

Gesco (SDAX)

Fünftes Rekordergebnis in Folge erwartet, dennoch bleibt der Börsenwert niedrig

Zu den wenigen Gesellschaften, die trotz der seit einem Jahr andauernden Baisse, besonders der Nebenwerte, an der Börse nicht verloren, sondern gewonnen haben, gehört die Wuppertaler Beteiligungsgesellschaft Gesco AG.

Vor einem Jahr schrieben wir in NJ 8/07 bei einem Kurs von € 49,27, nachdem die Aktie zuvor ein Jahr lang zu Kursen knapp unter € 40 gehandelt worden war: „Beteiligungsgesellschaft wächst und wächst, erneutes Rekordergebnis zu erwarten.“ Diese Aussage traf auch für das am 31.03. beendete Geschäftsjahr 2007/08 zu.

Extreme Börsenreaktionen

Wie sehr Aktienkurse jedoch von teilweise nicht nachvollziehbaren Einschätzungen der unterschiedlichsten Akteure beeinflusst werden, zeigt sich gerade am Beispiel Gesco deutlich: Seit August 2007 standen bei der Bewertung offenbar fundamentale Daten im Vordergrund, so dass sich der Kurs nach der vorjährigen Hauptversammlung auf € 56,90 aufschwang. Die folgende generelle Verunsicherung, die zur undifferenzierten Trennung von Aktien führte, ließ den Kurs am 23.01.2008 auf € 36,85 und damit auf ein dramatisch niedriges Niveau sinken.

Kursschwächen als Chance

Wer dieses Niveau im Vertrauen auf die Ertragskraft und Substanz der Gesco AG (und auch auf unsere Beurteilung) zu Käufen nutzte, sah sich anschließend schnell

bestätigt. Trotz aller Krisen in diesem Jahr kletterte die Notierung bis zum 29.05.2008 wieder bis auf € 55, bevor es im Juli zu einer vorübergehenden Abschwächung kam; aktuell werden mit € 52,90 wieder Preise oberhalb von € 50 bezahlt. Mit € 160 Mio. macht die Börsenkaptalisierung jedoch nur 48 % des Umsatzes im Geschäftsjahr 2007/08 aus.

Überzeugende Kontinuität

Gerade in Zeiten extrem volatiler und nervöser Börsen ist es sicher hilfreich, einmal zurückzublicken auf die vergangenen zehn Jahre; denn am 24.03.1998 fand das IPO zu einem Kurs von € 21,17 (DM 42) statt. Das Nebenwerte-Journal begleitete Gesco seit November 1998 in bisher 18 redaktionellen Beiträgen. Abgesehen von einem misslungenen Ausflug in die „New Economy“ zu Zeiten des Neuen Marktes, verlief die Entwicklung des 1989 gegründeten Unternehmens durchweg positiv. Allerdings mussten die Aktionäre 2002, als die damalige Baisse zusätzlich den Kurs auf € 9,20 drückte, nicht auf eine Ausschüttung verzichten, insgesamt wurden von 1999 bis 2007 Dividenden von € 9,20 gezahlt. Seit dem Tiefkurs legte die Notiz in der Spitze um 518 % zu und bestätigt alle Aktionäre, die an ihren Aktien festhielten und bei Kursschwächen zukaufen.

Aufnahme in den SDAX

Wenn nicht die gegenwärtigen makroökonomischen Belastungen auf die Bewertung von Aktien drücken würden, wäre



Im Geschäftsjahr 2007/08 profitierten die Gesco-Töchter von positiven Branchen-Entwicklungen.

der Gesco-Kurs sicher deutlich höher. Auf dem aktuellen Kursniveau wollen wir daher den Versuch unternehmen, die Chancen der im Juni 2008 in den SDAX aufgenommenen Beteiligungsgesellschaft in diesem Umfeld in einer Titelgeschichte auszuloten; denn wenn die Prognosen zutreffen, ist die Aktie immer noch sehr günstig bewertet.

