

Akt. Kurs (03.07.2015, 11:57, Xetra): 73,62 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 Segmenten Werkzeug-/Maschinenbau und Kunststoff-Technik mehrheitlich und auf lange Sicht, meist im Rahmen von Nachfolgeregelungen.

Anlagekriterien

2014/15 insbesondere durch Restrukturierungen belastet

Vor wenigen Tagen hat GESCO die Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2014/15 (bis 31.3.) veröffentlicht. Im Vorfeld hatte das Unternehmen Anfang Juni bereits einzelne vorläufige Daten bekanntgegeben. Wie bereits in der unterjährigen Berichterstattung erkennbar, wurde der Geschäftsverlauf 2014/15 von verschiedenen Belastungsfaktoren beeinträchtigt, die sich hauptsächlich auf der Ergebnisseite bemerkbar machten.

Insbesondere belasteten die beiden Restrukturierungsfälle MAE Maschinen- und Apparatebau Götzen sowie Protomaster, die beide durch ein starkes Wachstum und entsprechend hohe Kundenanforderungen vor organisatorischen Problemen standen, die kurzfristig nicht ausreichend gelöst werden konnten. Dabei konnte die umsatzmäßig kleinere Protomaster zumindest einen Erlösanstieg um 11,7 Prozent auf 8,6 Mio. Euro verbuchen.

Die verzögerte Bearbeitung von Neuaufträgen aufgrund der Fokussierung auf Entwicklungsmaschinen bescherte hingegen der MAE einen markanten Umsatzverlust von 27,2 Prozent auf nur noch 24,8 Mio. Euro. In beiden Gesellschaften wurden alle Anstrengungen unternommen, die Ursachen für die Belastungen zu beseitigen.

Zu den beiden Restrukturierungsfällen kamen gravierende Umsatzrückgänge bei der Beteiligung Frank Walz- und Schmiedetechnik, die einen hohen Exportanteil in die Märkte Russland, Ukraine und Kasachstan hat und damit voll von der sich im letzten Jahr zuspitzenden Ukraine-Krise und der damit zusammenhängenden Schwäche der lokalen Währungen getroffen wurde. Hier reduzierten sich die Erlöse um 15,9 Prozent auf 28,2 Mio. Euro.

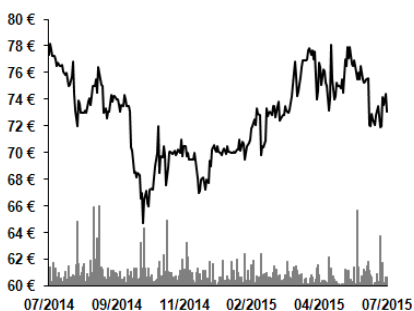
Zudem gingen bei der Tochter SVT die Umsatzerlöse deutlich um 14,8 Prozent auf 44,1 Mio. Euro zurück. Ursache waren hier insbesondere im Vorjahr wirksame Sondereffekte aus abgeschlossenen Großaufträgen. Darüber hinaus machte sich ab dem Jahreswechsel 2014/15 die starke Investitionszurückhaltung der Kunden als Folge des gesunkenen Ölpreises bemerkbar.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass MAE, Frank und SVT nach der größten und wichtigsten Tochter Dörrenberg (ca. 35 Prozent Konzernumsatz) die drei umsatzstärksten Tochtergesellschaften sind.

Neben den genannten Enttäuschungen profitierte GESCO aber auch von erfreulichen Erlöszuwächsen bei Dörrenberg von 5,8 Prozent auf 171,1 Mio. Euro. Auch kleinere Beteiligungen wie AstroPlast (+16,2 Prozent) oder C.F.K. (+23,1 Prozent) entwickelten sich positiv.

Alles in allem erzielte GESCO im abgelaufenen Geschäftsjahr einen leichten Umsatzverlust von 0,4 Prozent auf 451,4 Mio. Euro, wobei der organische Rückgang angabegemäß bei 1,4 Prozent lag.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	78,71 €	62,78 €
Aktueller Kurs:	73,62 €	
Aktienzahl ges.:	3.325.000	
Streubesitz:	80,0%	
Marktkapitalis.:	244,8 Mio. €	



Kennzahlen

	13/14	14/15	15/16e	16/17e
Umsatz	453	451	485	505
<i>bisher</i>	---	455	475	495
EBIT	32,0	27,3	26,4	33,2
<i>bisher</i>	---	27,0	33,9	38,7
Jahresüb.	18,1	12,4	13,2	18,6
<i>bisher</i>	---	14,7	19,3	22,3
Erg./Aktie	5,45	3,72	3,98	5,59
<i>bisher</i>	---	4,41	5,80	6,72
Dividende	2,20	1,75	1,75	2,25
<i>bisher</i>	---	---	2,30	---
KGV	13,5	19,8	18,5	13,2
Div.rendite	3,0%	2,4%	2,4%	3,1%

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

Ergebnis deutlich rückläufig

Insbesondere die Restrukturierungsfälle sorgten aufgrund hoher sonstiger betrieblicher Aufwendungen für eine Verringerung des EBITDA von 48,7 auf 46,2 Mio. Euro. Die Belastungen aus MAE und Protomaster schätzen wir dabei auf rund 7 Mio. Euro ein.

