

Gesco AG

Zusammenfassung

- **Dynamik nimmt ab:** Im zweiten Quartal 2012/13 hat die Gesco-Gruppe die Erlöse um 2,2 Prozent auf 113,9 Mio. Euro gesteigert, das EBIT reduzierte sich derweil um 3,3 Prozent auf 10,3 Mio. Euro. Nach einer konzernweit sehr dynamischen Wachstumsphase berichten nun einige Töchter von einer Beruhigung der Geschäftsentwicklung.
- **Zukäufe sorgen für Zuwächse:** Im dritten Quartal 2012/13, das die operative Entwicklung der Töchter zwischen Juli und September widerspiegelt, liegen Umsatz (114 Mio. Euro, +16,3 Prozent) und Auftragseingang (112 Mio. Euro, +8,1 Prozent) wieder deutlicher über dem Vorjahr. Maßgeblichen Anteil daran haben vier Akquisitionen, die Gesco seit Dezember 2011 getätigt hat.
- **Prognose bekräftigt:** Das Management sieht die Gesellschaft in Summe gut auf Kurs und hat für das Geschäftsjahr 2012/13 die Prognose bekräftigt. Der zufolge soll bei einem Umsatz von 438 Mio. Euro ein Nettogewinn von 20,5 Mio. Euro erwirtschaftet werden.
- **Günstig bewertet:** Obwohl Gesco nah am Allzeithoch notiert, ist die Bewertung mit einem KGV von 8,7 moderat. Unser Bewertungsmodell signalisiert einen fairen Wert von 93,28 Euro.

Kaufen (unverändert)

Kursziel

93,28 Euro

Aktueller Kurs

65,00 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	66,90	68,90	71,70
Tief (Euro)	64,99	64,10	55,00
Performance	-1,59%	+1,72%	+12,17%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	133.409	254.020	497.903

Stammdaten

ISIN / WKN	DE000A1K0201 / A1K020
Branche	Beteiligungsgesellschaft
Sitz der Gesellschaft	Wuppertal
Internet	www.gesco.de
Ausstehende Aktien	3,325 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	März 1998
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	216,1 Mio. Euro
Free Float	87 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.03.)	2010/11	2011/12	2012/13e	2013/14e		
Umsatz (Mio. Euro)	335,2	415,4	442,0	455,3	CAGR Umsatz 10-13 (e)	10,7%
Umsatzwachstum	20,7%	23,9%	6,4%	3,0%	CAGR EBIT 10-13 (e)	10,5%
EBIT (Mio. Euro)	27,0	39,3	38,0	36,4	CAGR EpS 10-13 (e)	7,4%
EBIT-Marge	8,0%	9,5%	8,6%	8,0%		
EpS	5,05	7,44	6,58	6,26	Enterprise Value (Mio. Euro)	296,2
Dividende je Aktie	2,00	2,90	2,50	2,50	Buchwert (Mio. Euro)	146,7
KUV	0,64	0,52	0,49	0,47	EV / Umsatz 12 (e)	0,7
KGv	12,9	8,7	9,9	10,4	EV / EBIT 12 (e)	7,8
Dividendenrendite	3,1%	4,5%	3,8%	3,8%	Kurs / Buchwert	1,5

Jüngste Geschäftsentwicklung

Beruhigung nach starkem Wachstum

Nach einer phasenweise sehr dynamischen Entwicklung in den letzten anderthalb Jahren berichten mehrere Tochterunternehmen der Mittelstandsholding Gesco nun von einer Beruhigung der Geschäftsentwicklung. Trotzdem fallen die aggregierten Zahlen auf der Konzernebene weiterhin beachtlich aus. Im zweiten Quartal 2012/13 (per Ende September), das die operative Entwicklung der Töchter von April bis Juni widerspiegelt, erhöhten sich die Erlöse um 2,2 Prozent auf 113,9 Mio. Euro. Wachstumstreiber waren einmal mehr die Gesellschaften der größeren Sparte Werkzeug- und Maschinenbau, die in Summe um 5,3 Prozent auf 106,6 Mio. Euro expandierten. Demgegenüber waren die Erlöse im Bereich Kunststoff-Technik mit 7,2 Mio. Euro (-29,1 Prozent) deutlich rückläufig.