2007/08 besser als geplant

Nach den Meldungen im Laufe des Geschäftsjahres 2007/08 (31.03.) schien zwar das vierte Rekordergebnis in Folge möglich zu sein, es fiel aber noch besser aus als erwartet. Die 13 (12) Konzerngesellschaften erwirtschafteten mit € 333 (268) Mio. einen um 24,2 % höheren

UNTERNEHMENS DATEN

Gesco AG

Döppersberg 19, 42103 Wuppertal, Telefon (0202) 2482018

Internet: www.gesco.de

ISIN DE0005875900,

3 023 000 Stückaktien, AK € 7 859 800

HV am 21.08.2008, Dividende € 2.42

Kurs am 24.07.2008: € 52.90 (Xetra), 56.90 H / 36.85 T

KGV 2007/08 8,9, 2008/09(e) 7,4

Börsenwert: € 160 Mio.

Aktionäre: Streubesitz 100 %

Kennzahlen	2007/08	2006/07
Umsatz	333 Mio.	268 Mio.
EBIT	34,2 Mio.	23,7 Mio.
EBIT-Marge	10,3 %	8,6 %
Jahresüberschuss	17,9 Mio.	13,3 Mio.
Ergebnis je Aktie	5,92	4,83
EK-Quote	38 %	35,4 %



Ähnlich wie € 40 im Jahr 2007 erweist sich 2008 die Kursregion um € 55 als Widerstand.

Gesco

„Die Gesco-Gruppe zeigt sich in glänzender Verfassung“

Seit ihrem Börsengang im Jahr 1998 begleitet das Nebenwerte-Journal journalistisch die Gesco AG. Diese Kontinuität lässt sich auch auf das Geschäftsmodell und auf die Entwicklung der Wuppertaler Beteiligungsgesellschaft übertragen. Seit ihrer Gründung im Jahr 1989 und natürlich auch seit dem Börsengang vor zehn Jahren konzentriert sich der „Nischenplayer“ im Beteiligungsgeschäft auf Markt- und Technologieführer in den Branchen Maschinen- und Anlagenbau sowie Kunststoffverarbeitung. Wir sprachen über Vergangenheit und Zukunft der Gesco AG, die seit Juni 2008 dem SDAX angehört, mit den Vorständen Dr. Hans-Gert Mayrose und Robert Spartmann.

NJ: Bitte erläutern Sie unseren Lesern Ihre Investmentstrategie.

Dr. Mayrose: Die Gesco AG erwirbt mittelständische Industrieunternehmen mehrheitlich, meist im Rahmen unternehmerischer Nachfolgefragen. Im Unterschied zu fast allen anderen Beteiligungsgesellschaften erwerben wir die Unternehmen langfristig, also ohne Exit-Absicht. Wir kaufen grundsätzlich gesunde Unternehmen, am liebsten Nischenanbieter mit starker Technologie. Sanierungsfälle sind nicht unser Metier.

NJ: Werden Sie auch in Zukunft an Ihrem Konzept der auf Dauer gehaltenen Beteiligungen festhalten?

Dr. Mayrose: Definitiv, das gehört zum Kern unseres Geschäftsmodells. Dies schließt nicht



Gesco will laut Vorstand Robert Spartmann jährlich ein bis drei Unternehmen akquirieren.

aus, dass in besonders begründeten Ausnahmen ein Verkauf strategisch sinnvoll sein kann. Im Vordergrund steht dann aber das Interesse des jeweiligen Unternehmens, nicht der „schnelle Euro“ aus dem Verkauf.

NJ: Diese Zielsetzung erfordert besonders kritische Prüfungen der Angebote. Müssen Sie daher Ihre Akquisitionen auf „ein Unternehmen im Jahr“ begrenzen?

