<b>22,1</b>	<b>5,3%</b>	<b>23,5</b>	<b>5,4%</b>	<b>23,8</b>	<b>5,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr	-58,8%		71,4%		44,6%		6,5%		1,5%	
Anzahl der Aktien	3,017		3,020		3,325		3,325		3,325	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>2,95</b>		<b>5,05</b>		<b>6,63</b>		<b>7,06</b>		<b>7,17</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Stefan Heimöller	12,0%
Streubesitz	88,0%

## **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](mailto:gesco@gesco.de)

Internet: [www.gesco.de](http://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](mailto: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
21.02.2012	69,00 €	Kaufen	80,00 €
17.11.2011	57,20 €	Kaufen	75,00 €
15.08.2011	62,32 €	Kaufen	75,00 €
24.06.2011	62,50 €	Kaufen	80,00 €

## 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, 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](http://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.