

Akt. Kurs (21.02.2017, 13:12, Xetra): 22,60 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **24,00 (24,00) EUR**

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

Kurzportrait

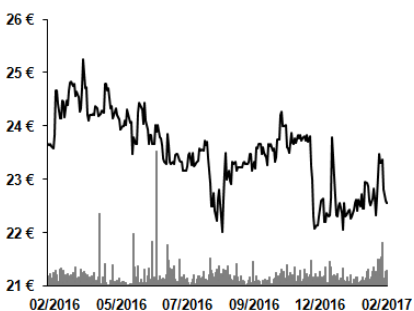
Die GESCO AG erwirbt etablierte mittelständische Unternehmen der Segmente Produktionsprozess-, Ressourcen-, Gesundheits- und Infrastruktur- sowie Mobilitäts-Technologie mehrheitlich und auf lange Sicht, meist im Rahmen von Nachfolgeregelungen.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	25,27 €	21,82 €
Aktueller Kurs:	22,60 €	
Aktienzahl ges.:	9.975.000	
Streubesitz:	71,2%	
Marktkapitalis.:	225,4 Mio. €	

Anlagekriterien

Drittes Quartal 2016/17 mit den erwarteten Aufhellungstendenzen

Nach einem schwachen ersten Halbjahr zeigen die Zahlen zum dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2016/17 (01.10.-31.12.), das operativ die Monate Juli bis September der Tochtergesellschaften umfasst, die erwarteten Verbesserungen. So konnte zum einen der Auftragseingang mit einem Plus von 5,1 Prozent auf 126,1 Mio. Euro zulegen. Auch der Umsatz erreichte mit 128,8 Mio. Euro einen erfreulichen Wert, wenngleich das Vorjahresniveau von 131,9 Mio. Euro nicht ganz erreicht werden konnte.



Allerdings konnte das operative Ergebnis (EBIT) leicht von 9,2 auf 9,3 Mio. Euro verbessert werden, was einer Steigerung der EBIT-Marge von 7,0 auf 7,2 Prozent entspricht. Gegenüber den vorangegangenen Quartalen bedeutet dies eine Verbesserung um mehr als drei Prozentpunkte. Bei leicht gesunkenen Finanzaufwendungen, aber einer etwas erhöhten Steuerquote lag das Periodenergebnis nach Drittanteilen im dritten Quartal bei 4,9 nach 5,0 Mio. Euro bzw. 0,49 nach 0,50 Euro je Aktie. Hierbei ist der im Dezember 2016 umgesetzte Aktiensplit im Verhältnis 1:3 bereits berücksichtigt.

Kennzahlen

	14/15	15/16	16/17e	17/18e
Umsatz	451,4	494,0	480,0	515,0
<i>bisher</i>	---	---	---	500,0
EBIT	27,3	31,5	15,6	29,6
<i>bisher</i>	---	---	23,6	28,2
Jahresüb.	12,4	16,1	6,5	16,2
<i>bisher</i>	---	---	11,8	15,2
Erg./Aktie	1,24	1,62	0,65	1,62
<i>bisher</i>	---	---	1,18	1,52
Dividende	0,58	0,67	0,26	0,65
<i>bisher</i>	---	---	0,48	0,62
KGV	18,2	14,0	34,5	14,0
Div.rendite	2,6%	3,0%	1,2%	2,9%

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

Für den Neunmonatszeitraum ergibt sich aufgrund des schwachen ersten Halbjahres noch ein verhaltenes Bild. Bei einem einigermaßen stabilen Auftragseingang von 376,4 (Vj. 378,1) Mio. Euro lagen die Erlöse bei 357,5 (369,2) Mio. Euro. Auf EBIT-Ebene wirkten sich der Umsatzrückstand sowie höhere Abschreibungen entsprechend aus, so dass hier nur noch 19,9 nach 25,3 Mio. Euro ausgewiesen wurden. Folglich sank auch der Periodenüberschuss nach Drittanteilen in den ersten neun Monaten von 13,0 auf 9,7 Mio. Euro bzw. das Ergebnis je Aktie von 1,30 auf 0,98 Euro.

