

Akt. Kurs (21.11.2014, 13:07, Xetra): 71,00 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **75,00 (80,00) EUR**

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

## Kurzporträt

Die GESCO AG erwirbt etablierte mittelständische Unternehmen der Segmenten Werkzeug-/Maschinenbau und Kunststoff-Technik mehrheitlich und auf lange Sicht, meist im Rahmen von Nachfolgeregelungen.

## Anlagekriterien

### Wirtschaftsklima und Restrukturierung bei Beteiligungen belasten weiter

Während im zweiten Quartal (1.7. bis 30.9.) des Geschäftsjahres 2014/15 (bis 31.3.) die Umsatzzahlen mit einem Plus von 1,6 Prozent auf 110,6 Mio. Euro noch positiv ausfielen, entwickelten sich sowohl die Auftragseingänge mit minus 1,6 Prozent als auch das operative Ergebnis (EBIT) mit einem deutlichen Rückgang von 7,4 auf 3,9 Mio. Euro negativ.

Ursächlich für die rückläufigen Aufträge ist die Eintrübung des gesamtwirtschaftlichen Umfeldes, das vor allem von der Ukrainekrise sowie den weiteren geopolitischen Unruhen belastet ist und die Investitionsbereitschaft der Kunden deutlich beeinträchtigt. Der massive Einbruch im operativen Ergebnis resultiert insbesondere aus der fortschreitenden Restrukturierung bei den beiden Tochtergesellschaften MAE und Protomaster, welche in unserem Research vom 7. Juli 2014 bereits ausführlich erörtert wurde. Aber auch die Beteiligung Frank Walz- und Schmiedetechnik ist von Umsatzeinbußen betroffen, die vor allem auf die starke Rubel-Abwertung zurückzuführen sind, da Frank direkt bzw. indirekt einen hohen Anteil des Geschäfts in Russland und der Ukraine tätigt.

Bei einem nahezu unveränderten Finanzergebnis, einer leicht gestiegenen Steuerquote und einem Ergebnisanteil der Drittgesellschafter auf Vorjahresniveau ergibt sich im zweiten Quartal nur noch ein Periodenüberschuss von 1,7 Mio. Euro nach 4,1 Mio. Euro im Vorjahr. Das Ergebnis je Aktie reduzierte sich entsprechend von 1,25 auf 0,52 Euro.

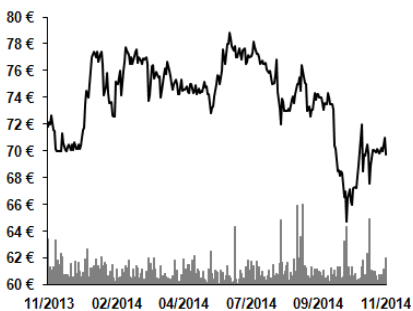
Kumuliert errechnet sich für das erste Halbjahr ein leichter Umsatzanstieg um 1,1 Prozent auf 220,1 Mio. Euro. Das EBIT verringerte sich von 15,3 auf 10,8 Mio. Euro und der Periodenüberschuss nach Anteilen Dritter sank von 8,6 auf 5,5 Mio. Euro. Der Gewinn je Aktie belief sich folglich nach den ersten beiden Quartalen auf 1,65 nach 2,60 Euro.

Aufgrund eines starken Ordereingangs im ersten Quartal lagen die neuen Aufträge zur Geschäftsjahresmitte am 30. September mit einem Plus von 6,9 Prozent bei 226,6 Mio. Euro und damit noch über den ausgewiesenen Umsätzen. Die vorläufigen Daten für das dritte Quartal zeigen hier einen Wert von rund 113 Mio. Euro, was nahezu dem Vorjahreswert von 113,3 Mio. Euro entspricht. Umsatzseitig berichtet das Management für das dritte Quartal vorläufig von leicht rückläufigen Erlösen in Höhe von etwa 116 Mio. Euro nach 119,5 Mio. Euro in der Vorjahresperiode.

