

Akt. Kurs (17.07.2017, 13:08, Xetra): 25,35 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **26,00 (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.:	25,40 €	21,82 €
Aktueller Kurs:	25,35 €	
Aktienzahl ges.:	10.839.499	
Streubesitz:	71,2%	
Marktkapitalis.:	274,8 Mio. €	

Anlagekriterien

Gesamtjahr 2016/17 am Ende etwas besser als erwartet

Ende Juni hat GESCO die Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2016/17 (bis 31.03.) vorgelegt. Dabei ist zu beachten, dass die Gesellschaft operativ eine vergleichsweise stabile Entwicklung aufweisen konnte und bereinigt um Sondereffekte am oberen Ende der ursprünglichen Gesamtjahresguidance herauskam. So verbesserte sich der Auftragseingang um 3,2 Prozent auf 498,7 (Vj. 483,2) Mio. Euro, während die Umsatzerlöse mit 482,5 (494,0) Mio. Euro leicht rückläufig waren. Das EBITDA verringerte sich in Folge des Erlösrückgangs ebenfalls leicht auf 49,7 (53,3) Mio. Euro.



Bei der EBIT-Entwicklung ist zu berücksichtigen, dass durch die Absicht, die Tochtergesellschaft Protomaster zum Verkauf zu stellen, Einmalbelastungen von rund 6,6 Mio. Euro zu verbuchen waren und entsprechend das EBIT überproportional auf 22,1 (31,5) Mio. Euro in Mitleidenschaft gezogen wurde. Im Vorjahr waren dagegen nur 1,3 Mio. Euro außerplanmäßige Abschreibungen angefallen. Darüber hinaus betrug die Erwerbsnebenkosten des Kaufs der Pickhardt & Gerlach-Gruppe (PGW) etwa 0,9 Mio. Euro, die das sonstige betriebliche Ergebnis zusätzlich belasteten.

Kennzahlen

	15/16	16/17	17/18e	18/19e
Umsatz	494,0	482,5	530,0	545,0
<i>bisher</i>	---	480,0	515,0	530,0
EBIT	31,5	22,1	33,6	35,8
<i>bisher</i>	---	15,6	29,6	32,3
Jahresüb.	16,1	7,9	18,5	20,2
<i>bisher</i>	---	6,5	16,2	18,0
Erg./Aktie	1,62	0,79	1,71	1,86
<i>bisher</i>	---	0,65	1,62	1,81
Dividende	0,67	0,35	0,65	0,72
<i>bisher</i>	---	0,26	---	---
KGV	15,7	32,1	14,8	13,6
Div.rendite	2,6%	1,4%	2,6%	2,8%

Das Konzernergebnis nach Drittanteilen sank dabei noch deutlicher, da ein Großteil der Einmalbelastungen nicht steuerlich berücksichtigt werden konnte, und erreichte nur noch 7,9 (16,1) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie verringerte sich entsprechend auf 0,79 (1,62) Euro und der Dividendenvorschlag gemäß der bekannten Ausschüttungspolitik auf 0,35 (0,67) Euro.

Kurz vor Ende des Geschäftsjahres hat die GESCO AG zudem die zuvor avisierte 10-prozentige Kapitalerhöhung umgesetzt, aus der die Gesellschaft einen Mittelzufluss von rund 20 Mio. Euro verzeichnen und damit einen Teil des Kaufpreises für den Erwerb der PGW in Höhe von 42 Mio. Euro begleichen konnte.

Optimistischer Ausblick für 2017/18

Für das angelaufene Geschäftsjahr 2017/18 erwartet das Management einen wieder deutlich positiveren Geschäftsverlauf. Bei einem insgesamt verbesserten konjunkturellen Umfeld rechnet GESCO mit einem Umsatzanstieg zwischen 5,7 und 9,8 Prozent auf 510 bis 530 Mio. Euro. Hierin ist zum einen berücksichtigt, dass die zum Verkauf gestellte Protomaster nur noch rund 5 Mio. Euro zu den Erlösen beitragen wird, nachdem hier im Vorjahr noch 14 Mio. Euro verbucht worden waren. Zum anderen muss aber auch die Neuerwerbung PGW mit rund 30 Mio. Euro Umsatzbeitrag eingerechnet werden. Das organische Wachstum der bestehenden Beteiligungen soll demnach etwa zwischen 1 und 6 Prozent liegen.

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

Der Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter soll sich verglichen mit dem Vorjahr auf 17 bis 18 Mio. Euro mehr als verdoppeln. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von 1,57 bis 1,66 Euro, wobei hier schon die erhöhte Aktienanzahl nach der Kapitalerhöhung kurz vor Ende des abgelaufenen Geschäftsjahrs berücksichtigt ist.

Der positive Blick auf 2017/18 wird durch die vorläufigen Daten zum ersten Quartal (01.04.-30.06.), das operativ die Monate Januar bis März der Tochtergesellschaften umfasst, untermauert. Die Auftragseingänge stiegen deutlich um 21 Prozent auf rund 148 Mio. Euro. Da sich der Umsatz zeitgleich um 17 Prozent auf rund 133 Mio. Euro verbesserte, lag das Book-to-bill-Ratio bei 1,11, was auf weiteres Wachstum auch in den kommenden Quartalen hindeutet. Der Auftragsbestand belief sich zum Quartalsende angabegemäß auf 209 Mio. Euro und lag damit um 16 Prozent über dem Vorjahresniveau.

