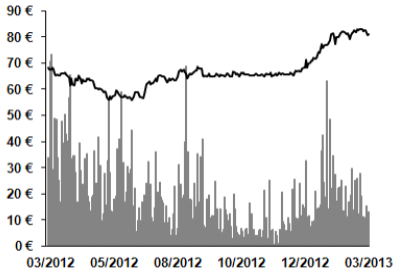
11.03.2013 **GESCO AG**

Akt. Kurs *(11.03.2013, 12:06, Xetra)*: 78,06 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **80,00 (75,00) EUR**

Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Land	Deutschland
ISIN:	DE000A1K0201
Reuters:	GSC1n.DE
Bloomberg:	GSC1:GR

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	83,45 €	55,25 €
Aktueller Kurs:	78,06 €	
Aktienzahl ges.:	3.325.000	
Streubesitz:	87,0%	
Marktkapitalis.:	259,5 Mio. €	



Kennzahlen

	10/11	11/12	12/13e	13/14e
Umsatz	335	415	438	460
bisher	---	---	*445*	*470*
EBIT	27,0	39,3	36,9	38,5
bisher	---	---	*39,2*	*42,3*
Jahresüb.	15,3	22,6	20,6	21,4
bisher	---	---	*22,1*	*24,1*
Erg./Aktie	5,05	6,81	6,20	6,43
bisher	---	---	*6,66*	*7,25*
Dividende	2,00	2,90	2,80	3,10
bisher	---	---	*2,50*	---
KGV	15,5	11,5	12,6	12,1
Div.rendite	2,6%	3,7%	3,6%	4,0%

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

Analyst:
Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 26
Fax: 0211 / 17 93 74 – 44
a.langhorst@gsc-research.de

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

Geschäftsverlauf nach neun Monaten mit deutlicher Beruhigung

Mitte Februar hat GESCO die Zahlen für die ersten drei Quartale des Geschäftsjahres 2012/13 (bis 31.3.) bekanntgegeben. Diese sind zum einen von den Zukäufen der vergangenen zwölf Monate und zum anderen von einem teilweise rückläufigen Geschäftsverlauf bestehender Beteiligungen geprägt.

Während sich die Umsätze nach neun Monaten noch um 8,3 Prozent auf 335,0 Mio. Euro erhöhten, lagen die Auftragseingänge mit 337,1 Mio. Euro nur noch auf Vorjahresniveau, jedoch immer noch leicht über den erzielten Erlösen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass rund die Hälfte des Umsatzanstiegs auf die erstmals konsolidierten neuen Beteiligungen zurückzuführen ist. Das organische Wachstum lag dementsprechend bei 5,6 Prozent.

Beim Blick auf die stabilen Auftragseingänge ist eine Beruhigung im Geschäftsverlauf zu erkennen, da hier Rückgänge der bestehenden Beteiligungen lediglich durch die Veränderung im Konsolidierungskreis ausgeglichen werden konnte. Wir schätzen den rein organischen Rückgang bei den neuen Aufträgen auf etwa 3 Prozent.

Ergebnis steigt nur unterproportional

Die Beruhigung des Geschäftsverkaufs wirkt sich sukzessive auch auf die Ergebnismargen aus, da noch in den Vorquartalen erzielte Skaleneffekte durch ein teilweise geringeres Umsatzniveau auf Ebene der einzelnen Beteiligungen verloren gehen. Darüber hinaus machen sich auch die Effekte aus der Erstkonsolidierung bemerkbar. Hier werden bei GESCO regelmäßig in den ersten ein bis zwei Jahren nach erfolgten Übernahmen erhöhte Aufwendungen und Abschreibungen verbucht, so dass die Ergebnisbeiträge von zugekauften Gesellschaften in den ersten beiden Jahren nach Gruppenzugehörigkeit nur unterdurchschnittlich ausfallen.