Infolge der hohen Investitionen der vergangenen Jahre stiegen die Abschreibungen deutlich von 16,7 auf 18,9 Mio. Euro, was zur Folge hatte, dass das operative Ergebnis (EBIT) überproportional zum EBITDA von 32,0 auf 27,3 Mio. Euro zurückging.

Bei einem trotz ausgeweiteter Nettofinanzverschuldung von 58,1 auf 79,2 Mio. Euro leicht verbesserten Finanzergebnis stieg die Steuerquote deutlich von 31,9 auf 42,4 Prozent. Hintergründe sind hier die steuerlich nicht abzugsfähige Goodwill-Abschreibung auf Protomaster von 0,5 Mio. Euro sowie nur in begrenztem Umfang aktivierbare latente Steuern.

Folglich sank der Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter von 18,1 auf nur noch 12,4 Mio. Euro, was deutlich unter der im Herbst 2014 bereits nach unten korrigierten Prognose von 14,5 bis 15,0 Mio. Euro liegt. Der Gewinn je Aktie errechnet sich mit 3,72 (Vj. 5,45) Euro. Für die Ausschüttung schlägt das Management eine Dividende von 1,75 Euro je Aktie vor, was einer Ausschüttungsquote von 47 Prozent entspricht und damit über der üblichen Politik einer Quote von 40 Prozent liegt.

Gewinnprognose für 2015/16 enttäuscht

Die Belastungen aus dem abgelaufenen Geschäftsjahr werden auch noch in 2015/16 anhalten, wobei die negative Effekte aus den beiden Restrukturierungsfällen aber deutlich geringer ausfallen sollten. Wir gehen hier nur noch von Belastungen in Höhe von etwa 2 Mio. Euro und somit von einer Verbesserung um rund 5 Mio. Euro aus. Dagegen erwarten wir jedoch schwächere Ergebnisse bei SVT in Folge des gesunkenen Ölpreises. Die Entwicklung bei Frank dürfte sich vor dem Hintergrund der anhaltenden Ukraine-Krise weiter auf einem niedrigen Niveau bewegen. Daneben erwartet GESCO auch bei einigen Werkzeugbauern aus dem Portfolio – teils zyklisch bedingt – rückläufige Ergebnisse.

In Summe geht der Konzern von einem leichten organischen Umsatzwachstum aus. Zudem wird die zu Anfang des Kalenderjahres übernommene Setterstix Corp. aus den USA rund 10 Mio. Euro Erlöse beisteuern. Folglich soll der Umsatz im Gesamtjahr zwischen 480 und 490 Mio. Euro liegen. Der Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter soll bei einer wieder reduzierten Steuerquote, jedoch weiter steigenden Abschreibungen ebenfalls leicht auf einen Wert zwischen 12,5 und 14,0 Mio. Euro ansteigen. Dies würde einem Ergebnis je Aktie in einer Bandbreite von 3,76 bis 4,21 Euro entsprechen.

Auch wenn diese Ergebnisprognose enttäuschend ausfällt, sind die gleichfalls publizierten vorläufigen Zahlen für das Auftaktquartal 2015/16 (bis 30.6.) hingegen ermutigend. Diese zeigen einen sehr hohen Auftragseingang von 146 Mio. Euro (+15 Prozent) und einen Quartalsumsatz von rund 119 Mio. Euro (+9 Prozent). Das Book-to-bill-Ratio liegt mit 1,22 deutlich über 1, wobei zu berücksichtigen ist, dass einige Großaufträge, die jedoch teilweise erst 2016/17 umsatz- und ertragswirksam werden, den Wert positiv beeinflusst haben.

Das Management nennt hier beispielhaft einen Auftragseingang in den ersten drei Monaten bei MAE von rund 14 Mio. Euro (Jahresumsatz 2014: 25 Mio. Euro) oder neue Orders bei SVT von 22 Mio. Euro (Jahresumsatz 2014: 44 Mio. Euro), wovon alleine 11 Mio. Euro erst 2016 abgerechnet werden sollen.

Nach einem Auftragsbestand von 184 Mio. Euro zum Geschäftsjahresende stieg dieser Wert infolge der rekordhohen Auftragseingänge auf nunmehr 208 Mio. Euro.

