

Akt. Kurs (22.11.2013, 14:39, Xetra): 71,23 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – 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

### Fehlende Konjunkturerholung belastet Geschäftsentwicklung

Im abgelaufenen ersten Halbjahr (bis 30.9.) des Geschäftsjahres 2013/14 reduzierten sich die Umsätze der GESCO-Beteiligungsgesellschaften trotz konsolidierungsbedingten positiven Effekten in Summe um 1 Prozent auf 217,8 Mio. Euro. Die Auftragseingänge verminderten sich überproportional um 6 Prozent auf 211,9 Mio. Euro, so dass sich eine Book-to-bill-Ratio von unter 1 errechnet.

Das operative Ergebnis vor Abschreibungen (EBITDA) sank entsprechend der rückläufigen Erlöse von 26,5 auf 23,7 Mio. Euro. Aufgrund höherer Abschreibungen infolge gestiegener Investitionen der Vorperiode sowie Effekten aus der Erstkonsolidierung neuer Unternehmen reduzierte sich das EBIT deutlich überproportional auf 15,3 nach 20,2 Mio. Euro im Vorjahr.

Bei einem leicht verbesserten Finanzergebnis, das von geringeren Ergebnisanteilen Dritter an Personengesellschaften profitierte, sowie einer leicht gesunkenen Steuerquote errechnete sich ein Periodenüberschuss nach Anteilen Dritter von 8,6 nach 11,7 Mio. Euro. Entsprechend verminderte sich der Gewinn je Aktie von 3,51 auf 2,60 Euro.

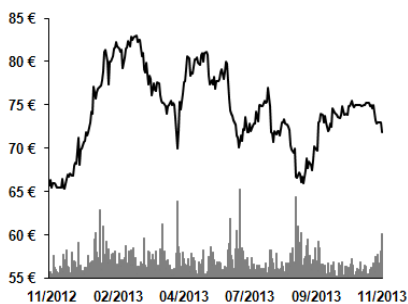
Das Management macht insbesondere das aktuelle Orderverhalten der Kunden sowie die geringe Auslastung in vielen Unternehmen für die Belastung der Ergebnismarge verantwortlich. Vor allem die weiterhin nur kurzfristige und kleinteilige Ordervergabe erschwert angabegemäß eine effiziente Gestaltung der betrieblichen Abläufe, wie sie sonst in stabilen wirtschaftlichen Phasen erreicht wird.

Bei einigen der kleineren Konzernbeteiligungen ist die aktuelle Nachfrageschwäche jedoch ausgeprägter und der Vorstand erklärt, hier Kostensenkungsprogramme zu prüfen. Wir gehen dabei jedoch nicht davon aus, dass es zu merklichen Mehraufwendungen im Gesamtkonzern kommen wird. Darüber hinaus sollen bei den betroffenen Unternehmen verschiedene Investitionen stärker bezüglich deren Notwendigkeit hinterfragt werden.

### Drittes Quartal könnte Trendwende bringen

Die vorläufigen Daten für das dritte Quartal, das die operativen Monate der Beteiligungen von Juli bis September umfasst, zeigen jedoch erste Aufhellungstendenzen. Mit Auftragseingängen von 113 (Vj. 112) Mio. Euro und Umsätzen von 119 (114) Mio. Euro konnte GESCO sowohl die Vorjahreswerte als auch die Zahlen der ersten beiden Quartale leicht übertreffen. Die erzielten Erlöse stellen dabei sogar einen Rekordwert für einen Quartalsumsatz in der Unternehmensgeschichte dar. Der Auftragsbestand lag damit zum 30. September zwar noch auf einem gegenüber den Vorquartalen reduzierten Niveau, gleichwohl aber immer noch auf einem vergleichsweise komfortablen Wert.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	83,45 €	65,00 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	71,23 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	3.325.000	
<b>Streubesitz:</b>	86,5%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	236,8 Mio. €	



## Kennzahlen

	11/12	12/13	13/14e	14/15e
<b>Umsatz</b>	415	440	435	455
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	39,1	37,3	32,1	39,0
<i>bisher</i>	---	---	34,7	---
<b>Jahresüb.</b>	22,5	20,9	18,0	21,9
<i>bisher</i>	---	---	18,8	---
<b>Erg./Aktie</b>	7,40	6,30	5,43	6,59
<i>bisher</i>	---	---	5,65	---
<b>Dividende</b>	2,90	2,50	2,25	2,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	9,6	11,3	13,1	10,8
<b>Div.rendite</b>	4,1%	3,5%	3,2%	3,7%

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](mailto:a.langhorst@gsc-research.de)

### **Jahresprognose leicht nach unten korrigiert**

Bereits bei Vorlage der Zahlen zum ersten Quartal 2013/14 war das Management davon ausgegangen, im Gesamtjahr lediglich das untere Ende des vorherigen Prognosekorridors, der einen Umsatz zwischen 435 und 450 Mio. Euro sowie einen Jahresüberschuss zwischen 18,5 und 20,5 Mio. Euro vorsah, zu erreichen. Aktuell wurde zwar das Umsatzziel von rund 435 Mio. Euro bestätigt. Auf der Ergebnisseite erwartet die Gesellschaft jetzt jedoch ein leichtes Unterschreiten der Bandbreite und geht nunmehr von einem Gewinn nach Anteilen Dritter von 18 Mio. Euro oder leicht darunter aus.