Unterschiedliche EBIT-Entwicklung in den Sparten

Dies ist aber maßgeblich darauf zurückzuführen, dass zwischenzeitlich die Tochter Ackermann Fahrzeugbau verkauft wurde und daher aktuell nur noch zwei Unternehmen zur Sparte Kunststoff-Technik zählen. Während die Erlösbasis durch die Transaktion geschmälert wurde, hat die Marge in dem Segment erheblich profitiert. Die beiden Gesellschaften erzielten im zweiten Quartal ein EBIT von 1,22 Mio. Euro und damit 16,1 Prozent mehr als im Vorjahr. Die operative Marge der Sparte erhöhte sich infolgedessen binnen Jahresfrist von 10,4 auf 17,1 Prozent. Im Bereich Werkzeug- und Maschinenbau reduzierte sich das EBIT im zweiten Quartal hingegen von 11,9 auf 10,4 Mio. Euro, hier dürften sich auch die zum Teil etwas schwieriger gewordenen Marktbedingungen widerspiegeln.

Nettoergebnis zuletzt leicht rückläufig

Insgesamt bewegte sich das Konzern-EBIT mit 10,3 Mio. Euro im zweiten Quartal um 3,3 Prozent unter dem Vorjahresniveau, u.a. auch wegen den überproportional um 13,6 Prozent auf 3,29 Mio. Euro gestiegenen Abschreibungen. Diese sind einerseits Resultat der erhöhten Investitionsaktivitäten in den Vorjahren, andererseits aber auch auf die jüngsten Zukäufe zurückzuführen. Denn Gesco hat seit Dezember 2011 vier neue Unternehmen akquiriert, deren Erstkonsolidierung hier für zusätzliche Aufwendungen sorgt. In Verbindung mit einem etwas schwächeren Finanzergebnis sorgte das auch für einen rückläufigen Nettoüberschuss nach Anteilen Dritter (-5 Prozent auf 5,9 Mio. Euro). Die nachfolgende Tabelle zeigt einen Überblick zur Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen im zweiten Quartal sowie im ersten Halbjahr.

	Q2 11/12	Q2 12/13	Änderung	6M 11/12	6M 12/13	Änderung
Aufträge	117,6	108,0	-8,2%	233,5	225,1	-3,6%
Umsatz	111,5	113,9	+2,2%	211,1	220,7	+4,5%
EBITDA	13,5	13,6	+0,3%	25,8	26,5	+2,9%
EBIT	10,6	10,3	-3,3%	20,0	20,2	+0,7%
Überschuss	6,2	5,9	-5,0%	11,6	11,7	+0,3%

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Ausblick

Akquisitionen sorgen für Wachstum

Während Neuerwerbungen wegen der Konsolidierungseffekte in der Regel erst in späteren Geschäftsjahren einen spürbaren Beitrag zum Konzerngewinn leisten, profitiert die Gruppe auf der Erlösseite unmittelbar von den Zukäufen. Im dritten Quartal (per Ende Dezember), das die operative Entwicklung der Töchter zwischen Juli und September widerspiegelt, hat sich der Konzernumsatz nach vorläufigen Daten wieder um 16,3 Prozent auf 114 Mio. Euro erhöht. Etwa die Hälfte der Steigerung ist auf die Erfassung der gekauften Unternehmen zurückzuführen (saldiert mit den entfallenen Erlösen von Ackermann). Beim Auftragseingang, der sich binnen Jahresfrist um 8,1 Prozent auf 112 Mio. Euro erhöhte, waren die Akquisitionen sogar für drei Viertel des Wachstums verantwortlich.

Prognose bekräftigt

Dies hatte der Vorstand so auch antizipiert, weswegen die Jahresprognose – ein Umsatz von 438 Mio. Euro und ein Ergebnis nach Anteilen Dritter von 20,5 Mio. Euro – bekräftigt wurde. Auch darüber hinaus äußerte sich das Management optimistisch zu den weiteren Perspektiven. Mehreren Töchtern bieten sich selbst im aktuell schwierigen Umfeld aussichtsreiche Expansionsmöglichkeiten, weswegen Gesco weiter selektiv in Kapazitätserweiterungen investiert.

Leichte Modifizierung der Schätzungen

Unter der Annahme, dass sich die aktuelle Eintrübung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht zu einer langen und tiefen Rezession in Deutschland entwickelt, gehen wir davon aus, dass Gesco weiter auf dem Expansionspfad bleibt. Für die aktuelle Finanzperiode haben wir die Umsatz- und Gewinnschätzung nach den jüngsten Zahlen leicht von 440 auf 442 Mio. Euro resp. von 21,6 auf 21,9 Mio. Euro angehoben. Für 2013/14 rechnen wir weiterhin mit einem moderaten Wachstum von 3 Prozent, haben aber als Reaktion auf das schwierige Umfeld die Prognose für die Nettomarge von 5,0 auf 4,6 Prozent zurückgenommen, im Anschluss sollte sie aber wieder auf 4,7 Prozent ansteigen (u.a., weil sich die Akquisitionen dann positiv auf die Rendite auswirken). Die übrigen Schätzungen zu den Wachstumsraten und Margen sind unverändert. Die nachfolgende Tabelle zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen in den nächsten acht Jahren:

