

Akt. Kurs (30.11.2012, 09:20, Xetra): 65,74 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **75,00 (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.

## Anlagekriterien

### Halbjahreszahlen ohne große Überraschungen

GESCO hat vor wenigen Tagen die Zahlen für das erste Halbjahr des Geschäftsjahres 2012/13 (bis 31.3.) bekannt gegeben, die insgesamt im Rahmen unserer Erwartungen lagen. Wie prognostiziert ist zu erkennen, dass die Geschäftsentwicklung in eine leichte Beruhigungsphase eintrat. So erhöhten sich zwar die Umsätze noch um 4,5 Prozent auf 220,7 Mio. Euro. Die Auftragseingänge reduzierten sich jedoch um 3,6 Prozent auf 225,1 Mio. Euro. Hier muss aber berücksichtigt werden, dass zum einen der Vorjahreszeitraum von einer besonders hohen Nachfrage gezeichnet war und zum anderen die neuen Orders immer noch leicht über den erzielten Umsätzen liegen.

Zudem sind die Veränderungen im Konsolidierungskreis gegenüber dem Vorjahr zu beachten. Die Werkzeugbau-Laichingen Gruppe ging die vollen sechs Monate und die C.F.K. CNC Fertigungstechnik Krißfel mit einem Monat in die Ertragsrechnung des ersten Halbjahres ein. Die letzten beiden Übernahmen, Protomaster Riedel sowie Modell Technik, werden erst ab dem zweiten Halbjahr für sechs bzw. fünf Monate berücksichtigt. Dagegen ist die veräußerte Ackermann Fahrzeugbau nicht mehr im aktuellen Abschluss enthalten.

### Ergebnismarge unverändert auf hohem Niveau

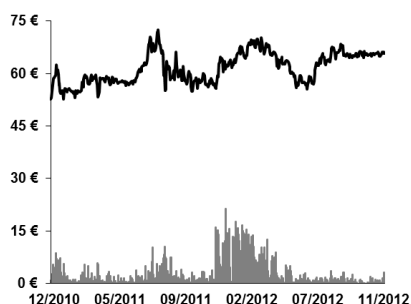
Das operative Ergebnis (EBIT) konnte GESCO ebenfalls steigern, allerdings mit einem Plus von 0,7 Prozent auf 20,2 Mio. Euro unterproportional zum Umsatzanstieg. Die EBIT-Marge liegt mit 9,1 Prozent folglich leicht unter dem sehr guten Vorjahreswert von 9,5 Prozent, jedoch unverändert auf einem sehr ansprechenden Niveau.

Den leichten Rückgang führen wir zum einen auf die starken Margen aus der Boomzeit des Vorjahres zurück, in der mehr die Lieferfähigkeit als die Preise bei den Kunden im Vordergrund standen. Zum anderen erhöhten sich durch die Investitionstätigkeit der einzelnen Tochtergesellschaften die Abschreibungen, die folglich das Ergebnis etwas stärker belasteten.

Bei einem leicht höheren Finanzaufwand sowie einer geringfügig schlechteren Steuerquote konnte der Periodenüberschuss nach Anteilen Dritter noch leicht von 11,6 auf 11,7 Mio. Euro verbessert werden. Geholfen hat hier auch der Rückgang der Drittanteile um 0,1 auf 0,9 Mio. Euro, der das Resultat schwächerer Beteiligungsergebnisse bei den Töchtern ist, an denen GESCO nicht volle 100 Prozent der Anteile hält.

Das Ergebnis je Aktie lag mit 3,52 Euro unter dem Vorjahreswert von 3,85 Euro, was auf die zwischenzeitlich durchgeführte Kapitalerhöhung und die damit einhergehende höhere Aktienanzahl zurückzuführen ist.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	71,02 €	55,50 €
Aktueller Kurs:	65,74 €	
Aktienzahl ges.:	3.325.000	
Streubesitz:	87,0%	
Marktkapitalis.:	218,6 Mio. €	