Strategische Veränderungen im Beteiligungskreis

Bereits im Dezember 2016 hat GESCO eine Erweiterung des Beteiligungsportfolios mit dem 100-prozentigen Erwerb der Pickhardt & Gerlach-Gruppe (PGW) bekanntgegeben. Die im sauerländischen Finentrop ansässige PGW erwirtschaftet einen profitablen Jahresumsatz von rund 30 Mio. Euro, wovon rund zwei Drittel im Ausland realisiert werden. Die Gesellschaft veredelt kaltgewalzten Bandstahl, der in Endprodukten wie Elektronik-Leistungsschutzschaltern, Aktenordnern oder auch Scheibenwischern zum Einsatz kommt. Nach mittlerweile erfolgter Kartellfreigabe wird PGW erstmals mit dem Geschäftsjahr 2017/18 in die Erfolgsrechnung eingehen.

Zudem hat der Konzern Anfang Februar mitgeteilt, dass der Entschluss zur Veräußerung der Protomaster GmbH gefallen ist. Die seit 2012 im GESCO-Verbund befindliche Beteiligung war in den letzten zweieinhalb Jahren ein Restrukturierungsfall. Offensichtlich hat sich nunmehr die Erkenntnis durchgesetzt, dass die umgesetzten Sanierungsmaßnahmen mittel- bis langfristig

nicht zu den gewünschten Erfolgen führen werden. In diesem Zusammenhang avisierte GESCO einen Einmaleffekt in Höhe von rund 6,5 Mio. Euro, der das Jahresergebnis 2016/17 belasten wird. Mit der Verbuchung dieser Aufwendungen sollten weitere negative Einflüsse vermieden werden.

Anpassung des Ausblicks

Für das abschließende vierte Quartal (01.01.-31.03.), das operativ die Monate Oktober bis Dezember der Tochtergesellschaften umfasst, publizierte das Management einen Auftragseingang von rund 122 Mio. Euro, was einer deutlichen Steigerung gegenüber dem Vorjahreswert von 105,1 Mio. Euro entspricht. Auch der Konzernumsatz soll mit etwa 125 (Vj. 124,8) Mio. Euro auf einem hohen Niveau liegen. Entsprechend erhöhte sich der Auftragsbestand angabegemäß um fast 10 Prozent auf rund 188 Mio. Euro und bietet damit eine gute Ausgangslage für das kommende Geschäftsjahr 2017/18.

Das operative Geschäft hat sich laut Management besser als erwartet entwickelt, so dass die im Herbst 2016 nochmals gesenkte Guidance für den operativen Konzernüberschuss nach Drittanteilen wieder etwas angehoben werden konnte, und zwar um 1 Mio. Euro auf eine Bandbreite von 12,5 bis 13,5 Mio. Euro. Aufgrund der Einmalbelastungen in Höhe von 6,5 Mio. Euro durch die Verkaufsabsicht bei Protomaster ergibt sich allerdings ein neuer Ausblick für das absolute Konzernergebnis nach Drittanteilen von nur noch 6,0 bis 7,0 Mio. Euro. Die Umsatzprognose von 480 Mio. Euro bleibt von der Adjustierung der Guidance unberührt.

Ungewöhnlich früh äußerte sich GESCO darüber hinaus bereits zur erwarteten Entwicklung für das kommende Geschäftsjahr, wenn auch zunächst nur qualitativ und noch nicht quantitativ. So rechnet das Management für 2017/18 neben dem externen Wachstum aus dem Erwerb der PGW-Gruppe mit weiteren organischen Zuwächsen beim Umsatz sowie nach dem Gewinnrückgang im laufenden Geschäftsjahr auch wieder mit einem Ergebnisplus.