### Unternehmensprognose erneut gesenkt

Bereits im Vorfeld der Berichterstattung zu den endgültigen Halbjahreszahlen hatte GESCO den bisherigen Ausblick für 2014/15 gesenkt, nachdem im Zuge der Zahlen zum ersten Quartal die Guidance schon auf den unteren Bereich der ursprünglich ausgegebenen Bandbreite zurückgenommen worden war.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	79,00 €	62,78 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	71,00 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	3.325.000	
<b>Streubesitz:</b>	83,2%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	236,1 Mio. €	



## Kennzahlen

	12/13	13/14	14/15e	15/16e
<b>Umsatz</b>	440	453	455	475
<i>bisher</i>	---	---	471	490
<b>EBIT</b>	37,3	32,0	27,0	33,9
<i>bisher</i>	---	---	31,8	37,3
<b>Jahresüb.</b>	20,9	18,1	14,7	19,3
<i>bisher</i>	---	---	18,0	21,4
<b>Erg./Aktie</b>	6,30	5,45	4,41	5,80
<i>bisher</i>	---	---	5,42	6,43
<b>Dividende</b>	2,50	2,20	1,75	2,30
<i>bisher</i>	---	---	2,20	2,40
<b>KGV</b>	11,3	13,0	16,1	12,2
<b>Div.rendite</b>	3,5%	3,1%	2,5%	3,2%

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)

Jetzt rechnet das Unternehmen nur noch mit einem Konzernumsatz zwischen 455 und 460 Mio. Euro, wohingegen bislang noch mit etwa 470 Mio. Euro geplant wurde. Beim Jahresüberschuss nach Drittanteilen erwartet das Management jetzt nur noch 14,5 bis 15,0 Mio. Euro. Bislang ist die Gesellschaft hier von einem Wert in Höhe von etwa 17,5 Mio. Euro ausgegangen.

Als hauptsächliche Gründe nennt GESCO die Kumulation mehrerer Einzelkomponenten, die aufsummiert zu der Gewinnwarnung führten. Zum einen fällt die Auslastung konjunkturbedingt geringer aus. Darüber hinaus kam es neben Auftragsverschiebungen auch zu einer Änderung im Produktmix, die einen negativen Einfluss auf die Marge hatte. Zum anderen belastet die Restrukturierung bei Protomaster angabegemäß die Ergebnisentwicklung stärker als bisher erwartet.

Auch die Nachfrageschwäche bei Frank, bei der sich der Geschäftsführer strategiekonform rückwirkend zum 1. Januar 2014 mit 10 Prozent an dem von ihm geführten Unternehmen beteiligt hat, fällt deutlicher als bislang angenommen aus, da die deutliche Rubelschwäche die westlichen Produkte, hier insbesondere im Bereich Landtechnik, massiv verteuert.

Mit Blick auf mögliche Akquisitionen berichtet das Unternehmen, dass die Verhandlungen mit den bereits avisierten zwei Zukäufen weiter fortgeschritten sind. Hierbei handelt es sich zum einen um einen Direkterwerb durch die GESCO AG und zum anderen um eine strategische internationale Ergänzung einer Tochtergesellschaft, wobei wir die jeweiligen Umsatzgrößen im Bereich von 10 bis 15 Mio. Euro erwarten. Das Management scheint zuversichtlich zu sein, zumindest in einem der beiden Fälle noch bis zum Geschäftsjahresende eine endgültige Entscheidung treffen zu können.

### **Erneute Anpassung der GSC-Schätzungen**

In unserem letzten Research vom 20. August 2014 hatten wir darauf hingewiesen, dass die Zielerreichung unserer Prognose für 2014/15 ein deutliches Anziehen der Umsätze und Ergebnisse im zweiten Geschäftsjahreshalbjahr voraussetzt. Die Berichterstattung zum ersten Halbjahr zeigt nunmehr, dass sich dieser Aufschwung nicht mehr bewahrheiten wird.

Folglich haben wir unsere Umsatz- und Gewinnerwartung für 2014/15 nochmals an den neuen Ausblick der Gesellschaft angepasst. Bei jetzt nur noch erwarteten Erlösen von 455 Mio. Euro prognostizieren wir nun ein Ergebnis je Aktie von 4,41 Euro nach zuletzt 5,42 Euro. Entsprechend dürfte auch die Dividende geringer ausfallen, da wir davon ausgehen, dass die Gesellschaft von ihrer stringenten Ausschüttungshöhe von rund 40 Prozent des Ergebnisses nicht abweichen wird.

