

Akt. Kurs (05.12.2019, 10:34, Xetra): 17,70 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **24,00 (28,00) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	26,70 €	17,30 €
Aktueller Kurs:	17,70 €	
Aktienzahl ges.:	10.839.499	
Streubesitz:	65,8%	
Marktkapitalis.:	191,9 Mio. €	



Kennzahlen

	17/18	18/19	2019e	2020e
Umsatz	547,2	574,5	430,0	556,0
<i>bisher</i>	---	---	442,0	590,0
EBIT	33,8	47,6	23,4	26,0
<i>bisher</i>	---	---	29,6	40,1
Jahresüb.	16,1	26,6	12,1	13,1
<i>bisher</i>	---	---	15,9	21,7
Erg./Aktie	1,49	2,46	1,12	1,21
<i>bisher</i>	---	---	1,47	2,01
Dividende	0,60	0,90	0,65	0,50
<i>bisher</i>	---	---	0,70	0,80
KGV	11,9	7,2	15,8	14,6
Div.rendite	3,4%	5,1%	3,7%	2,8%

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analysten:

Jens Nielsen, Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Kurzportrait

Die GESCO-Gruppe ist ein Verbund mittelständischer deutscher Unternehmen der Investitionsgüterindustrie mit Markt- und Technologieführern („Hidden Champions“) in den vier Segmenten Produktionsprozess-, Ressourcen-, Gesundheits- und Infrastruktur- sowie Mobilitäts-Technologie. Derzeit umfasst die Industriegruppe 18 operativ unabhängige Töchter unter dem Dach der GESCO AG. Die Gesellschaften werden mehrheitlich und auf lange Sicht, meist im Rahmen von Nachfolgeregelungen, erworben und weiterentwickelt, wobei sich die jeweiligen Geschäftsführer mit bis zu 20 Prozent beteiligen können.

Anlagekriterien

Nach sechs Monaten deutliche konjunkturelle Bremsspuren

Wie bereits in unserem letzten im Rahmen unserer Sonderstudie „Beteiligungsgesellschaften“ am 08. Oktober 2019 publizierten Research erörtert, hat die ordentliche Hauptversammlung der GESCO AG Ende August eine Umstellung des Geschäftsjahres auf das Kalenderjahr und in diesem Zusammenhang die Bildung eines Rumpfgeschäftsjahres vom 01. April bis 31. Dezember 2019 beschlossen. In dieses fließen sowohl die GESCO AG als auch deren Töchter ab dem 01. April mit neun Monaten ein. Die operativen Ergebnisse der Tochtergesellschaften für den Zeitraum Januar bis März 2019 sind in der angepassten Eröffnungsbilanz zum 01. April 2019 in den Gewinnrücklagen enthalten.

Demgemäß umfassen die jüngst veröffentlichten Halbjahreszahlen die Monate April bis September der Gesamtgruppe. Die Vorjahreswerte, die bisher den Zeitraum Januar bis Juni der Töchter abgebildet hatten, wurden entsprechend angepasst. Auf dieser Basis musste die GESCO-Gruppe in den ersten sechs Monaten des laufenden Rumpfgeschäftsjahres 2019 beim Auftragseingang eine Reduktion um 8,5 Prozent auf 280,2 (Vj. 306,2) Mio. Euro hinnehmen. Hier spiegelten sich das zunehmend eingetrübte Umfeld in der Investitionsgüterindustrie im Allgemeinen sowie die mit der anhaltenden Unsicherheit verbundene deutliche Investitionszurückhaltung im Automotive-Sektor im Besonderen wider.

Dagegen legte der Konzernumsatz um 2,5 Prozent auf 290,8 (283,8) Mio. Euro zu. Bereinigt um die erst seit September 2018 konsolidierte, inzwischen erfolgreich integrierte Sommer & Strassburger hätte allerdings auch hier ein leichtes Minus von 0,6 Prozent in den Büchern gestanden, während die Bestellungen sogar um 11,6 Prozent zurückgegangen wären. Der Auftragsbestand schrumpfte zum 30. September nahezu im Gleichklang mit dem organischen Ordereingang um 11,2 Prozent auf 210,0 (236,5) Mio. Euro.

