

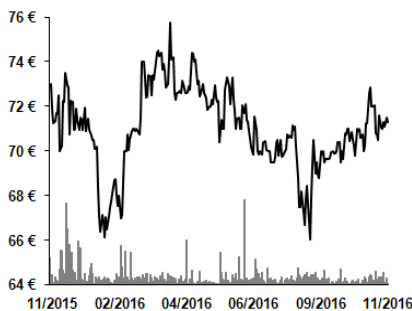
Akt. Kurs (18.11.2016, 11:38, Xetra): 71,18 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **72,00 (72,00) EUR**

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

Kurzporträt

Die GESCO AG erwirbt etablierte mittelständische Unternehmen der Segmente Produktionsprozess-, Ressourcen-, Gesundheits- und Infrastruktur- sowie Mobilitäts-Technologie mehrheitlich und auf lange Sicht, meist im Rahmen von Nachfolgeregelungen.

Kurs 12 Mon.: 75,80 € Hoch 75,80 € Tief 65,15 €
Aktueller Kurs: 71,18 €
Aktienzahl ges.: 3.325.000
Streubesitz: 71,2%
Marktkapitalis.: 236,7 Mio. €



Anlagekriterien

Zweites Quartal 2016/17 nochmals schwächer

Bereits die im Rahmen der Zahlenvorlage zum ersten Quartal gegebene Indikationen hatten für das zweite Quartal 2016/17 (01.07.-30.09.), das operativ die Monate April bis Juni der Tochtergesellschaften umfasst, zwar einen erfreulichen Anstieg der Auftragseingänge um 14 Prozent auf 127,7 Mio. Euro gezeigt. Die Umsätze blieben aber mit 115,2 Mio. Euro deutlich unter dieser Summe wie auch unter dem Vorjahreswert von 118,6 Mio. Euro.

Zurückzuführen ist die schwächere Umsatzentwicklung nach Angaben der Gesellschaft neben der allgemeinen Investitionszurückhaltung insbesondere auf verschobene Auslieferungen von Großaufträgen in das dritte Quartal. Für das gesamte erste Halbjahr (01.04.-30.09.) errechnet sich ein Umsatzrückgang um 3,6 Prozent auf 228,7 Mio. Euro.

Das verhältnismäßig niedrige Erlösniveau spiegelte sich folglich auch in der Ergebnisentwicklung wider. So sank das operative Ergebnis (EBIT) im ersten Halbjahr von 16,0 auf 10,6 Mio. Euro. Im zweiten Quartal erreichte das EBIT nur noch 5,2 (Vj. 9,4) Mio. Euro und lag damit auch um 0,2 Mio. Euro unter dem Wert des Auftaktquartals.

Bei einem leicht verschlechterten Finanzergebnis und einer etwas höheren Steuerquote wies GESCO zum Halbjahr einen Gewinn nach Anteilen Dritter von 4,8 (8,0) Mio. Euro bzw. 1,46 (2,39) Euro je Aktie aus. Im zweiten Quartal lag der Periodenüberschuss bei 2,2 (4,8) Mio. Euro bzw. 0,65 (1,44) Euro je Aktie.

Kennzahlen

	14/15	15/16	16/17e	17/18e
Umsatz	451,4	494,0	480,0	500,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	27,3	31,5	23,6	28,2
<i>bisher</i>	---	---	26,0	29,2
Jahresüb.	12,4	16,1	11,8	15,2
<i>bisher</i>	---	---	13,7	15,8
Erg./Aktie	3,72	4,85	3,55	4,56
<i>bisher</i>	---	---	4,13	4,77
Dividende	1,75	2,00	1,45	1,85
<i>bisher</i>	---	---	1,65	1,90
KGV	19,2	14,7	20,0	15,6
Div.rendite	2,5%	2,8%	2,0%	2,6%

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

Nur Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie kann überzeugen

Bei Betrachtung der einzelnen Segmente konnte lediglich die Sparte Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie mit Umsatzzuwächsen und einer Ergebnissteigerung aufwarten. Die drei anderen Segmente verbuchten jeweils Erlösrückgänge, die sich zum Teil auch deutlich im EBIT niederschlugen. Dabei konnte zumindest in der Mobilitäts-Technologie dank eines Großauftrages wieder von steigenden Auftragseingängen berichtet werden.