Ohne konkrete Zahlen zu nennen, verweist das Management bezüglich des Quartalsergebnisses auf die weiterhin hohen Restrukturierungskosten bei MAE und Protomaster, die sich erst im weiteren Verlauf des Jahres deutlich reduzieren sollen.

Überarbeitung der GSC-Schätzungen

Nach Vorlage der endgültigen Zahlen, dem gegebenen Ausblick sowie den erläuternden Ausführungen des Managements haben wir unsere Gewinn-schätzungen überarbeitet.

Die aktuellen Konjunkturerwartungen sind zwar insgesamt recht optimistisch, werden unseres Erachtens aber hauptsächlich durch steigende Konsumbe-reitschaft aufgrund des Niedrigzinsumfeldes, den niedrigen Ölpreis und die günstigen Währungsrelationen getrieben. Die Entwicklung der für die GESCO-Beteiligungen wichtigen Unternehmensinvestitionen wird von uns aufgrund der zahlreichen geopolitischen Brandherde wie Griechenland und Russland als eher zurückhaltend betrachtet.

Vor diesem Hintergrund sind wir von dem gegebenen Umsatzausblick der GESCO-Gruppe positiv überrascht, zumal die Prognose gut durch den gemeldeten Auftragsbestand und die aktuellen Ordereingänge untermauert ist. Aus diesem Grund haben wir auch unsere Umsatzerwartung für das laufende Geschäftsjahr von 475 auf 485 Mio. Euro angehoben. Unterschätzt haben wir bislang jedoch die deutlich länger als erwartet anhaltenden Belastungen aus den beiden Restrukturierungsfällen. Ebenso hatten wir mit der temporär negativen Entwicklung bei SVT sowie den augenscheinlich länger als erwartet andauernden belastenden Rahmenfaktoren bei Frank nicht in diesem Ausmaß gerechnet. Folglich reduzieren wir unsere Gewinnprognose für 2015/16 deutlich von zuletzt 5,80 auf nur noch 3,98 Euro je Aktie.

Für 2016/17 sind wir angesichts der Enttäuschungen der letzten beiden Geschäfts-jahre nunmehr auch vorsichtiger, erwarten jedoch eine deutliche Er-gebnissteigerung gegenüber dem aktuellen Geschäftsjahr. Mit einer geschätzten EBIT-Marge von 6,4 Prozent dürfte der Konzern jedoch noch spürbar unter den erzielten Margen der Vergangenheit (8 bis 10 Prozent) bleiben. Das Ergebnis je Aktie würde bei dieser Marge bei 5,59 Euro statt der zuletzt erwarteten 6,72 Euro liegen.

Bewertung und Fazit

Nachdem bereits das vorangegangene Geschäftsjahr 2013/14 der GESCO AG nicht den Erwartungen entsprochen hatte, muss auch das abgelaufene Geschäftsjahr 2014/15 mehr oder weniger als enttäuschend eingestuft werden. Anfangs hatten wir die Hoffnung, dass die Restrukturierungsfälle MAE und Protomaster zeitnah gelöst werden könnten, und hatten nicht erwartet, dass die Folgen selbst noch im laufenden Geschäftsjahr 2015/16 zu spüren sein werden.

Die jeweils unterschiedlichen Probleme bei Frank bzw. SVT wollen wir nicht überbewerten, da sie nicht hausgemacht sind. Um gerade solche Themen wie einzelne Länder- oder Branchenschwächen auszugleichen, besitzt die GESCO-Gruppe ein ausgeglichenes Beteiligungsportfolio. Erschwerend kommt in der derzeitigen Situation natürlich hinzu, dass SVT, Frank und MAE nach Dörrenberg (ca. 35 Prozent Konzernumsatz) die drei umsatzstärksten Tochtergesellschaften sind und entsprechend aktuell kumulierte Schwächen bei diesen Gesellschaften nur schwerlich auszugleichen sind.

Nach den jüngsten Aussagen des Managements sind wir aktuell jedoch zuversichtlich, dass die Restrukturierungen in 2015/16 tatsächlich erfolgreich beendet werden können und die beiden Gesellschaften zukünftig wieder adäquate Ergebnisbeiträge liefern werden. Die Erreichung alter Margenniveaus ist daher aus unserer Sicht nur eine Frage der Zeit. Bei unterstellten Margen auf Basis der Jahre 2005/06 bis 2012/13 könnte GESCO bei aktuellem bzw. leicht steigendem Umsatzniveau perspektivisch auf einen Gewinn je Aktie von 7 bis 9 Euro kommen.