	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20
Erlöse (Mio. Euro)	442,0	455,3	468,9	483,0	497,5	512,4	527,8	543,6
Erlöswachstum		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Nettorendite	4,9%	4,6%	4,7%	4,5%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%
Gewinn (Mio. Euro)	21,9	20,8	22,0	21,7	21,4	21,5	22,2	22,8
Gewinnwachstum		-4,8%	5,8%	-1,4%	-1,6%	0,6%	3,0%	3,0%

Fairer Wert jetzt 93,28 Euro je Aktie

Im Anschluss an den hier dargestellten Detailprognosezeitraum kalkulieren wir unverändert mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent. Unter Zugrundelegung eines Eigenkapitalkostensatzes von 8,9 Prozent (bestehend aus dem Mittelwert der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere von 2,5 Prozent, der Risikoprämie für Aktien von 5,3 Prozent und dem Betafaktor von 1,2) resultiert hieraus ein fairer Unternehmenswert von 310,2 Mio. Euro oder 93,28 Euro je Aktie. In Relation zum aktuellen Kurs konstatieren wir damit ein Aufwärtspotenzial von 43 Prozent.

Sensitivitätsanalyse

Das Ergebnis der Wertermittlung haben wir einer Sensitivitätsanalyse unterzogen. Bei einer Variation der Parameter „Diskontierungszins“ (von 7,9 bis 9,9 Prozent) und „ewiges Wachstum“ (von 1 bis 3 Prozent) schwankt das Kursziel zwischen 76,60 und 123,29 Euro je Aktie.

		„ewiges“ Wachstum				
Diskontierungszins		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
	7,9%	97,78 EUR	102,66 EUR	108,36 EUR	115,13 EUR	123,29 EUR
	8,4%	91,41 EUR	95,50 EUR	100,23 EUR	105,77 EUR	112,34 EUR
	8,9%	85,84 EUR	89,31 EUR	93,28 EUR	97,88 EUR	103,26 EUR
	9,4%	80,94 EUR	83,91 EUR	87,27 EUR	91,13 EUR	95,60 EUR
	9,9%	76,60 EUR	79,15 EUR	82,03 EUR	85,30 EUR	89,05 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Gesco hat in den letzten Quartalen nicht nur hervorragende Resultate erwirtschaftet, sondern durchaus auch mutig agiert. Trotz der Eintrübung der Konjunkturperspektiven wurden gleich vier Unternehmen erworben, die schwerpunktmäßig Kunden aus der Automobilindustrie beliefern. Aktuell stützt insbesondere die Entwicklung der neuen Töchter das Wachstum der Gruppe, und der Vorstand sieht bislang keine Anzeichen für eine deutliche Verschlechterung der Perspektiven. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Umsatz- und Gewinnschätzung für die Finanzperiode 2012/13 nochmals leicht angehoben. Das Unternehmen bleibt mit einem KGV von 8,7 und einer Dividendenrendite von 3,8 Prozent günstig bewertet, weshalb wir unsere Kaufempfehlung bekräftigen.

Anhang

1. Offenlegung gemäß § 20a WpHG

Wir weisen darauf hin, dass der Auftraggeber dieser Studie oder ihm nahestehende Personen bzw. Unternehmen Aktien des besprochenen Unternehmens halten. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass unsere mittel- oder unmittelbaren Auftraggeber demnächst Aktien des besprochenen Unternehmens verkaufen wollen und daher an einer Kurs- oder Umsatzsteigerung interessiert sind.

2. Angaben gemäß § 34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. **Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:**

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des Emittenten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse ist im Auftrag eines Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 3) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt.
- 4) Die Performaxx Research GmbH oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 5) An der Erstellung mitwirkende Personen oder Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 7) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).
- 8) Sonstige potenzielle Interessenkonflikte: -

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 2), 3)

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um **Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum**. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des

Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z.B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Die vorliegende Studie wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung vorgelegt und danach geändert. Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
09.07.2012	62,00 Euro	Kaufen
23.02.2012	69,51 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil

- „Kaufen“ ein erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent,
- „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent,
- „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent,
- „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Allgemeine Hinweise zu den angewandten Bewertungsmethoden und zu deren Sensitivität finden Sie auf unserer Website unter folgendem Link:

http://www.performaxx.de/unternehmen_haftungsausschluss.php

3. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung.

Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.

4. Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de