## Kennzahlen

	10/11	11/12	12/13e	13/14e
<b>Umsatz</b>	335	415	445	470
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	27,0	39,3	39,2	42,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	15,3	22,6	22,1	24,1
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	5,05	6,81	6,66	7,25
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	2,00	2,90	2,80	3,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	13,0	9,7	9,9	9,1
<b>Div.rendite</b>	3,0%	4,4%	4,3%	4,7%

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

### **Auftragseingang im dritten Quartal konsolidierungsbedingt über Vorjahr**

Die Eckdaten für das dritte Quartal 2012/13 zeigen bei den Auftragseingängen ein Plus auf 112 (Vj. 104) Mio. Euro. GESCO selber gibt nicht an, welcher Anteil dieses Anstieges auf die zugekauften Beteiligungen zurückzuführen ist. Wir gehen jedoch davon aus, dass diese einen Großteil davon ausmachen. Entsprechend der bereits oben erwähnten Konsolidierungseffekte erhöhte sich auch der Konzernumsatz auf rund 114 (98) Mio. Euro.

Das Book-to-Bill-Ratio liegt demnach nur geringfügig unter 1, was zumindest auf Gruppenbasis eine hohe Auslastung der kommenden Monate verspricht. Ein abrupter Einbruch der Geschäftstätigkeit lässt sich aus diesen Kennzahlen jedenfalls nicht erkennen.

### **Gesamtjahresausblick bestätigt**

Aufgrund der im Sommer getätigten Übernahmen hatte das Management bereits im Rahmen der Berichterstattung zum zweiten Quartal die Umsatzplanung für das laufende Geschäftsjahr angehoben. Aktuell bestätigt der Vorstand den Zielumsatz von 438 Mio. Euro sowie die Erwartung eines Konzernüberschusses nach Drittanteilen von 20,5 Mio. Euro.

In Bezug auf die Ergebnisseite verweist GESCO jedoch auf eine etwas verhaltene Geschäftsentwicklung bei einzelnen bestehenden Tochtergesellschaften. Diese wird in der Gesamtjahresplanung aber durch einen höheren als bislang geplanten Ergebnisbeitrag der in den letzten 12 Monaten akquirierten Beteiligungen ausgeglichen.

Aufgrund der bestätigten Unternehmensplanung sehen wir derzeit keinen Anlass, unsere eigenen Prognosen überarbeiten zu müssen. Auch für die beiden kommenden Geschäftsjahre nehmen wir aktuell keine Adjustierungen vor.

### **Bewertung und Fazit**

Die vorgelegten Zahlen zum ersten Halbjahr beinhalteten für uns keine sonderlichen Überraschungen. Wie bereits nach dem ersten Quartal zu erkennen war, machen sich auch bei GESCO die schwachen allgemeinen Wirtschaftsdaten langsam in den Unternehmensdaten einzelner Beteiligungen bemerkbar. Gleichwohl glauben wir unverändert, dass es in den kommenden Monaten nicht zu einem heftigen Einbruch der Geschäftstätigkeit kommen wird.

Darüber hinaus operieren die meisten Beteiligungsunternehmen in Nischenmärkten, in denen sie über eine Marktstellung verfügen, die es erlaubt, höhere Margen durchzusetzen. Mit der gesunden Mischung aus früh- und spätzyklischem Geschäft sollte sich der GESCO-Konzern als Ganzes damit wie schon in der Vergangenheit zu einem gewissen Grad vom allgemeinen Konjunktur-trend abheben können.