Im Einzelnen reduzierte sich im Bereich Produktionsprozess-Technologie der Umsatz von 32,2 auf 30,7 Mio. Euro und das EBIT von 1,1 auf nur noch 0,5 Mio. Euro. Aufgrund verschobener Auslieferungen soll hier das zweite Halbjahr höhere Umsätze und ein erheblich verbessertes Ergebnis zeigen.

Auch die Sparte Ressourcen-Technologie, die vornehmlich materialintensive Industrieunternehmen beliefert, musste einen Erlösrückgang von 107,7 auf 100,7 Mio. Euro sowie ein um rund ein Drittel geringeres EBIT von 6,4 (9,8) Mio. Euro hinnehmen. Auch hier rechnet der Vorstand auslieferungsbedingt mit höheren Umsätzen und Ergebnisbeiträgen in der zweiten Jahreshälfte.

Das Segment Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie beliefert Anbieter für endverbrauchernahe Massenmärkte der Bereiche Medizin, Hygiene, Lebensmittel oder Sanitär. Aufgrund dieser Abnehmerstruktur verwundert es daher nicht, dass hier die Erlöse leicht um 2,1 Prozent auf 59,9 Mio. Euro zulegen konnten und dabei das zweite Quartal sogar eine etwas stärkere Dynamik als das Auftaktquartal (1,4 Prozent) aufwies. Das Segment-EBIT verbesserte sich bei einer auf 10,3 (Vj. 8,7) Prozent erhöhten Marge überproportional von 5,1 auf 6,2 Mio. Euro.

Nach einem Umsatzzuwachs im Auftaktquartal reduzierten sich die Erlöse in der Sparte Mobilitäts-Technologie im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahreswert. In Summe blieb der Umsatz des Segments auf Halbjahressicht mit 38,8 (39,0) Mio. Euro nahezu stabil. Allerdings konnte ergebnisseitig mit 1,5 Mio. Euro nicht an das gute Vorjahres-EBIT von 4,4 Mio. Euro angeknüpft werden. Das zweite Quartal für sich genommen erzielte hierbei nach unseren Berechnungen lediglich ein EBIT von rund 0,3 Mio. Euro und damit eine Marge von unter 2 Prozent.

Unternehmensprognose nochmals zurückgenommen

Angesichts weiter bestehender politischer und wirtschaftlicher Unsicherheiten und der damit einhergehenden Investitionszurückhaltung sowie Einmalbelastungen im vierten Quartal hat das Management die Guidance für den Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter von zuletzt 13,5 Mio. Euro nunmehr nochmals auf eine Bandbreite von 11,5 bis 12,5 Mio. Euro gesenkt. Für den Konzernumsatz wurde hingegen die bisherige Prognose von bestenfalls 480 Mio. Euro bestätigt.

Unter den Einmalbelastungen, die im vierten Quartal anfallen, subsummiert das Management zum einen Kosten für den vorgezogenen Umzug einer Tochtergesellschaft an einen einheitlichen Standort, der dann ab dem kommenden Jahr zu Synergieeffekten führen wird. Zum anderen werden auch verschiedene personelle Maßnahmen bei einzelnen Beteiligungen zu Belastungen führen, die in Summe höher ausfallen als im üblichen Geschäftsgang und somit als Einmaleffekt deklariert werden.

Die indikativen Zahlen für das dritte Quartal 2016/17 (01.10.-31.12., operativ 01.07.-30.09.) zeigen Umsätze von rund 128 (Vj. 132) Mio. Euro und Auftrageingänge von rund 126 (120) Mio. Euro. Die Neuaufträge liegen damit nur knapp unter den erzielten Erlösen. Dabei sind die Umsätze aufgrund der niedrigeren Ordereingänge der vorangegangenen Quartale immer noch rückläufig, zumal zu berücksichtigen ist, dass im dritten Quartal einige verschobene Auslieferungen des Vorquartals enthalten sind.

Die am 25. August in Wuppertal abgehaltene Hauptversammlung hat dem vorgeschlagenen Aktiensplit im Verhältnis 1:3 in Verbindung mit einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln zugestimmt (siehe auch unser ausführlicher HV-Bericht vom 16.09.). Die Umsetzung soll unverändert zum Jahreswechsel 2016/17 vollzogen werden und macht die GESCO-Aktie insbesondere für Privatanleger dann optisch „leichter“.