Im letzten Update hatten wir zudem unsere bisherige Prognose für das kommende Geschäftsjahr 2015/16 noch unverändert belassen. Diese passen wir aktuell jedoch ebenfalls nach unten an, da wir nunmehr vor allem berücksichtigen, dass die beiden Restrukturierungsfälle MAE und Protomaster erst 2016 wieder auf alte Margenniveaus kommen und nicht wie von uns bisher erwartet ein Jahr früher. Demgemäß senken wir bei einer von 490 auf 475 Mio. Euro reduzierten Umsatzerwartung unsere Gewinnschätzung von 6,43 auf 5,80 Euro je Aktie. Zu beachten ist dabei, dass wir die avisierten Akquisitionen erst in unsere Prognosen mit aufnehmen, sobald diese auch tatsächlich erfolgt sind. Traditionell tragen Zukäufe in den ersten beiden Jahren aufgrund der konservativen Konsolidierungs- und Abschreibungspolitik bei GESCO jedoch nicht zur Gewinnentwicklung bei.

Darüber hinaus führen wir erstmals eine Gewinnreihe für das Geschäftsjahr 2016/17 ein. Hier gehen wir dann wieder von der vollen Ertragskraft bei MAE und Protomaster aus, so dass bei weiter steigenden Umsätzen auch das Ergebnis wieder überproportional zulegen sollte. Die unterstellte EBIT-Marge liegt dabei mit 7,6 Prozent noch unterhalb der Werte aus den sehr guten Geschäftsjahren 2010/11 bis 2012/13 mit Margen zwischen 7,9 und 9,1 Prozent. Unsere erstmalige Gewinnschätzung je Aktie für 2016/17 beläuft sich auf 6,72 Euro.

### **Bewertung und Fazit**

Die abermalige Rücknahme der Ergebnisprognose der GESCO AG hat wie erläutert unterschiedliche Ursachen, die in ihren einzelnen Bestandteilen nicht signifikant sind, jedoch in Summe zu einer Reduktion der Gewinnerwartung um rund 17 Prozent führen. Nach erfolgreichem Abschluss der beiden Restrukturierungsfälle sollte das Ergebnisniveau jedoch in den kommenden Perioden wieder deutlich höher ausfallen, zumal sich die aktuell konjunktur- und geopolitisch bedingten Umsatz- und Auftragseingangsrücksetzer im überschaubaren Rahmen bewegen.

Sollten sich die geopolitischen Unruheherde sowie das gesamtwirtschaftliche Umfeld nicht weiter eintrüben, dürfte sich die Investitionsbereitschaft der Kunden auch zumindest auf dem aktuellen Niveau stabilisieren bzw. sukzessive wieder anziehen.