R. Spartmann: Unser Akquisitions-Ziel heißt, jedes Jahr ein bis drei Unternehmen zu erwerben. Im vergangenen Jahr ist es aus verschiedenen Gründen bei einem Erwerb geblieben – teils waren uns die Preisvorstellungen der Verkäufer zu hoch, teils brachte die Due Dilligence unerfreuliche Sachverhalte ans Licht, die uns vom Kauf Abstand nehmen ließen.

NJ: Müsste das schwieriger gewordene Umfeld nicht zu sinkenden Bewertungen führen?

R. Spartmann: Zumindest werden die Zukunftsplanungen der Unternehmen wieder etwas realistischer. 2007 schossen die uns vorgelegten Planungen auf der Basis von ein, zwei guten bis sehr guten Jahren in schwindelnde Höhen. Und auf solch ambitioniert hochgerechnete Ergebnisse sollte dann der Multiplikator angewendet werden. Das haben wir nicht mitgemacht.

NJ: Gelten diese niedrigeren Bewertungen nicht auch für Ihr Portfolio? Können sich hieraus in den AG- und Konzernbilanzen Probleme ergeben?

R. Spartmann: Wir bilanzieren traditionell konservativ und erwarten hier keine Probleme. Wie begrenzt das Rückschlagspotenzial ist, sehen Sie daran, dass der Goodwill in unserer Konzernbilanz gerade mal 8 % des Eigenkapitals ausmacht.

NJ: Sie sind, wie von uns in unserer Titelgeschichte dargelegt, durchaus optimistisch für das laufende Geschäftsjahr. Sehen Sie noch keine Brems Spuren aus dem sich offenbar eintrübenden Umfeld?

Dr. Mayrose: Das Geschäft unserer Tochtergesellschaften läuft weiterhin auf hohem Niveau. Vor dem Hintergrund der von Ihnen erwähnten



Vorstand Dr. Hans-Gert Mayrose rechnet in H2 2008 mit einer gewissen Abschwächung des Geschäfts.

„Eintrübung“ impliziert unsere Planung eine gewisse Abschwächung im zweiten Halbjahr.

NJ: Privatanleger bilden die größte Gruppe unter ihren Aktionären, die seit ihrem Börsengang fast € 10 an Dividenden kassieren konnten. Bleibt es bei Ihrer Aussage, jeweils 40 % des Jahresüberschusses auszuschütten?

Dr. Mayrose: Ja, es bleibt bei den 40 %, die freilich als Daumenregel zu verstehen sind. Bei nicht-operativen Einmalerträgen behalten wir uns vor, diese in die „Kriegskasse“ zu stecken statt sie auszuschütten.

NJ: Aus nicht immer nachvollziehbaren Gründen werden Beteiligungsgesellschaften an der Börse traditionell mit einem Abschlag auf den inneren Wert gehandelt, den wir aktuell bei mindestens € 60 sehen. Stimmen Sie uns zu?

Dr. Mayrose: Lassen Sie es mich so sagen: Die Analysten, die sich mit unserer Aktie beschäftigen, kommen zu Kurszielen von € 65 bis € 85 – worin teilweise bereits ein Abschlag enthalten ist.

NJ: Wagen wir zum Abschluss einen Blick in die Zukunft. Wo sehen Sie die Gesco-Gruppe in fünf Jahren?

Dr. Mayrose: Wir wollen in den nächsten fünf Jahren das tun, was wir seit 1989 tun: Extern und intern wachsen. Je nach Zahl und Größe der Akquisitionen würde das Gesco-Portfolio dann 18 bis 20 Unternehmen mit einem Konzernumsatz von € 450 bis 500 Mio. und einem entsprechend attraktiven Ergebnis repräsentieren.

NJ: Herr Dr. Mayrose, Herr Spartmann, vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Klaus Hellwig.

Umsatz. Deutlich stärker wuchsen das EBITDA um 39,2 % auf € 44,3 (31,8) Mio. und das EBIT um 44 % auf € 34,2 (23,7) Mio. Die EBIT-Marge erreichte mit 10,3 (8,5) % den zweistelligen Bereich. Der Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter wuchs um 34,3 % auf € 17,9 (13,3) Mio.; das Ergebnis je Aktie wird mit € 5,92 (4,83) angegeben.