Angesichts der Enttäuschungen der letzten beiden Geschäftsjahre mit wiederholten Gewinnrevisionen wollen wir aber zunächst auf wirklich nachhaltige Erfolge aus den Restrukturierungen warten. Wir erkennen daher und vor dem Hintergrund des aktuellen Ergebnisniveaus unverändert keine entscheidenden kurzfristigen Treiber für eine Höherbewertung der GESCO-Aktie. Mit Blick auf das Ergebnispotenzial über das Jahr 2016/17 hinaus bestätigen wir trotz reduzierter Prognosereihen unser Kursziel mit 75 Euro sowie unsere „Halten“-Empfehlung.

Gewinn- und Verlustrechnung

GESCO AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.03.	2012/13		2013/14		2014/15		2015/16e		2016/17e	
Umsatzerlöse	440,4	96,6%	453,3	100,0%	451,4	95,2%	485,0	97,7%	505,0	97,8%
Veränderung zum Vorjahr			2,9%		-0,4%		7,4%		4,1%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	9,4	2,1%	-6,6	-1,5%	16,3	3,4%	5,0	1,0%	5,0	1,0%
Sonstige betriebliche Erträge	6,3	1,4%	6,6	1,5%	6,6	1,4%	6,5	1,3%	6,5	1,3%
Gesamtleistung	456,1	100%	453,3	100%	474,4	100%	496,5	100%	516,5	100%
Veränderung zum Vorjahr			-0,6%		4,7%		4,7%		4,0%	
Materialaufwand	236,2	51,8%	227,2	50,1%	236,1	49,8%	250,2	50,4%	259,3	50,2%
Veränderung zum Vorjahr			-3,8%		3,9%		6,0%		3,6%	
Personalaufwand	113,6	24,9%	122,8	27,1%	131,5	27,7%	138,0	27,8%	142,0	27,5%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		7,1%		5,0%		2,9%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	54,6	12,0%	54,6	12,0%	60,6	12,8%	62,3	12,6%	62,0	12,0%
Veränderung zum Vorjahr			0,0%		11,0%		2,8%		-0,5%	
EBITDA	51,8	11,3%	48,7	10,7%	46,2	9,7%	45,9	9,3%	53,2	10,3%
Veränderung zum Vorjahr			-5,9%		-5,2%		-0,5%		15,8%	
Abschreibungen	14,4	3,2%	16,7	3,7%	18,9	4,0%	19,5	3,9%	20,0	3,9%
Veränderung zum Vorjahr			15,8%		13,0%		3,3%		2,6%	
EBIT	37,3	8,2%	32,0	7,1%	27,3	5,8%	26,4	5,3%	33,2	6,4%
Veränderung zum Vorjahr			-14,3%		-14,7%		-3,2%		25,6%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-3,5	-0,8%	-3,0	-0,7%	-2,7	-0,6%	-3,0	-0,6%	-3,0	-0,6%
Ergebnis vor Steuern	33,8	7,4%	29,0	6,4%	24,6	5,2%	23,4	4,7%	30,2	5,8%
Steuerquote	32,8%		31,9%		42,4%		35,0%		31,5%	
Ertragssteuern	11,1	2,4%	9,3	2,0%	10,4	2,2%	8,2	1,7%	9,5	1,8%
Jahresüberschuss	22,7	5,0%	19,8	4,4%	14,2	3,0%	15,2	3,1%	20,7	4,0%
Veränderung zum Vorjahr			-13,1%		-28,4%		7,6%		35,9%	
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.)	1,8	0,4%	1,6	0,4%	1,8	0,4%	2,0	0,4%	2,1	0,4%
Bereinigter Jahresüberschuss	20,9	4,6%	18,1	4,0%	12,4	2,6%	13,2	2,7%	18,6	3,6%
Veränderung zum Vorjahr			-13,3%		-31,9%		7,1%		40,5%	
Gewichtete Gesamtanzahl der Aktien	3,318		3,324		3,323		3,323		3,323	
Gewinn je Aktie	6,30		5,45		3,72		3,98		5,59	

Aktionärsstruktur

Herr Stefan Heimöller	13,6%
Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV	6,4%
Streubesitz	80,0%

Termine

14. August 2015	Zahlen erstes Quartal 2015/16 (01.04.-30.06.15)
18. August 2015	Ordentliche Hauptversammlung in Wuppertal
13. November 2015	Halbjahreszahlen 2015/16 (01.04.-30.09.15)

Kontaktadresse

GESCO AG
Johannisberg 7
D-42103 Wuppertal

E-Mail: 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
20.02.2015	70,10 €	Halten	75,00 €
21.11.2014	71,00 €	Halten	75,00 €
20.08.2014	74,31 €	Halten	80,00 €
07.07.2014	78,71 €	Halten	80,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2015):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	58,3%	41,7%
Halten	37,5%	58,3%
Verkaufen	4,2%	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.