Zudem erklärte GESCO, eine vollständige oder teilweise Ausnutzung des von der Hauptversammlung im August 2016 beschlossenen neuen genehmigten Kapitals in Erwägung zu ziehen. Im Maximalfall würde dies eine Erhöhung des Grundkapitals bzw. der Anzahl der Aktien um 10 Prozent bedeuten.

Adjustierung der GSC-Schätzungen

Wir haben die angepasste Unternehmensprognose sowie den umgesetzten Aktiensplit auch in unseren Schätzungen verarbeitet. So erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2016/17 jetzt splitbereinigt nur noch ein Ergebnis je Aktie von 0,65 Euro nach zuvor 1,18 Euro. Auch die Dividende sollte bei einer unveränderten Ausschüttungspolitik von 40 Prozent des Jahresüberschusses entsprechend niedriger bei 0,26 Euro ausfallen.

In unseren Prognosereihen für die beiden kommenden Geschäftsjahre haben wir die Veränderungen im Konsolidierungskreis berücksichtigt, wobei sich auf der Ergebnisseite zunächst keine wesentlichen Anpassungen ergeben. Hierbei gehen wir davon aus, dass GESCO-typisch aufgrund der konservativen Bilanzierungsmethode insbesondere in den ersten ein bis zwei Geschäftsjahren nach einer Übernahme noch keine hohen Ergebnisbeiträge von den jeweiligen Akquisitionen zu erwarten sind. Unsere Schätzungen für den Gewinn je Aktie steigen somit nur leicht für 2017/18 von 1,52 auf 1,62 Euro sowie für 2018/19 von 1,70 auf 1,81 Euro.

Bewertung und Fazit

Mit Blick auf die Entwicklung der Auftragseingänge und die Indikation für das zweite Halbjahr waren wir in unserem letzten Update vom 18. November 2016 davon überzeugt, dass die bisherige Unternehmensprognose der GESCO AG nicht nochmals korrigiert werden müsse. Wir glaubten, dass das Margentief, auch mit Blick auf die Folgejahre, im ersten Halbjahr 2016/17 erreicht worden sei.

Nach der neuerlichen Guidanceanpassung und Reduzierung der Gewinn-schätzung für 2016/17 könnte man meinen, dass wir hier wieder enttäuscht worden sind. Wir sehen die aktuelle Anpassung jedoch differenziert. Natürlich ist die aus dem Verkauf erwartete Einmalbelastung von 6,5 Mio. Euro zuzü-glich der operativen Verluste der letzten zweieinhalb Geschäftsjahre bei Proto-master ärgerlich. Auch wenn die Belastungen ganz überwiegend nicht liquidi-tätswirksam sein werden, so wurde das Geld ja bereits in den Vorjahren tat-sächlich investiert und ist somit endgültig verloren. Wir befürworten aber aus-drücklich diesen konsequenten Schritt, da damit eine potenzielle Verlustquelle für die kommenden Jahre geschlossen wird, die zudem in den letzten Quartalen eine überproportionale Aufmerksamkeit des Managements gefordert hat und offensichtlich auch zukünftig weiter gefordert hätte.

Darüber hinaus ist unseres Erachtens auch klar positiv zu bewerten, dass das rein operative Geschäft offensichtlich derzeit besser läuft als noch vor einigen Monaten gedacht. Auch die anziehenden Auftragseingänge lassen uns opti-mistisch in die nähere Zukunft schauen. Wir bestätigen daher unsere Ansicht, dass das Margentief im ersten Halbjahr 2016/17 gesehen wurde und die Er-gebnisqualität in den kommenden Perioden sukzessive wieder zulegen wird. Auch die EBIT-Zielmarge von 8 Prozent halten wir wieder für absolut erreich-bar. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die durchschnittliche EBIT-Marge von GESCO in den letzten 15 Jahren bei 7,6 Prozent lag und dabei in diesem Zeitraum sogar zwei Finanz- und Wirtschaftskrisen enthalten sind.