Nach dem Auslaufen der letztjährigen Sonderkonjunktur in der Ressourcetechnologie sowie infolge des hohen Margendrucks in der Mobilitäts-Technologie gab das EBITDA überproportional um 14,7 Prozent auf 29,0 (33,9) Mio. Euro nach. Aufgrund des mit der Erstanwendung von IFRS 16 verbundenen Anstiegs der Abschreibungen verringerte sich das EBIT noch stärker um 31,0 Prozent von 22,3 auf 15,4 Mio. Euro. Bei einem ebenfalls durch IFRS 16 belasteten Finanzergebnis, einer leicht gesunkenen Steuerquote und geringeren Anteilen Dritter ging der Periodenüberschuss um fast ein Drittel auf 8,2 (12,1) Mio. Euro bzw. 0,75 (1,12) Euro je Aktie zurück. Die Eigenkapitalquote bewegte sich zum 30. September mit 46,2 Prozent auf einem gegenüber dem ersten Quartal nahezu unveränderten Niveau.

Auch auf Segmentebene durchwachsene Entwicklung

In der Produktionsprozess-Technologie ließ die Investitionszurückhaltung der Automobilindustrie die Orders um 14,9 Prozent auf 42,6 (Vj. 50,0) Mio. Euro sinken. Dagegen konnte das Segment jedoch – einschließlich Sommer & Strassburger – den Umsatz um 28,6 Prozent auf 46,2 (36,0) Mio. Euro und das EBIT sogar um über 50 Prozent auf 3,9 (2,6) Mio. Euro steigern. Ohne Sommer & Strassburger wäre der Auftragseingang um 34,7 Prozent zurückgegangen, die Erlöse wären jedoch um 4,3 Prozent gewachsen. Für das Gesamtjahr werden organisch geringere, einschließlich Sommer & Strassburger aber steigende Erlöse sowie ein rückläufiges Segmentergebnis erwartet.

Neben dem Ende der vorjährigen Sonderkonjunktur schlug sich nun auch die Abkühlung in der Investitionsgüterindustrie deutlicher bei der Ressourcentechnologie nieder. So gaben die Bestellungen um 4,2 Prozent auf 141,3 (147,5) Mio. Euro und der Umsatz um 4,6 Prozent auf 139,6 (146,3) Mio. Euro nach. Dabei brach das EBIT nach Wegfall der mit der Sonderkonjunktur verbundenen überdurchschnittlichen Margen von 18,6 auf 10,1 Mio. Euro ein. Auch für das Gesamtjahr sieht der Vorstand hier rückläufige Erlöse und ein sinkendes Ergebnis.

Die relativ konjunkturunabhängige Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie büßte beim Auftragseingang ebenfalls 5,6 Prozent auf 74,5 (78,9) Mio. Euro ein, konnte aber den Umsatz um 7,8 Prozent auf 78,5 (72,9) Mio. Euro ausweiten. Das Segment-EBIT sank jedoch um 15,3 Prozent von 7,8 auf 6,6 Mio. Euro. Angesichts einer hohen Nachfrage nach Papierstäbchen für die Süßwaren- und Hygieneindustrie bei der Setter-Gruppe werden auch für das Gesamtjahr steigende Erlöse prognostiziert. Infolge rückläufiger Ergebnisse bei Kunststoffverarbeitung und Landtechnik wird jedoch mit einem geringeren Segmentergebnis gerechnet.

Im Segment Mobilitäts-Technologie litt vor allem der Werkzeugbau unter der schwierigen Situation in der Automobil- und Zuliefererindustrie. So brachen die Orders um über ein Viertel auf 21,9 (29,7) Mio. Euro ein und auch der Umsatz ging um 8,0 Prozent auf 26,7 (29,0) Mio. Euro zurück. Dabei tauchte das Segment-EBIT infolge einer zu geringen Auslastung mit minus 0,1 (+1,5) Mio. Euro leicht in den roten Bereich ab. Auch für das Gesamtjahr sieht der Vorstand hier sinkende Erlöse und ein negatives EBIT.

Unternehmensausblick gesenkt

Angesichts der insgesamt unter den bisherigen Erwartungen verlaufenen Entwicklung sowie des anhaltend herausfordernden Umfeldes hat der GESCO-Vorstand bereits mit Ad-hoc-Mitteilung vom 04. November die Guidance für das laufende Rumpfgeschäftsjahr 2019 zurückgenommen. Demgemäß werden die Konzern Erlöse nun in einer Bandbreite zwischen 425 und 435 Mio. Euro und der Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter im Bereich von 11,5 bis 13,0 Mio. Euro erwartet. Bisher waren ein Umsatz in der Mitte der Range von 435 und 455 Mio. Euro sowie ein Gewinn nach Drittanteilen im unteren Bereich des Korridors von 16 bis 18 Mio. Euro angepeilt worden.

Als Reaktion auf die derzeitige Situation werden bei den von der konjunkturellen Eintrübung betroffenen Töchtern aktuell Investitionen teilweise verschoben oder gestrichen, während bei vorhandenen Wachstumsperspektiven aber auch weiter antizyklisch investiert wird. Zudem wird die Leiharbeit zurückgefahren und zum Teil temporär Kurzarbeit eingeführt. Teils nutzen die Unternehmen die momentan geringere Auslastung aber auch für Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen.