Vor dem Hintergrund der unveränderten Gewinnreihe behalten wir unser Kursziel für die GESCO-Aktie mit 75 Euro bei. Ebenso bestätigen wir unsere Empfehlung mit Kaufen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>GESCO AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.3.	2010/11		2011/12		2012/13e		2013/14e		2014/15e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>335,2</b>	<b>97,8%</b>	<b>415,4</b>	<b>96,6%</b>	<b>445,0</b>	<b>98,5%</b>	<b>470,0</b>	<b>98,9%</b>	<b>480,0</b>	<b>99,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr	20,7%		23,9%		7,1%		5,6%		2,1%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	2,9	0,8%	10,0	2,3%	3,0	0,7%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Sonstige betriebliche Erträge	4,8	1,4%	4,6	1,1%	4,0	0,9%	4,0	0,8%	4,0	0,8%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>342,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>430,1</b>	<b>100%</b>	<b>452,0</b>	<b>100%</b>	<b>475,0</b>	<b>100%</b>	<b>485,0</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr	24,9%		25,4%		5,1%		5,1%		2,1%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	180,2	52,6%	231,3	53,8%	244,1	54,0%	256,0	53,9%	261,4	53,9%
Veränderung zum Vorjahr	32,8%		28,4%		5,5%		4,9%		2,1%	
Personalaufwand	86,2	25,1%	97,3	22,6%	102,6	22,7%	107,8	22,7%	110,1	22,7%
Veränderung zum Vorjahr	8,7%		12,8%		5,5%		5,1%		2,1%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	38,3	11,2%	50,1	11,7%	53,3	11,8%	55,6	11,7%	56,7	11,7%
Veränderung zum Vorjahr	18,1%		30,9%		6,4%		4,2%		2,1%	
<b>EBITDA</b>	<b>38,2</b>	<b>11,1%</b>	<b>51,3</b>	<b>11,9%</b>	<b>52,0</b>	<b>11,5%</b>	<b>55,6</b>	<b>11,7%</b>	<b>56,7</b>	<b>11,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr	40,4%		34,5%		1,2%		6,9%		2,1%	
Abschreibungen	11,2	3,3%	12,1	2,8%	12,8	2,8%	13,3	3,1%	13,3	3,1%
Veränderung zum Vorjahr	4,9%		7,6%		6,0%		3,9%		0,0%	
<b>EBIT</b>	<b>27,0</b>	<b>7,9%</b>	<b>39,3</b>	<b>9,1%</b>	<b>39,2</b>	<b>8,7%</b>	<b>42,3</b>	<b>8,9%</b>	<b>43,4</b>	<b>9,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr	63,4%		45,7%		-0,2%		7,9%		2,8%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-2,9	-0,8%	-3,4	-0,8%	-3,2	-0,7%	-3,3	-0,7%	-3,3	-0,7%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>24,1</b>	<b>7,0%</b>	<b>35,8</b>	<b>8,3%</b>	<b>36,0</b>	<b>8,0%</b>	<b>39,0</b>	<b>8,2%</b>	<b>40,1</b>	<b>8,3%</b>
Steuerquote	31,8%		31,1%		31,5%		31,5%		31,5%	
Ertragssteuern	7,7	2,2%	11,1	2,6%	11,3	2,5%	12,3	2,6%	12,6	2,6%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>16,4</b>	<b>4,8%</b>	<b>24,7</b>	<b>5,7%</b>	<b>24,6</b>	<b>5,5%</b>	<b>26,7</b>	<b>5,6%</b>	<b>27,5</b>	<b>5,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr	71,3%		50,2%		-0,2%		8,3%		3,0%	
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.)	1,2	0,3%	2,1	0,5%	2,5	0,6%	2,6	0,5%	2,6	0,5%
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>15,3</b>	<b>4,4%</b>	<b>22,6</b>	<b>5,3%</b>	<b>22,1</b>	<b>4,9%</b>	<b>24,1</b>	<b>5,1%</b>	<b>24,9</b>	<b>5,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr	71,4%		48,4%		-2,2%		8,8%		3,3%	
Anzahl der Aktien	3,020		3,325		3,325		3,325		3,325	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>5,05</b>		<b>6,81</b>		<b>6,66</b>		<b>7,25</b>		<b>7,49</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Stefan Heimöller	13,0%
Streubesitz	87,0%

## **Termine**

Februar 2013	Veröffentlichung der Zahlen für die ersten neun Monate (01.04.-31.12.2012)
11. Juni 2013	Bilanzpresse- und Analystenkonferenz

## **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
21.08.2012	65,71 €	Kaufen	75,00 €
13.07.2012	63,50 €	Kaufen	75,00 €
07.06.2012	57,02 €	Kaufen	75,00 €
28.03.2012	66,31 €	Halten	75,00 €
21.02.2012	69,00 €	Kaufen	80,00 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2012):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	60,9%	68,4%
Halten	34,8%	31,6%
Verkaufen	4,3%	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.