Wir behalten daher insgesamt unser splitbereinigtes Kursziel von 24 Euro für die GESCO-Aktie bei. Die stetigen Zukäufe der beiden größten Aktionäre, dem Aufsichtsratsmitglied Stefan Heimöller und der Investmentaktiengesell-schaft für langfristige Investoren TGV, die ihre Anteile in den letzten Monaten immer wieder aufgestockt haben, sollten dabei 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%	515,0	97,7%	530,0	97,6%
Veränderung zum Vorjahr			9,4%		-2,8%		7,3%		2,9%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	16,3	3,4%	-6,5	-1,3%	4,0	0,8%	5,0	0,9%	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	1,3%	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%	527,0	100%	543,0	100%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		-1,3%		7,4%		3,0%	
Materialaufwand	236,1	49,8%	242,9	48,9%	243,8	49,7%	263,5	50,0%	270,4	49,8%
Veränderung zum Vorjahr			2,9%		0,4%		8,1%		2,6%	
Personalaufwand	131,5	27,7%	139,7	28,1%	139,8	28,5%	148,6	28,2%	152,6	28,1%
Veränderung zum Vorjahr			6,3%		0,1%		6,3%		2,7%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	60,6	12,8%	61,2	12,3%	61,8	12,6%	63,2	12,0%	65,2	12,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,0%		0,9%		2,3%		3,0%	
EBITDA	46,2	9,7%	53,3	10,7%	45,1	9,2%	51,6	9,8%	54,8	10,1%
Veränderung zum Vorjahr			15,4%		-15,3%		14,4%		6,2%	
Abschreibungen	18,9	4,0%	21,8	4,4%	29,5	6,0%	22,0	4,2%	22,5	4,1%
Veränderung zum Vorjahr			15,5%		35,3%		-25,4%		2,3%	
EBIT	27,3	5,8%	31,5	6,3%	15,6	3,2%	29,6	5,6%	32,3	6,0%
Veränderung zum Vorjahr			15,2%		-50,3%		89,7%		9,1%	
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%	12,9	2,6%	26,9	5,1%	29,6	5,5%
Steuerquote	42,4%		35,8%		34,0%		31,5%		31,5%	
Ertragssteuern	10,4	2,2%	10,3	2,1%	4,4	0,9%	8,5	1,6%	9,3	1,7%
Jahresüberschuss	14,2	3,0%	18,5	3,7%	8,5	1,7%	18,5	3,5%	20,3	3,7%
Veränderung zum Vorjahr			30,9%		-53,9%		116,4%		10,0%	
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%	6,5	1,3%	16,2	3,1%	18,0	3,3%
Veränderung zum Vorjahr			30,6%		-59,5%		147,4%		11,4%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	9,970		9,968		9,975		9,975		9,975	
Gewinn je Aktie	1,24		1,62		0,65		1,62		1,81	

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

29.06.2017	Geschäftsbericht 2016/17 (01.04.2016-31.03.2017)
14.08.2017	Zahlen erstes Quartal 2017/18 (01.04.-30.06.2017)
31.08.2017	Ordentliche Hauptversammlung in Wuppertal
14.11.2017	Halbjahreszahlen 2017/18 (01.04.-30.09.2017)

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
18.11.2016	23,73 €* [*]	Halten	24,00 €* [*]
02.09.2016	22,99 €* [*]	Halten	24,00 €* [*]
08.07.2016	23,34 €* [*]	Halten	24,00 €* [*]
18.02.2016	23,48 €* [*]	Halten	25,00 €* [*]
18.11.2015	23,50 €* [*]	Halten	25,00 €* [*]
20.08.2015	24,17 €* [*]	Halten	25,00 €* [*]
03.07.2015	24,54 €* [*]	Halten	25,00 €* [*]

*umgerechnet auf Aktiensplit 1:3 aus Dezember 2016

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2016):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	38,1%	37,5%
Halten	58,7%	62,5%
Verkaufen	3,2%	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 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.