

Akt. Kurs (07.07.2014, 09:02, Xetra): 78,71 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **80,00 (80,00) EUR**

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

Kurzporträt

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

Anlagekriterien

Geschäftszahlen für 2013/14 leicht über letzter Guidance

Ende Juni hat GESCO die endgültigen Zahlen zum Geschäftsjahr 2013/14 (bis 31.3.) publiziert, nachdem bereits Ende Mai die vorläufigen Daten bekannt gegeben worden waren. Da die wesentlichen Eckdaten keine Abweichung aufwiesen, enthielt die aktuelle Berichterstattung keine Überraschungen. Lediglich der Ausblick auf das angelaufene neue Geschäftsjahr enttäuschte, da trotz einer über unseren bisherigen Schätzung liegenden Umsatzguidance lediglich ein Jahresergebnis auf Vorjahresniveau erzielt werden soll.

Der Konzernumsatz stieg im vergangenen Geschäftsjahr um 2,9 Prozent auf 453,3 Mio. Euro. Organisch bewegten sich die Erlöse damit jedoch lediglich auf Vorjahresniveau, so dass der Anstieg ausschließlich auf Konsolidierungseffekte der im letzten Jahr übernommenen Beteiligungen zurückzuführen ist. Der Auftragseingang reduzierte sich leicht um 1 Prozent auf 435,6 Mio. Euro, wobei der organische Rückgang sogar bei 3,5 Prozent lag.

Das Ergebnis war wie bereits unterjährig berichtet von verschiedenen Faktoren geprägt. Konjunkturbedingt waren die Margen insbesondere von Preisdiskussionen beeinflusst. Zudem rückten Lieferfähigkeit und Liefertermine in der Berichtsperiode eher in den Hintergrund. Vor allem einige kleinere Tochtergesellschaften litten unter einer anhaltenden Nachfrageschwäche vor allem aus China bzw. unter spezifischen Sektorproblemen.

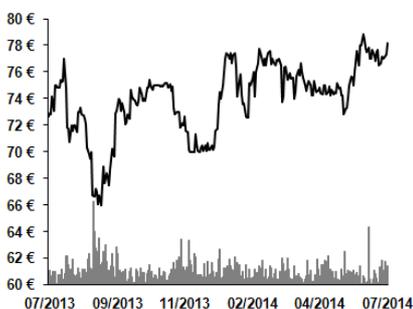
Alle anderen Beteiligungen verzeichneten angabegemäß eine stabile bis nur leicht rückläufige Geschäftsentwicklung. Darüber hinaus belasteten mehrere kleinere Einmaleffekten wie erhöhte Due-Diligence-Aufwendungen, aber auch unvorhersehbare technischen Problemen bei zwei komplexen Projekten sowie operative Belastungen durch Baumaßnahmen.

In Summe sank das operative Ergebnis (EBIT) von 37,3 auf 32,0 Mio. Euro. Hier machten sich auch die höheren Abschreibungen aufgrund der überproportionalen Investitionen der vergangenen Perioden bemerkbar, die von 14,4 auf 16,7 Mio. Euro zulegten. Bei einem verbesserten Finanzergebnis, einer leicht gesunkenen Steuerbelastung und einem niedrigeren Ergebnisanteil Dritter reduzierte sich das Konzernergebnis der Aktionäre auf 18,1 nach 20,9 Mio. Euro. Folglich fiel auch das Ergebnis je Aktie von 6,30 auf 5,45 Euro, lag damit aber leicht über der zuletzt kommunizierten Guidance.

Ergebnisprognose für das neue Geschäftsjahr schwächer als erwartet

Für das angelaufene Geschäftsjahr 2014/15 erwartet das Management einen Umsatz von 470 bis 480 Mio. Euro und liegt damit leicht über unserer letzten Schätzung von 470 Mio. Euro. Ursache für den positiven Ausblick ist die

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	79,00 €	65,13 €
Aktueller Kurs:	78,71 €	
Aktienzahl ges.:	3.325.000	
Streubesitz:	86,5%	
Marktkapitalis.:	261,7 Mio. €	



Kennzahlen

	12/13	13/14	14/15e	15/16e
Umsatz	440	453	480	490
<i>bisher</i>	---	450	470	485
EBIT	37,3	32,0	32,7	37,3
<i>bisher</i>	---	31,7	37,0	40,5
Jahresüb.	20,9	18,1	18,7	21,4
<i>bisher</i>	---	17,7	21,0	23,1
Erg./Aktie	6,30	5,45	5,61	6,43
<i>bisher</i>	---	5,33	6,32	6,96
Dividende	2,50	2,20	2,20	2,40
<i>bisher</i>	---	2,15	2,50	---
KGV	12,5	14,4	14,0	12,2
Div.rendite	3,2%	2,8%	2,8%	3,0%

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

gestiegene Investitionsbereitschaft der Kunden. Hier sind vor allem die Automobilzulieferer zu nennen, die in der abgelaufenen Periode noch eine deutliche Investitionszurückhaltung zeigten.