Höhere Dividende und Bonus

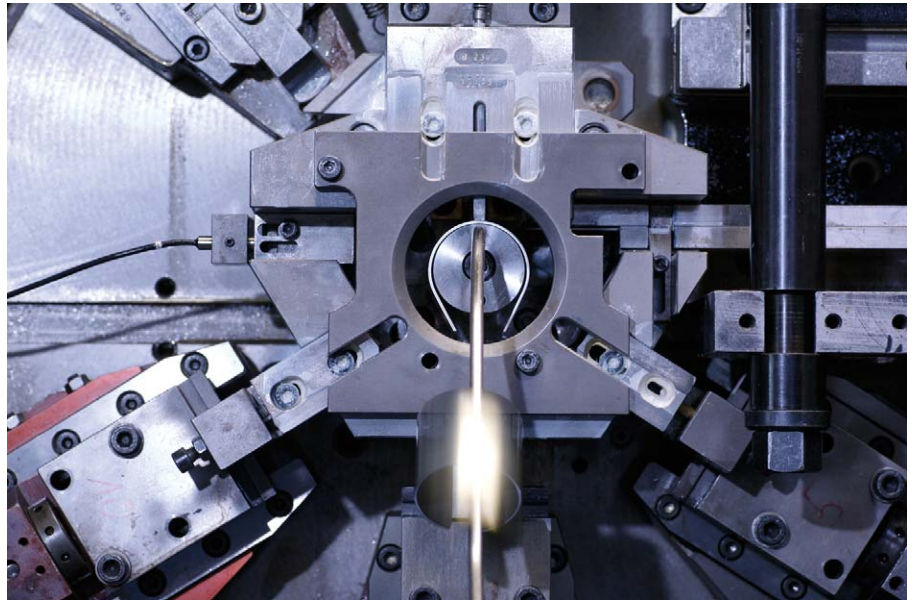
Vorstand und Aufsichtsrat werden der Hauptversammlung am 21.08.2008 in der historischen Wuppertaler Stadthalle vorschlagen, die Basisdividende um 47 % auf € 2,20 (1,50) je Aktie anzuheben. Hinzu kommt ein Bonus von 10 % aus Anlass des zehnjährigen Börsenjubiläums, so dass insgesamt € 2,42 je Aktie ausgeschüttet werden. Damit stellt sich die aktuelle Rendite auf 4,8 %, sie kann je nach Einstiegskurs bis zu 26 % betragen. Jeder Mitarbeiter, von denen ein Teil auch Aktien besitzt, erhält einen Bonus von € 250. Der Anteil privater Aktionäre am Grundkapital wird auf 70 % geschätzt, den Rest halten institutionelle Adressen.

Solide Bilanzrelationen

Sowohl die Kapitalflussrechnung mit einem Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit von € 20,1 (13,8) Mio. als auch die Bilanz mit liquiden Mitteln von € 30,1 (30,3) Mio. ermöglichen eine problemlose Ausschüttung. Bei einer Bilanzsumme von € 237 (212) Mio. entfällt auf das Eigenkapital von € 89,8 (74,9) Mio. ein Anteil von 38 (35,4) %. Die Eigenkapitalrendite beträgt 34,3 (31,4) %. Das langfristige Vermögen von € 91,9 (83,6) Mio. ist somit fast ganz mit Eigenkapital unterlegt. Die Investitionen von € 12 (8,3) Mio. in Sachanlagen (ohne Firmenerwerbe) sind aus eigener Kraft finanziert worden. Die Verbindlichkeiten gegenüber Banken belaufen sich auf € 58 (54,2) Mio.