Angesichts der zuletzt eher negativen Nachrichten dürfte der Kapitalmarkt aber zunächst auf erste Erfolge aus den Restrukturierungen warten, so dass wir zumindest kurzfristig unverändert keine entscheidenden Treiber für eine Höherbewertung der GESCO-Aktie sehen. Mit Blick darauf und vor dem Hintergrund unserer nun auch für 2015/16 reduzierten Prognosereihe sowie des aktuellen Kapitalmarktumfelds nehmen wir unser Kursziel leicht von 80 auf 75 Euro zurück. Dabei bestätigen wir unsere „Halten“-Empfehlung.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>GESCO AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.03.	2012/13		2013/14		2014/15e		2015/16e		2016/17e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>440,4</b>	<b>96,6%</b>	<b>453,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>455,0</b>	<b>97,8%</b>	<b>475,0</b>	<b>97,8%</b>	<b>495,0</b>	<b>97,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			2,9%		0,4%		4,4%		4,2%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	9,4	2,1%	-6,6	-1,5%	5,0	1,1%	5,0	1,0%	5,0	1,0%
Sonstige betriebliche Erträge	6,3	1,4%	6,6	1,5%	5,0	1,1%	5,5	1,1%	6,0	1,2%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>456,1</b>	<b>100%</b>	<b>453,3</b>	<b>100%</b>	<b>465,0</b>	<b>100%</b>	<b>485,5</b>	<b>100%</b>	<b>506,0</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-0,6%		2,6%		4,4%		4,2%	
Materialaufwand	236,2	51,8%	227,2	50,1%	234,8	50,5%	244,2	50,3%	254,0	50,2%
Veränderung zum Vorjahr			-3,8%		3,4%		4,0%		4,0%	
Personalaufwand	113,6	24,9%	122,8	27,1%	130,2	28,0%	133,5	27,5%	138,1	27,3%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		6,0%		2,5%		3,5%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	54,6	12,0%	54,6	12,0%	54,4	11,7%	54,9	11,3%	55,7	11,0%
Veränderung zum Vorjahr			0,0%		-0,4%		0,8%		1,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>51,8</b>	<b>11,3%</b>	<b>48,7</b>	<b>10,7%</b>	<b>45,6</b>	<b>9,8%</b>	<b>52,9</b>	<b>10,9%</b>	<b>58,2</b>	<b>11,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-5,9%		-6,5%		16,1%		10,0%	
Abschreibungen	14,4	3,2%	16,7	3,7%	18,6	4,0%	19,0	3,9%	19,5	3,9%
Veränderung zum Vorjahr			15,8%		11,3%		2,2%		2,6%	
<b>EBIT</b>	<b>37,3</b>	<b>8,2%</b>	<b>32,0</b>	<b>7,1%</b>	<b>27,0</b>	<b>5,8%</b>	<b>33,9</b>	<b>7,0%</b>	<b>38,7</b>	<b>7,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-14,3%		-15,8%		25,8%		14,1%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-3,5	-0,8%	-3,0	-0,7%	-3,0	-0,6%	-3,0	-0,6%	-3,0	-0,6%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>33,8</b>	<b>7,4%</b>	<b>29,0</b>	<b>6,4%</b>	<b>24,0</b>	<b>5,2%</b>	<b>30,9</b>	<b>6,4%</b>	<b>35,7</b>	<b>7,1%</b>
Steuerquote	31,5%		31,9%		31,7%		31,5%		31,5%	
Ertragssteuern	11,1	2,4%	9,3	2,0%	7,6	1,6%	9,7	2,0%	11,2	2,2%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>22,7</b>	<b>5,0%</b>	<b>19,8</b>	<b>4,4%</b>	<b>16,4</b>	<b>3,5%</b>	<b>21,2</b>	<b>4,4%</b>	<b>24,4</b>	<b>4,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-13,1%		-17,1%		29,4%		15,4%	
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.)	1,8	0,4%	1,6	0,4%	1,7	0,4%	1,9	0,4%	2,1	0,4%
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>20,9</b>	<b>4,6%</b>	<b>18,1</b>	<b>4,0%</b>	<b>14,7</b>	<b>3,2%</b>	<b>19,3</b>	<b>4,0%</b>	<b>22,3</b>	<b>4,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-13,3%		-19,0%		31,4%		15,9%	
Anzahl der Aktien	3,318		3,325		3,325		3,325		3,325	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>6,30</b>		<b>5,45</b>		<b>4,41</b>		<b>5,80</b>		<b>6,72</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Herr Stefan Heimöller	13,6%
Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV	3,2%
Streubesitz	83,2%

## **Termine**

13. Februar 2015	Zahlen drittes Quartal 2014/15 (01.04.-31.12.14)
25. Juni 2015	Bilanzpresse- und Analystenkonferenz
14. August 2015	Zahlen erstes Quartal 2015/16 (01.04.-30.06.15)
18. August 2015	Ordentliche Hauptversammlung in Wuppertal
13. November 2015	Zahlen erstes Halbjahr 2015/16 (01.04.-30.09.15)

## **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
20.08.2014	74,31 €	Halten	80,00 €
07.07.2014	78,71 €	Halten	80,00 €
17.02.2014	76,25 €	Halten	80,00 €
22.11.2013	71,23 €	Halten	75,00 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2014):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	43,8%	27,3%
Halten	56,3%	72,7%
Verkaufen	0,0%	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, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.