Bei den besonders stark betroffenen Gesellschaften werden auch Personalanpassungen vorgenommen, wobei hier aber nach Möglichkeit Kapazitäten zwischen den Tochtergesellschaften ausgetauscht werden. Auf diese Weise profitieren sowohl die betroffenen Töchter als auch deren Mitarbeiter von der Zugehörigkeit zur GESCO-Gruppe, die wiederum auf diesem Wege das vorhandene Know-how innerhalb des Verbundes hält.

GSC-Schätzungen ebenfalls zurückgenommen

Auf Basis der Halbjahreszahlen und der angepassten Guidance haben auch wir unsere Prognosen reduziert. So sehen wir im Rumpfgeschäftsjahr 2019 nun bei Erlösen von 430 Mio. Euro das EBIT bei 23,4 Mio. Euro und den Jahresüberschuss nach Steuern und Drittanteilen bei 12,1 Mio. Euro entsprechend 1,12 Euro je Aktie. Unter Berücksichtigung der operativen Ergebnisse der Töchter von Januar bis März, die in der angepassten Eröffnungsbilanz zum 01. April 2019 in den Gewinnrücklagen enthalten sind und sich nach unserer Berechnung auf knapp 60 Cent je Aktie belaufen dürften, halten wir eine Dividende von 0,65 Euro je Aktie für denkbar.

Da das Book-to-Bill-Ratio trotz der erstmals voll enthaltenen Sommer & Strassburger per September 2019 von 1,08 im Vorjahr auf 0,96 gesunken ist, gehen wir auf annualisierter Basis für 2020 von einem Umsatzrückgang auf 556 Mio. Euro aus. Dabei dürften auch die Margen weiter unter Druck stehen, so dass wir beim EBIT eine überproportionale Verringerung auf 26,0 Mio. Euro erwarten. Dabei verorten wir den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter bei 13,1 Mio. Euro bzw. 1,21 Euro je Aktie. Dementsprechend schätzen wir die Ausschüttung auf 0,50 Euro je Anteilsschein.

In 2021 sollten die Umsätze dann aber wieder auf 573 Mio. Euro zulegen und aufgrund einer höheren Auslastung sowie zunehmend sichtbar werdender Effekte aus dem Strategieprogramm NEXT LEVEL auch die Profitabilität steigen. Daher sehen wir beim EBIT eine überproportionale Verbesserung auf 31,5 Mio. Euro. Im Gleichklang sollte auch das Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter auf 16,4 Mio. Euro bzw. 1,51 Euro je Aktie vorankommen.

Bewertung und Fazit

Inzwischen spiegeln sich das eingetrübte Umfeld in der Investitionsgüterindustrie sowie vor allem die starke Investitionszurückhaltung im Automotive-Sektor auch deutlich im Zahlenwerk der GESCO AG wider. Wenngleich wir auf Basis der angepassten Guidance unsere Schätzungen für das ablaufende Rumpfgeschäftsjahr 2019 sowie auch für 2020 zurückgenommen haben, sehen wir ab 2021 wieder Wachstum und eine steigende Profitabilität.

Hierzu beitragen sollten auch die Maßnahmen im Rahmen der Strategie NEXT LEVEL, die unabhängig von der aktuellen wirtschaftlichen Situation weiterhin planmäßig umgesetzt werden. Daher erachten wir GESCO als nach wie vor gut aufgestellt, um nach der konjunkturbedingt momentan etwas schwierigeren Phase mittel- und langfristige wieder nachhaltige und profitabel wachsen zu können.

Auf Grundlage unserer Schätzungen beläuft sich das aktuelle 2020er-KGV der GESCO-Aktie auf 14,6 und die Dividendenrendite auf sehr attraktive 3,7 Prozent. Dabei notiert das Papier mittlerweile deutlich unter dem per Ende September 2019 mit gut 21,40 Euro je Aktie ausgewiesenen Eigenkapital. Vor diesen Hintergründen reduzieren wir zwar unser Kursziel nochmals auf 24 Euro, betrachten das derzeit gedrückte Kursniveau aber als eine gute Gelegenheit, um die Aktie des Wuppertaler Beteiligungsspezialisten zu „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