Bemerkbar macht sich diese positive Tendenz bereits in den vorläufigen Auftragseingangsdaten für das erste Quartal, welches die operativen Monate Januar bis März der Tochtergesellschaften umfasst. Das in diesem Zeitraum von 110 auf 126 Mio. Euro erhöhte Ordervolumen sollte zeitversetzt in Umsätze umgewandelt werden. Die Erlöse lagen mit 109 Mio. Euro noch in etwa auf dem Vorjahresniveau, so dass sich ein sehr erfreuliches Book-to-bill-Ratio von 1,16 errechnet.

Dieser positive Umsatz- und Auftragstrend wird sich nach Angaben des Managements jedoch in 2014/15 noch nicht in den Ergebniszahlen widerspiegeln. Hauptsächlich sind hierfür Strukturmaßnahmen bei zwei Tochtergesellschaften verantwortlich, die aufgrund des starken Wachstums dieser Unternehmen notwendig geworden sind.

Zum einen handelt es sich hierbei um die Tochter Protomaster, bei der eine erhebliche Erhöhung der Abrufzahlen bei mehreren laufenden Großaufträgen erfolgte. Die in diesem Zusammenhang zu Tage getretenen Probleme – Mangel an qualifiziertem Personal und organisatorische Defizite – werden nunmehr behoben, zusätzlich erfolgen Vorleistungen für künftige Entwicklungen.

Zum anderen hat sich bei MAE der Umsatz seit 2006 mehr als verdoppelt. Dieses starke Wachstum führt in der aktuellen Phase, in der Baumaßnahmen vollzogen werden, technische Herausforderungen bei neu entwickelten Maschinen auftreten sowie die Eitel-Akquisition zu integrieren ist, bei ebenfalls personellen Engpässen dazu, dass die anstehenden Strukturmaßnahmen gleichfalls im laufenden Geschäftsjahr die Ergebnisseite belasten werden.

Insgesamt erwartet die Gesellschaft daher nur ein Ergebnis in etwa auf Vorjahresniveau. Explizit liegt die erwartete Bandbreite des Konzernüberschusses nach Anteilen Dritter bei 17,5 bis 18,5 Mio. Euro. Folglich rechnet das GESCO-Management lediglich mit einem Gewinn je Aktie von 5,26 bis 5,56 Euro und bleibt damit deutlich unterhalb unserer bisherigen Prognose von 6,32 Euro.

Anpassung der GSC-Schätzungen

Auf Basis der Unternehmensguidance für das laufende Geschäftsjahr haben wir unsere Schätzungen für 2014/15 entsprechend angepasst, liegen jedoch mit einer Gewinnerwartung von 5,61 Euro je Aktie leicht über der publizierten Bandbreite der Gesellschaft.

Dabei rechnen wir damit, dass sich die konjunkturelle Entwicklung im weiteren Jahresverlauf etwas freundlicher gestaltet, als derzeit vom Markt angenommen wird. Zudem gehen wir davon aus, dass der zu erwartende Aufwand für die genannten Strukturmaßnahmen in der publizierten Unternehmensprognose angemessen berücksichtigt ist, so dass wir zum jetzigen Zeitpunkt dort kein negatives Überraschungspotenzial erwarten.

Für das Folgejahr 2015/16 haben wir ebenfalls Adjustierungen vorgenommen, die zu einer Reduktion unserer Gewinnerwartung von bisher 6,96 auf nunmehr 6,43 Euro führen.

Bewertung und Fazit

Positiv vermerken wir, dass sich die zuletzt teilweise zu registrierende Investitionszurückhaltung bei den Kunden der GESCO AG nun sukzessive aufzulösen scheint. Zudem dürften die Strukturmaßnahmen bei MAE und Protomaster mittelfristig bei diesen Gesellschaften zu deutlich höheren Ergebnissen führen.

Zuletzt hatten wir noch gehofft, dass die für das abgelaufene Geschäftsjahr bereits unterjährig berichteten Einmalbelastungen in 2014/15 nicht mehr anfallen würden. Ein Teil dieser Effekte scheint jedoch auch noch in das aktuelle Geschäftsjahr hinein zu wirken.