Die unverändert verhaltene Konjunkturentwicklung war unseres Erachtens in der bisherigen Unternehmensguidance bereits berücksichtigt. Aktuell berichtet GESCO jedoch von mehreren zusätzlichen kleineren Einmaleffekten, die so zuvor nicht absehbar gewesen wären. Dazu gehören angabegemäß erhöhte Due-Diligence-Aufwendungen für die mögliche Übernahme von Auslandsgesellschaften über Beteiligungstöchter, unvorhersehbare technische Probleme bei zwei komplexen Projekten sowie operative Belastungen durch Baumaßnahmen. Dies wird in Summe voraussichtlich dazu führen, dass die bisherige Ergebnisprognose nicht mehr erreicht werden kann.

Die gestiegene Unsicherheit lässt sich unseres Erachtens auch daran festmachen, dass der Vorstand explizit auf Risiken eines konjunkturellen Rückgangs während der letzten Wochen des Geschäftsjahres hinweist. Ebenso führt das Management potenzielle Lieferverzögerungen bei größeren Maschinen und Anlagen auf, die möglicherweise dann erst im Folgejahr abgerechnet werden können. Konkret verweist die Gesellschaft aber auch auf das Risiko weiterer Abschreibungen auf den Beteiligungsansatz und auf offene Forderungen, die eine ausländische Konzerngesellschaft betreffen.

### **Weitere Anpassung der GSC-Schätzungen**

Wir hatten bereits mit Vorlage der Zahlen zum ersten Quartal unsere bisherige Planungsreihen für die Geschäftsjahre 2013/14 und 2014/15 nach unten angepasst. Aufgrund der aktuellen Prognosesenkung der Gesellschaft adjustieren wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr nun nochmals. Auf der einen Seite belassen wir unsere Umsatzprojektion von 435 Mio. Euro unverändert, da wir diese nach den vorläufigen Zahlen zum dritten Quartal sogar als sehr konservativ erachten. Auf der anderen Seite senken wir jedoch unsere Erwartung für den Gewinn nach Anteilen Dritter von 18,8 auf 18,0 Mio. Euro. Entsprechend reduziert sich unsere Schätzung für das Ergebnis je Aktie leicht von 5,65 auf 5,43 Euro. Hierin sind noch keine potenziellen Belastungen aus den oben aufgeführten Abschreibungsrisiken berücksichtigt, die wir auf maximal rund 0,5 Mio. Euro schätzen.

Für das Folgejahr belassen wir unsere Prognosen noch unverändert. Erste konjunkturelle Anzeichen sind erkennbar, dass die Wirtschaft sich in 2014 stabiler als aktuell zeigen wird. Zudem sollten die angestoßenen Wachstumsinitiativen des laufenden Jahres in der kommenden Periode den Geschäftsverlauf stützen.

Zudem verweist der Konzern auch auf die wegfallenden Ergebnisbelastungen aus der Erstkonsolidierung der zahlreichen Übernahmen des Jahres 2012. Wir gehen hier davon aus, dass diese auf EBIT-Ebene bei rund 1 Mio. Euro liegen und die höheren Abschreibungen infolge der intensivierten Investitionen aus 2012 und 2013 in der Ertragsrechnung ausgleichen werden.

### **Bewertung und Fazit**

Da die GESCO AG bei jeder Vorlage von Quartalszahlen bereits einen detaillierten Blick auf die Umsatz- und Auftragszahlen der jeweiligen Folgeperiode gibt, konnten die aktuell vorgelegten Halbjahreszahlen nicht sonderlich überraschen. Die Herausforderungen, die aus dem derzeitigen kurzfristigen Bestellverhalten der Kunden resultieren, wurden seitens des Managements auch schon mehrfach adressiert.

Nichtsdestotrotz ist eine Gewinnreduzierung, auch wenn es die erste seit über zehn Jahren ist, nie erfreulich. Wir glauben jedoch, dass der Konzern die aktuelle schwierige Phase mit seiner breiten Aufstellung und dem Agieren in zahlreichen Nischen gut durchstehen und – auch durch die antizyklischen Wachstumsinitiativen – gestärkt daraus hervorgehen wird.