Demzufolge erhöhte sich das operative Ergebnis (EBIT) nur um 2,5 Prozent auf 30,1 Mio. Euro. Infolge der ausgeweiteten Verschuldung stieg der Zinsaufwand, so dass sich das Finanzergebnis leicht auf minus 2,5 (Vj. -2,2) Mio. Euro verschlechterte. Der Steueraufwand erhöhte sich dagegen um 0,8 auf 9,1 Mio. Euro, wobei der Vorjahreswert positiv durch einen Einmaleffekt in Höhe von 0,7 Mio. Euro beeinflusst war. Als Folge blieb der Periodenüberschuss nach Anteilen Dritter mit 17,0 Mio. Euro knapp unter dem Vorjahreswert von 17,4 Mio. Euro zurück. Infolge der erhöhten Aktienzahl aufgrund der im letzten Jahr durchgeführten Kapitalerhöhung reduzierte sich der Gewinn je Aktie überproportional von 5,77 auf 5,12 Euro.

Jahresprognose bestätigt

Für das abschließende Quartal, das die operative Geschäftsentwicklung der Tochtergesellschaften der Monate Oktober bis Dezember umfasst, prognostiziert das Management ein Umsatzniveau von leicht über 100 (Vj. 106,2) Mio. Euro und bestätigt gleichzeitig für das Gesamtjahr 2012/13 die Erlösplanung von 438 Mio. Euro. Zur Zielerreichung müsste GESCO im vierten Quartal demnach 103 Mio. Euro Umsatz verbuchen, so dass wir davon ausgehen, dass der Konzern hier eine Punktlandung abliefern wird.

Für den Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter plant die Gesellschaft unverändert einen Wert von 20,5 Mio. Euro. Dies würde einen deutlichen Ergebnisrückgang im Abschlussquartal gegenüber dem Vorjahreszeitraum bedeuten. Hier machen sich die noch fehlenden Ergebnisbeiträge der neu konsolidierten Gesellschaften, geringere Skaleneffekte der bestehenden Beteiligungen sowie erhöhte Abschreibungen und Finanzierungskosten bemerkbar. Dennoch glauben wir, dass GESCO wie gewohnt die eigene Planung leicht übertreffen wird.

Hinsichtlich der Auftragseingänge des laufenden vierten Quartals berichtete das Management von einem Wert von lediglich rund 100 (101,9) Mio. Euro. Wir gehen davon aus, dass der Konsolidierungseffekt der neuen Beteiligungen rund 10 Mio. Euro beträgt. Demnach muss gegenüber dem Vorjahr im Abschlussquartal mit einem organischen Rückgang neuer Aufträge von etwa einem Zehntel gerechnet werden.

Der Blick auf den Auftragsbestand von etwa 200 Mio. Euro, bei dem wir den Beitrag der neuen Gesellschaften auf rund ein Viertel schätzen, zeigt unseres Erachtens, dass zwar eine lediglich stabile Entwicklung, nicht jedoch ein abrupter Einbruch des Geschäfts zu erwarten ist. Dies wird auch dadurch unterstrichen, dass GESCO lediglich von schwächeren Kundennachfragen einzelner Töchter beziehungsweise verzögerten Auftragsvergaben und einer generell gestiegenen Unsicherheit der Kunden berichtete.

Geplante Änderungen im Aufsichtsrat

Im Rahmen der Berichterstattung zum dritten Quartal 2012/13 avisierte GESCO eine Änderung im Aufsichtsrat nach der nächsten Hauptversammlung. Der größte Aktionär der Gesellschaft, der Unternehmer Stefan Heimöller (13 Prozent Stimmrechtsanteil), soll dem langjährigen Vorstand und Aufsichtsrat Willi Back folgen. Rolf-Peter Rosenthal wird voraussichtlich nach Ende der Wahlperiode in 2015 aus dem Gremium ausscheiden, wohingegen Klaus Möllerfriedrich als Gründer der GESCO AG und langjähriger Aufsichtsratsvorsitzender in 2015 erneut kandidieren will.