Erneute Anpassung der GSC-Schätzungen

Die neuerliche Rücknahme der Unternehmensprognose führte auch bei uns zu einer Überarbeitung unserer Schätzungen. So rechnen wir jetzt für 2016/17 bei einer unveränderten Umsatzerwartung von 480 Mio. Euro nur noch mit einem Gewinn je Aktie von 3,55 (bisher 4,13) Euro, was einer Reduktion unserer EPS-Schätzung um 14 Prozent entspricht. Die zugrundegelegte EBIT-

Marge von 4,8 Prozent liegt damit deutlich unter dem Niveau des Finanzkrisenjahres 2009/10, wo immerhin noch 6,0 Prozent Marge erwirtschaftet wurden, und mehr als die Hälfte unter dem Wert der Boom-Jahre 2007/08 und 2008/09, wo zweistellige Margen erzielt wurden.

Für 2017/18 nehmen wir ebenfalls leichte Adjustierungen vor und senken hier bei einer unveränderten Umsatzprognose von 500 Mio. Euro unsere Erwartung für den Gewinn je Aktie um gut 4 Prozent von 4,77 auf 4,56 Euro. Dabei gehen wir davon aus, dass im kommenden Geschäftsjahr einige Belastungsfaktoren nicht mehr in dem Maße wie derzeit anfallen. Darüber hinaus haben wir erstmals eine Prognosereihe für das Geschäftsjahr 2018/19 aufgenommen. Bei weiteren Umsatzsteigerungen um 3 Prozent auf 515 Mio. Euro und einer kontinuierlichen Margenverbesserung sollte dann ein Ergebnis je Aktie von 5,11 Euro realistisch sein.

Bewertung und Fazit

Die vorgelegten Zahlen der GESCO AG für das zweite Quartal 2016/17 waren sogar noch etwas schwächer als die Werte des Auftaktquartals. Die neuerliche Revision der unternehmensseitigen Ergebnisprognose ist enttäuschend. Wir glauben jedoch, dass diesmal vor allem die erwähnten Einmalbelastungen für die Reduktion verantwortlich sind. Mit Blick auf die Entwicklung der Auftragseingänge und die Indikation für das zweite Halbjahr sind wir überzeugt, dass die nun vorliegende Guidance nicht nochmals korrigiert werden muss. Wir glauben daher, dass das Margentief, auch mit Blick auf die Folgejahre, im ersten Halbjahr 2016/17 erreicht worden ist.

Uns ist dabei aber auch bewusst, dass die allgemeinen Konjunkturrisiken oder zumindest die Unsicherheiten in den letzten Monaten nicht geringer geworden sind, sondern eher durch den Brexit, die politischen Entwicklungen in der Türkei und den jüngsten Wahlausgang in den USA zugenommen haben. Diese Unsicherheiten, seien sie politischer oder wirtschaftlicher Natur, stellen dabei vor allem für die Investitionsgüterindustrie, deren Kunden schwerpunktmäßig von den GESCO-Tochtergesellschaften beliefert werden, Hindernisse bei deren Planungsprozessen dar, so dass Investitionsentscheidungen oftmals eher geschoben werden.

Trotz unserer reduzierten Ergebnisschätzungen behalten wir unser Kursziel von 72 Euro für die GESCO-Aktie bei. Dies entspricht bei einem für 2016/17 geschätzten EBIT von 23,6 Mio. Euro einem Multiple von 10,1, das damit im oberen Bereich der aktuell im Markt verfügbaren Multiples-Bandbreite von 8,3 bis 10,2 bei Large-Cap-Unternehmen im Segment Maschinen- und Anlagenbau liegt.

Auf Basis unserer Prognosen ergibt sich auf dem aktuellen Kursniveau für das laufende Geschäftsjahr ein ambitioniertes KGV von 20, das in 2017/18 auf 15,6 und dann auf etwa 14 sinkt. Bei Annahme einer EBIT-Marge im Mittelwert der letzten 15 Jahre von 7,6 Prozent würde sich hingegen dann ein moderates KGV von etwa 10 errechnen. Diese EBIT-Marge halten wir in einem normalen Konjunkturmilieu für realistisch erreichbar.

Darüber hinaus erkennen wir unverändert die stetigen Zukäufe der beiden größten GESCO-Aktionäre, dem Aufsichtsratsmitglied Stefan Heimöller und der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV, die ihre Anteile in den letzten Monaten immer wieder aufgestockt haben und damit für eine gewisse Stabilität im Aktienkurs sorgen. Angesichts des begrenzten Kurspotenzials bestätigen wir unsere „Halten“-Empfehlung.