Angesichts unserer unveränderten Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2014/15 bestätigen wir unser Kursziel mit 75 Euro sowie unsere Empfehlung für die GESCO-Aktie mit „Halten“.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>GESCO AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.03.	2011/12		2012/13		2013/14e		2014/15e		2015/16e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>415,4</b>	<b>96,6%</b>	<b>440,4</b>	<b>96,6%</b>	<b>435,0</b>	<b>96,2%</b>	<b>455,0</b>	<b>97,8%</b>	<b>475,0</b>	<b>97,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr	23,9%		6,0%		-1,2%		4,6%		4,4%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	10,0	2,3%	9,4	2,1%	10,0	2,2%	5,0	1,1%	5,0	1,0%
Sonstige betriebliche Erträge	4,6	1,1%	6,3	1,4%	7,0	1,5%	5,0	1,1%	5,0	1,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>430,1</b>	<b>100%</b>	<b>456,1</b>	<b>100%</b>	<b>452,0</b>	<b>100%</b>	<b>465,0</b>	<b>100%</b>	<b>485,0</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr	25,4%		6,1%		-0,9%		2,9%		4,3%	
Materialaufwand	231,3	53,8%	236,2	51,8%	230,5	51,0%	235,8	50,7%	245,4	50,6%
Veränderung zum Vorjahr	28,4%		2,1%		-2,4%		2,3%		4,1%	
Personalaufwand	97,5	22,7%	113,6	24,9%	119,3	26,4%	120,9	26,0%	126,1	26,0%
Veränderung zum Vorjahr	13,0%		16,5%		5,1%		1,3%		4,3%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	50,1	11,7%	54,6	12,0%	53,3	11,8%	52,5	11,3%	54,6	11,3%
Veränderung zum Vorjahr	30,9%		9,0%		-2,3%		-1,5%		3,8%	
<b>EBITDA</b>	<b>51,2</b>	<b>11,9%</b>	<b>51,8</b>	<b>11,3%</b>	<b>48,8</b>	<b>10,8%</b>	<b>55,8</b>	<b>12,0%</b>	<b>58,9</b>	<b>12,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr	34,1%		1,1%		-5,7%		14,3%		5,6%	
Abschreibungen	12,1	2,8%	14,4	3,2%	16,7	3,7%	16,8	3,6%	17,0	3,5%
Veränderung zum Vorjahr	7,6%		19,5%		15,8%		0,6%		1,2%	
<b>EBIT</b>	<b>39,1</b>	<b>9,1%</b>	<b>37,3</b>	<b>8,2%</b>	<b>32,1</b>	<b>7,1%</b>	<b>39,0</b>	<b>8,4%</b>	<b>41,9</b>	<b>8,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr	45,1%		-4,5%		-14,0%		21,4%		7,5%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-3,4	-0,8%	-3,5	-0,8%	-3,3	-0,7%	-3,3	-0,7%	-3,4	-0,7%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>35,7</b>	<b>8,3%</b>	<b>33,8</b>	<b>7,4%</b>	<b>28,8</b>	<b>6,4%</b>	<b>35,7</b>	<b>7,7%</b>	<b>38,5</b>	<b>7,9%</b>
Steuerquote	31,1%		31,5%		31,5%		31,3%		31,5%	
Ertragssteuern	11,1	2,6%	11,1	2,4%	9,1	2,0%	11,2	2,4%	12,1	2,5%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>24,6</b>	<b>5,7%</b>	<b>22,7</b>	<b>5,0%</b>	<b>19,7</b>	<b>4,4%</b>	<b>24,5</b>	<b>5,3%</b>	<b>26,4</b>	<b>5,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr	49,5%		-7,5%		-13,2%		24,3%		7,6%	
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.)	2,1	0,5%	1,8	0,4%	1,7	0,4%	2,6	0,6%	2,8	0,6%
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>22,5</b>	<b>5,2%</b>	<b>20,9</b>	<b>4,6%</b>	<b>18,0</b>	<b>4,0%</b>	<b>21,9</b>	<b>4,7%</b>	<b>23,6</b>	<b>4,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr	47,7%		-7,2%		-13,8%		21,5%		7,6%	
Anzahl der Aktien	3,043		3,318		3,325		3,325		3,325	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>7,40</b>		<b>6,30</b>		<b>5,43</b>		<b>6,59</b>		<b>7,10</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Herr Stefan Heimöller	13,5%
Streubesitz	86,5%

## **Termine**

Februar 2014	Zahlen drittes Quartal 2013/14 (01.10.-31.12.2013)
26. Juni 2014	Bilanzpresse- und Analystenkonferenz
August 2014	Zahlen erstes Quartal 2014/15 (01.04.-30.06.2014)
28. August 2014	Ordentliche Hauptversammlung in Wuppertal
November 2014	Zahlen erstes Halbjahr 2014/15 (01.04.-30.09.2014)

## **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-Cashflow-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
06.09.2013	67,80 €	Halten	75,00 €
19.06.2013	73,13 €	Halten	80,00 €
11.03.2013	78,06 €	Halten	80,00 €
30.11.2012	65,74 €	Kaufen	75,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2013):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,5%	47,1%
Halten	50,0%	52,9%
Verkaufen	4,5%	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 Umplatizierung 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.