Wir begrüßen diesen geplanten Wechsel, da es ansonsten in 2015 mit dem Ausscheiden der zwei langjährigen Aufsichtsratsmitglieder Back und Rosenthal zu einem plötzlichen Know-how-Verlust gekommen wäre. Darüber hinaus sollte Herr Heimöller als aktuell operativ tätiger Unternehmer wichtiges fachliches Wissen einbringen können.

Anpassung der GSC-Schätzungen

Auf Basis des Quartalsberichts haben wir unsere Prognosen für 2012/13 überarbeitet. Demgemäß nehmen wir unsere Umsatzerwartung von 445 auf 438 Mio. Euro zurück. Dies führt zusammen mit adjustierten Aufwandspositionen zu einem reduzierten Ergebnis je Aktie von 6,20 (bisher 6,66) Euro.

Auch für das kommende Geschäftsjahr passen wir unsere Schätzungen dem leicht eingetrübten Geschäftsumfeld der einzelnen Beteiligungsgesellschaften an. Statt eines Umsatzes von 470 Mio. Euro rechnen wir nunmehr nur noch mit 460 Mio. Euro. Dabei gehen wir davon aus, dass eine anziehende Konjunktur zu einem etwas stärkeren zweiten Halbjahr führen sollte. Da wir nunmehr den vollen Ergebnisbeitrag der neuen Gesellschaften erst für das Geschäftsjahr 2014/15 erwarten, reduzieren wir für 2013/14 auch unsere Gewinnschätzung je Aktie von 7,25 auf 6,43 Euro.

Für 2014/15 rechnen wir damit, dass die Konjunktur wieder mehr Fahrt aufnimmt. Zudem sollten dann die in den letzten zwölf Monaten akquirierten Gesellschaften im Durchschnitt die gruppenweiten Ergebnismargen erzielen. Folglich erhöhen wir unsere Umsatzschätzung hier leicht von 480 auf 485 Mio. Euro. Beim Ergebnis je Aktie prognostizieren wir dementsprechend eine Steigerung auf 7,58 (bisher 7,49) Euro.

Bewertung und Fazit

Die vorgelegten Zahlen für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres 2012/13 (bis 31.3.) lagen insgesamt im Rahmen unserer Erwartungen, da das Management bereits seit einigen Quartalen die nun offensichtliche Beruhigung des Geschäftsgangs sowie die Normalisierung der Ergebnismargen prognostiziert hatte. Angesichts der aktuellen makroökonomischen Rahmendaten sowie der GESCO-spezifischen Auftragszahlen erwarten wir keinen heftigen Einbruch der Geschäftstätigkeit in den kommenden Monaten.

Die generell breite Aufstellung der Gruppe sollte dafür sorgen, dass schwächere Ergebnisse von einzelnen Tochtergesellschaften durch andere Beteiligungen ausgeglichen werden können. Hierzu sollte auch die Nischenmarktstrategie der meisten Beteiligungsunternehmen beitragen.

Angesichts unserer leicht angehobenen Gewinnschätzung für 2014/15 sowie der gestiegenen Bewertung der Vergleichsunternehmen hat sich der faire Wert der GESCO-Aktie von zuletzt 75 auf nunmehr 80 Euro je Aktie erhöht. Vor dem Hintergrund des deutlichen Kursanstiegs seit Jahresanfang reduzieren wir jedoch unsere Empfehlung von Kaufen auf Halten.