Positive Branchenentwicklung

Im Berichtsjahr profitierten die Töchter der Gesco AG überdurchschnittlich von den positiven Entwicklungen in ihren Branchen: Der Maschinen- und Anlagenbau meldete ein Plus von 13,6 %, die Kunststoffverarbeitung ein Plus von 7,5 %. Der schwierige M&A-Markt ließ dagegen nur einen Erwerb zu; seit April 2007 gehört die VHW Vorrichtung- und Werkzeugbau Herschbach GmbH mit einem Umsatz von € 6,4 Mio. zu Gesco. In der Gruppe führten „die Investitionen der Vorjahre und das Engagement der Belegschaften“ überwiegend zu einer deutli-



Die Dömer GmbH & Co. KG, eine Tochtergesellschaft von Gesco, stellt unter anderem Stanzteile her.

chen Ausweitung der Geschäfte, wobei insbesondere beim Ergebnis die eigenen Planungen im Laufe des Geschäftsjahres immer mehr übertroffen wurden. Weiterhin entfallen mit 74,6 (74,4) % drei Viertel der Umsätze auf Deutschland. Die Abnehmerbranchen sind breit gestreut, die größten Anteile nimmt mit 22 % der Maschinen- und Anlagenbau ein sowie mit 17 % der Pkw- und Nutzfahrzeugbau.

Zweistellige Zuwachsraten geplant

Bei der Präsentation des Jahresabschlusses am 26.06.2008 vor Journalisten und Analysten auf dem Gelände der Tochter

Dörrenberg Edelstahl GmbH kündigte der Vorstand für das laufende Geschäftsjahr erneut zweistellige Zuwachsraten an. Auf Grund des guten Auftragsbestands wird mit einem Umsatzwachstum um 11 % auf ca. € 370 Mio. gerechnet. Der Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter soll um ca. 20 % auf € 21,5 Mio. bzw. € 7,11 je Aktie klettern.

„Ungebremster Schwung“

Bei dieser Rechnung sind Akquisitionen nicht berücksichtigt. Ziel ist es weiterhin, in jedem Geschäftsjahr mindestens ein Unterehmen als dauerhaftes Mitglied der Gesco-Gruppe zu erwerben. Während widersprüchliche Aussagen zur Konjunktur-entwicklung sowie die steigenden Preise für Rohstoffe und Energie eindeutige Prognosen erschweren, wird die Steuerreform zu einer Ergebnisverbesserung beitragen. Der Start in das neue Geschäftsjahr erfolgte nach Vorstandangaben mit „ungebremstem Schwung“.

Klaus Hellwig

FAZIT

Bei zutreffenden Prognosen des für seine konservativen Aussagen bekannten Vorstands der Gesco AG fallen die Bewertungskennziffern noch viel günstiger aus als bisher: Der Auftragseingang ist höher als der Umsatz, die Börsenkaptalisierung macht nur 43 % des geplanten Umsatzes aus, das KGV wird bei 7,4 und das KCV (Kurs-/Cashflow-Verhältnis) bei 4 bis 5 erwartet, während die Dividendenrendite mindestens 5 % betragen dürfte. Die Bilanz zeigt sehr solide Relationen und enthält liquide Mittel von € 30 Mio. Die Zurückhaltung der Börse erklärt sich zum einen aus Belastungen durch den Ölpreis, die Inflation, den Zinsanstieg sowie aus der erwarteten Wachstumschwäche und zum anderen aus der Befürchtung, dass die Ziele nicht erreicht und der Gewinn je Aktie stagnieren oder sinken wird. Selbst in diesem Fall sind die Kursrisiken deutlich geringer als die Kurschancen, die von Analysten durchweg zwischen 20 % und 60 % gesehen werden. KH

OB ANZEIGEN ODER BEILAGEN

Ihre Werbung im Nebenwerte-Journal einfach und direkt über den Verlag.

NWN Nebenwerte Nachrichten AG
Leibstr. 61
85540 Haar
Telefon: 089 / 4357-1171
Telefax: 089 / 4357-1381
E-Mail: info@nebenwerte-journal.de
Internet: www.nebenwerte-journal.de

Es gilt die Anzeigenpreisliste Nr. 17