GESCO AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr										
bis 2018/19 bis 31.03., ab 2019 bis 31.12.										
	2017/18		2018/19		2019e (9 Mon.)		2020e		2021e	
Umsatzerlöse	547,2	100,0%	574,5	100,0%	430,0	100,0%	556,0	100,0%	573,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-25,2%		29,3%		3,1%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	3,7	0,7%	10,8	1,9%	2,5	0,6%	3,8	0,7%	4,0	0,7%
Veränderung zum Vorjahr			193,4%		-76,9%		52,0%		5,3%	
Sonstige betriebliche Erträge	6,8	1,2%	7,1	1,2%	4,5	1,0%	6,8	1,2%	7,0	1,2%
Veränderung zum Vorjahr			4,3%		-36,2%		51,1%		2,9%	
Gesamtleistung	557,6	101,9%	592,4	103,1%	437,0	101,6%	566,6	101,9%	584,0	101,9%
Veränderung zum Vorjahr			6,2%		-26,2%		29,7%		3,1%	
Materialaufwand	274,5	50,2%	298,3	51,9%	223,7	52,0%	289,7	52,1%	297,7	52,0%
Veränderung zum Vorjahr			8,6%		-25,0%		29,5%		2,8%	
Personalaufwand	147,1	26,9%	150,3	26,2%	117,8	27,4%	158,5	28,5%	161,6	28,2%
Veränderung zum Vorjahr			2,2%		-21,6%		34,5%		2,0%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	78,6	14,4%	70,3	12,2%	51,6	12,0%	65,6	11,8%	66,5	11,6%
Veränderung zum Vorjahr			-10,5%		-26,6%		27,1%		1,3%	
EBITDA	57,4	10,5%	73,5	12,8%	43,9	10,2%	52,9	9,5%	58,3	10,2%
Veränderung zum Vorjahr			28,0%		-40,3%		20,4%		10,2%	
Abschreibungen	23,6	4,3%	25,9	4,5%	20,5	4,8%	26,9	4,8%	26,8	4,7%
Veränderung zum Vorjahr			9,5%		-20,7%		31,2%		-0,4%	
EBIT	33,8	6,2%	47,6	8,3%	23,4	5,4%	26,0	4,7%	31,5	5,5%
Veränderung zum Vorjahr			41,0%		-50,9%		11,0%		21,3%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-1,9	-0,4%	-2,2	-0,4%	-2,5	-0,6%	-3,3	-0,6%	-3,2	-0,6%
Veränderung zum Vorjahr			-15,5%		-10,1%		-34,7%		3,0%	
Ergebnis vor Steuern	31,9	5,8%	45,4	7,9%	20,9	4,9%	22,7	4,1%	28,3	4,9%
Steuerquote	43,0%		34,0%		35,0%		35,0%		35,0%	
Ertragssteuern	13,7	2,5%	15,4	2,7%	7,3	1,7%	7,9	1,4%	9,9	1,7%
Jahresüberschuss	18,2	3,3%	30,0	5,2%	13,6	3,2%	14,7	2,6%	18,4	3,2%
Veränderung zum Vorjahr			65,0%		-54,6%		8,2%		24,8%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter (an Kap.Ges.)	2,1		3,4		1,5		1,6		2,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	16,1	2,9%	26,6	4,6%	12,1	2,8%	13,1	2,4%	16,4	2,9%
Veränderung zum Vorjahr			65,2%		-54,5%		8,4%		24,8%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	10,833		10,833		10,839		10,839		10,839	
Gewinn je Aktie	1,49		2,46		1,12		1,21		1,51	

Aktionärsstruktur

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV	14,4%
Herr Stefan Heimöller	13,7%
LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH	3,1%
LGT Capital Partners Ltd.	3,0%
Streubesitz	65,8%
<i>(Streubesitz gem. Definition der Deutschen Börse inkl. TGV, LBBW und LGT</i>	<i>86,3%)</i>

Termine

28.04.2020	Geschäftsbericht Rumpfgeschäftsjahr 2019
18.06.2020	Ordentliche Hauptversammlung in Wuppertal

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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
08.10.2019	19,30 €	Kaufen	28,00 €
28.08.2019	20,60 €	Kaufen	28,00 €
04.07.2019	24,50 €	Kaufen	33,00 €
17.05.2019	24,25 €	Kaufen	38,00 €
18.02.2019	25,00 €	Kaufen	38,00 €
16.11.2018	27,05 €	Kaufen	43,00 €
25.09.2018	31,20 €	Kaufen	43,00 €
11.09.2018	30,00 €	Kaufen	43,00 €
16.08.2018	31,00 €	Kaufen	43,00 €
03.07.2018	27,40 €	Kaufen	43,00 €
06.06.2018	28,90 €	Kaufen	43,00 €
15.02.2018	32,20 €	Kaufen	41,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	50,0%	43,8%
Halten	48,5%	56,2%
Verkaufen	1,5%	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 Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder 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.