Gewinn- und Verlustrechnung

GESCO AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.3.	2010/11		2011/12		2012/13e		2013/14e		2014/15e	
Umsatzerlöse	**335,2**	**97,8%**	**415,4**	**96,6%**	**438,0**	**97,1%**	**460,0**	**97,9%**	**485,0**	**98,0%**
Veränderung zum Vorjahr	20,7%		23,9%		5,4%		5,0%		5,4%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	2,9	0,8%	10,0	2,3%	8,0	1,8%	5,0	1,1%	5,0	1,0%
Sonstige betriebliche Erträge	4,8	1,4%	4,6	1,1%	5,0	1,1%	5,0	1,1%	5,0	1,0%
Gesamtleistung	**342,9**	**100%**	**430,1**	**100%**	**451,0**	**100%**	**470,0**	**100%**	**495,0**	**100%**
Veränderung zum Vorjahr	24,9%		25,4%		4,9%		4,2%		5,3%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	180,2	52,6%	231,3	53,8%	243,5	54,0%	253,3	53,9%	265,8	53,7%
Veränderung zum Vorjahr	32,8%		28,4%		5,3%		4,0%		4,9%	
Personalaufwand	86,2	25,1%	97,3	22,6%	102,4	22,7%	106,7	22,7%	111,9	22,6%
Veränderung zum Vorjahr	8,7%		12,8%		5,2%		4,2%		4,9%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	38,3	11,2%	50,1	11,7%	53,2	11,8%	54,5	11,6%	56,4	11,4%
Veränderung zum Vorjahr	18,1%		30,9%		6,2%		2,4%		3,5%	
EBITDA	**38,2**	**11,1%**	**51,3**	**11,9%**	**51,9**	**11,5%**	**55,5**	**11,8%**	**60,9**	**12,3%**
Veränderung zum Vorjahr	40,4%		34,5%		1,0%		6,9%		9,8%	
Abschreibungen	11,2	3,3%	12,1	2,8%	15,0	3,3%	17,0	3,6%	17,1	3,5%
Veränderung zum Vorjahr	4,9%		7,6%		24,3%		13,3%		0,6%	
EBIT	**27,0**	**7,9%**	**39,3**	**9,1%**	**36,9**	**8,2%**	**38,5**	**8,2%**	**43,8**	**8,8%**
Veränderung zum Vorjahr	63,4%		45,7%		-6,1%		4,3%		13,8%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-2,9	-0,8%	-3,4	-0,8%	-3,4	-0,8%	-3,6	-0,8%	-3,3	-0,7%
Ergebnis vor Steuern	**24,1**	**7,0%**	**35,8**	**8,3%**	**33,5**	**7,4%**	**34,9**	**7,4%**	**40,5**	**8,2%**
Steuerquote	31,8%		31,1%		31,5%		31,5%		31,3%	
Ertragssteuern	7,7	2,2%	11,1	2,6%	10,5	2,3%	11,0	2,3%	12,7	2,6%
Jahresüberschuss	**16,4**	**4,8%**	**24,7**	**5,7%**	**22,9**	**5,1%**	**23,9**	**5,1%**	**27,8**	**5,6%**
Veränderung zum Vorjahr	71,3%		50,2%		-7,2%		4,2%		16,5%	
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%	2,3	0,5%	2,5	0,5%	2,6	0,5%
Bereinigter Jahresüberschuss	**15,3**	**4,4%**	**22,6**	**5,3%**	**20,6**	**4,6%**	**21,4**	**4,5%**	**25,2**	**5,1%**
Veränderung zum Vorjahr	71,4%		48,4%		-8,9%		3,7%		17,9%	
Anzahl der Aktien	3,020		3,325		3,325		3,325		3,325	
Gewinn je Aktie	**5,05**		**6,81**		**6,20**		**6,43**		**7,58**	

Aktionärsstruktur

Stefan Heimöller	13,0%
Streubesitz	87,0%

Termine

11. Juni 2013	Bilanzpresse- und Analystenkonferenz
August 2013	Zahlen erstes Quartal 2013/14 (01.04.-30.06.2013)
25. Juli 2013	Ordentliche Hauptversammlung
November 2013	Halbjahresfinanzbericht 2013/14 (01.04.-30.09.2013)

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
30.11.2012	65,74 €	Kaufen	75,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2012):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	57,1%	58,8%
Halten	38,1%	41,2%
Verkaufen	4,8%	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), 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.