Gewinn- und Verlustrechnung

GESCO AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.03.	2014/15		2015/16		2016/17e		2017/18e		2018/19e	
Umsatzerlöse	451,4	95,2%	494,0	99,4%	480,0	97,9%	500,0	97,7%	515,0	97,5%
Veränderung zum Vorjahr			9,4%		-2,8%		4,2%		3,0%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	16,3	3,4%	-6,5	-1,3%	4,0	0,8%	5,0	1,0%	5,0	0,9%
Veränderung zum Vorjahr			-139,7%		161,7%		25,0%		0,0%	
Sonstige betriebliche Erträge	6,6	1,4%	9,6	1,9%	6,5	1,3%	7,0	1,4%	8,0	1,5%
Veränderung zum Vorjahr			44,3%		-32,2%		7,7%		14,3%	
Gesamtleistung	474,4	100%	497,1	100%	490,5	100%	512,0	100%	528,0	100%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		-1,3%		4,4%		3,1%	
Materialaufwand	236,1	49,8%	242,9	48,9%	243,8	49,7%	256,0	50,0%	262,9	49,8%
Veränderung zum Vorjahr			2,9%		0,4%		5,0%		2,7%	
Personalaufwand	131,5	27,7%	139,7	28,1%	139,8	28,5%	144,4	28,2%	148,4	28,1%
Veränderung zum Vorjahr			6,3%		0,1%		3,3%		2,8%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	60,6	12,8%	61,2	12,3%	61,8	12,6%	61,4	12,0%	63,4	12,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,0%		0,9%		-0,6%		3,1%	
EBITDA	46,2	9,7%	53,3	10,7%	45,1	9,2%	50,2	9,8%	53,3	10,1%
Veränderung zum Vorjahr			15,4%		-15,3%		11,2%		6,3%	
Abschreibungen	18,9	4,0%	21,8	4,4%	21,5	4,4%	22,0	4,3%	22,5	4,3%
Veränderung zum Vorjahr			15,5%		-1,4%		2,3%		2,3%	
EBIT	27,3	5,8%	31,5	6,3%	23,6	4,8%	28,2	5,5%	30,8	5,8%
Veränderung zum Vorjahr			15,2%		-24,9%		19,3%		9,4%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-2,7	-0,6%	-2,6	-0,5%	-2,7	-0,6%	-2,7	-0,5%	-2,7	-0,5%
Veränderung zum Vorjahr			4,3%		-2,7%		0,0%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	24,6	5,2%	28,8	5,8%	20,9	4,3%	25,5	5,0%	28,1	5,3%
Steuerquote	42,4%		35,8%		34,0%		31,5%		31,5%	
Ertragssteuern	10,4	2,2%	10,3	2,1%	7,1	1,5%	8,0	1,6%	8,9	1,7%
Jahresüberschuss	14,2	3,0%	18,5	3,7%	13,8	2,8%	17,5	3,4%	19,3	3,6%
Veränderung zum Vorjahr			30,9%		-25,4%		26,4%		10,4%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter (an Kap.Ges.)	1,8		2,4		2,0		2,3		2,3	
Bereinigter Jahresüberschuss	12,4	2,6%	16,1	3,2%	11,8	2,4%	15,2	3,0%	17,0	3,2%
Veränderung zum Vorjahr			30,6%		-26,8%		28,3%		12,0%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	3,323		3,323		3,323		3,323		3,323	
Gewinn je Aktie	3,72		4,85		3,55		4,56		5,11	

Aktionärsstruktur

Herr Stefan Heimöller	14,9%
Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV	13,9%
Streubesitz	71,2%
<i>(Streubesitz gem. Definition der Deutschen Börse inkl. TGV</i>	<i>85,1%)</i>

Termine

14.02.2017	Neunmonatszahlen 2016/17 (01.04.-31.12.16)
29.06.2017	Geschäftsbericht 2016/17 (01.04.16-31.03.17)
14.08.2017	Zahlen erstes Quartal 2017/18 (01.04.-30.06.17)
31.08.2017	Ordentliche Hauptversammlung in Wuppertal
14.11.2017	Halbjahreszahlen 2017/18 (01.04.-30.09.17)

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

Email: 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
02.09.2016	68,97 €	Halten	72,00 €
08.07.2016	70,01 €	Halten	72,00 €
18.02.2016	70,45 €	Halten	75,00 €
18.11.2015	70,50 €	Halten	75,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2016):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,3%	58,3%
Halten	48,1%	41,7%
Verkaufen	5,6%	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), 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.