Insgesamt sind wir jedoch mit unseren Schätzungen etwas optimistischer als das Management. Grund hierfür ist auf der einen Seite eine von uns etwas stärker als allgemein erwartete Belebung der Konjunktur. Auf der anderen Seite gehen wir von einer angemessenen Berücksichtigung möglicher Aufwendungen aus den anstehenden Strukturmaßnahmen in der Unternehmensguidance aus.

Aufgrund der weiteren Aufhellung der Ordertätigkeit sowie der unverändert positiven mittelfristigen Chancen behalten wir unser Kursziel von 80 Euro für die GESCO-Aktie trotz der Reduktion unserer Gewinnreihen bei. Angesichts des aktuellen Kursniveaus bestätigen wir unsere „Halten“-Empfehlung, da wir zumindest kurzfristig keine entscheidenden Treiber für eine Höherbewertung sehen.

Gewinn- und Verlustrechnung

GESCO AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.03.	2011/12		2012/13		2013/14		2014/15e		2015/16e	
Umsatzerlöse	415,4	96,6%	440,4	96,6%	453,3	100,0%	480,0	98,0%	490,0	98,0%
Veränderung zum Vorjahr	23,9%		6,0%		2,9%		5,9%		2,1%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	10,0	2,3%	9,4	2,1%	-6,6	-1,5%	5,0	1,0%	5,0	1,0%
Sonstige betriebliche Erträge	4,6	1,1%	6,3	1,4%	6,6	1,5%	5,0	1,0%	5,0	1,0%
Gesamtleistung	430,1	100%	456,1	100%	453,3	100%	490,0	100%	500,0	100%
Veränderung zum Vorjahr	25,4%		6,1%		-0,6%		8,1%		2,0%	
Materialaufwand	231,3	53,8%	236,2	51,8%	227,2	50,1%	247,5	50,5%	251,5	50,3%
Veränderung zum Vorjahr	28,4%		2,1%		-3,8%		8,9%		1,6%	
Personalaufwand	97,5	22,7%	113,6	24,9%	122,8	27,1%	133,3	27,2%	135,0	27,0%
Veränderung zum Vorjahr	13,0%		16,5%		8,1%		8,5%		1,3%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	50,1	11,7%	54,6	12,0%	54,6	12,0%	59,5	12,2%	59,0	11,8%
Veränderung zum Vorjahr	30,9%		9,0%		0,0%		9,0%		-0,9%	
EBITDA	51,2	11,9%	51,8	11,3%	48,7	10,7%	49,7	10,2%	54,5	10,9%
Veränderung zum Vorjahr	34,1%		1,1%		-5,9%		2,1%		9,6%	
Abschreibungen	12,1	2,8%	14,4	3,2%	16,7	3,7%	17,0	3,5%	17,2	3,4%
Veränderung zum Vorjahr	7,6%		19,5%		15,8%		1,8%		1,2%	
EBIT	39,1	9,1%	37,3	8,2%	32,0	7,1%	32,7	6,7%	37,3	7,5%
Veränderung zum Vorjahr	45,1%		-4,5%		-14,3%		2,3%		13,9%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-3,4	-0,8%	-3,5	-0,8%	-3,0	-0,7%	-3,1	-0,6%	-3,2	-0,6%
Ergebnis vor Steuern	35,7	8,3%	33,8	7,4%	29,0	6,4%	29,6	6,0%	34,2	6,8%
Steuerquote	31,1%		31,5%		31,9%		31,3%		31,5%	
Ertragssteuern	11,1	2,6%	11,1	2,4%	9,3	2,0%	9,3	1,9%	10,8	2,2%
Jahresüberschuss	24,6	5,7%	22,7	5,0%	19,8	4,4%	20,4	4,2%	23,4	4,7%
Veränderung zum Vorjahr	49,5%		-7,5%		-13,1%		3,0%		14,9%	
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%	1,6	0,4%	1,7	0,3%	2,0	0,4%
Bereinigter Jahresüberschuss	22,5	5,2%	20,9	4,6%	18,1	4,0%	18,7	3,8%	21,4	4,3%
Veränderung zum Vorjahr	47,7%		-7,2%		-13,3%		3,0%		14,6%	
Anzahl der Aktien	3,043		3,318		3,325		3,325		3,325	
Gewinn je Aktie	7,40		6,30		5,45		5,61		6,43	

Aktionärsstruktur

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

Termine

15. 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
Internet: 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

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
17.02.2014	76,25 €	Halten	80,00 €
22.11.2013	71,23 €	Halten	75,00 €
06.09.2013	67,80 €	Halten	75,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2014):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	44,4%	38,5%
Halten	55,6%	61,5%
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 Umplatzierung 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.