In Bezug auf den mittelfristigen Planungshorizont strebt GESCO im Rahmen der Portfoliostrategie 2022 einen Mix aus organischem und anorganischem Wachstum an. Das Management kann sich dabei vorstellen, bis zu drei neue Beteiligungen pro Jahr zu erwerben. Dabei wurden die M&A-Aktivitäten auch um einen Prozess der aktiven Ansprache von potenziellen Mittelständlern erweitert. Bei den bestehenden Portfoliounternehmen wird die konsequente Umsetzung von Maßnahmen zur Erreichung der vereinbarten ambitionierten Ziele avisiert, um insgesamt bei der EBIT-Marge bis 2022 einen Wert von größer gleich 8 Prozent nachhaltig erreichen zu können.

Anpassung der GSC-Schätzungen

Wir haben die vorgelegten Geschäftszahlen sowie den gegebenen Ausblick für das Geschäftsjahr 2017/18 in unsere Schätzungen eingearbeitet. Bisher hatten wir in unseren Prognosereihen für das angelaufene sowie das kommende Geschäftsjahr auf der Ergebnisseite noch keine wesentlichen Auswirkungen der PGW-Übernahme berücksichtigt. Hier waren wir bislang davon ausgegangen, dass aufgrund der GESCO-typischen konservativen Bilanzierungsmethode insbesondere in den ersten ein bis zwei Geschäftsjahren nach einer Übernahme noch keine hohen Ergebnisbeiträge von den jeweiligen Akquisitionen zu erwarten sind.

Der Geschäftsbericht zeigt jedoch, dass für PGW in 2016/17 bereits unter Berücksichtigung von Erstkonsolidierungseffekten ein Umsatz- und Ergebnisbeitrag von 29,5 bzw. rund 2,0 Mio. Euro zu berücksichtigen gewesen wäre, wenn die Einbeziehung des Unternehmens für zwölf Monate erfolgt wäre. Dies veranschaulicht unseres Erachtens die überdurchschnittlich hohe Profitabilität von PGW und die Logik hinter der Übernahme.

Da wir in unseren Schätzungen aber nunmehr auch die umgesetzte Kapitalerhöhung berücksichtigen, fällt die Anhebung für den Gewinn je Aktie deutlich unterproportional zur Erhöhung der Nettoergebniserwartung aus. Dabei erwarten wir, dass GESCO die Jahresplanung umsatzseitig am oberen Ende der Bandbreite erreichen und auf Nettoebene sogar die eigene Guidance leicht übertreffen wird. Insgesamt gehen wir aktuell von einem Gewinn je Aktie für 2017/18 von 1,71 Euro nach zuletzt 1,62 Euro aus. Für 2018/19 erhöht sich unsere EPS-Schätzung von 1,81 auf 1,86 Euro.

Bewertung und Fazit

Nach dem heftigen Ergebniseinbruch bei der GESCO AG im abgelaufenen Geschäftsjahr, der allerdings zu einem Großteil auf die Abschreibungen im

Zuge der Verkaufsabsichten für Protomaster zurückzuführen ist, deuten die aktuellen Auftragseingänge sowie die Kommentare des Managements darauf hin, dass – wie von uns vermutet – das Margen- und Ergebnistief im ersten Halbjahr 2016/17 gesehen worden sein sollte.

Wir befürworten den konsequenten Schritt zum Verkauf der Protomaster, da damit eine potenzielle Verlustquelle für die kommenden Jahre geschlossen wird, die zudem in den letzten Quartalen eine überproportionale Aufmerksamkeit des Managements erfordert hat und offensichtlich auch zukünftig weiter gefordert hätte. Der nahezu parallele Zukauf von PGW stärkt unseres Erachtens den GESCO-Konzern deutlich.

Die mittelfristige EBIT-Zielmarge von 8 Prozent halten wir für absolut realistisch erreichbar, berücksichtigt man, dass die durchschnittliche EBIT-Marge des Konzerns in den letzten 15 Jahren bei 7,6 Prozent lag und dabei in diesem Zeitraum sogar zwei Finanz- und Wirtschaftskrisen enthalten sind.

Aufgrund der Anhebung unserer Gewinnschätzungen und des unverändert positiven mittelfristigen Ausblicks erhöhen wir auch unser Kursziel für die GESCO-Aktie von 24 auf 26 Euro. Dabei bestätigen wir angesichts des begrenzten Kurspotenzials unsere „Halten“-Empfehlung.

Gewinn- und Verlustrechnung

GESCO AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.03.	2014/15		2015/16		2016/17		2017/18e		2018/19e	
Umsatzerlöse	451,4	95,2%	494,0	99,4%	482,5	98,9%	530,0	98,2%	545,0	98,1%
Veränderung zum Vorjahr			9,4%		-2,3%		9,8%		2,8%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	16,3	3,4%	-6,5	-1,3%	-0,4	-0,1%	2,5	0,5%	3,0	0,5%
Veränderung zum Vorjahr			-139,7%		93,7%		712,7%		20,0%	
Sonstige betriebliche Erträge	6,6	1,4%	9,6	1,9%	6,0	1,2%	7,0	1,3%	7,5	1,4%
Veränderung zum Vorjahr			44,3%		-37,2%		16,3%		7,1%	
Gesamtleistung	474,4	100%	497,1	100%	488,1	100%	539,5	100%	555,5	100%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		-1,8%		10,5%		3,0%	
Materialaufwand	236,1	49,8%	242,9	48,9%	233,0	47,7%	259,0	48,0%	267,2	48,1%
Veränderung zum Vorjahr			2,9%		-4,1%		11,1%		3,2%	
Personalaufwand	131,5	27,7%	139,7	28,1%	143,2	29,3%	157,5	29,2%	161,1	29,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,3%		2,5%		10,0%		2,3%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	60,6	12,8%	61,2	12,3%	62,1	12,7%	67,4	12,5%	68,9	12,4%
Veränderung zum Vorjahr			1,0%		1,5%		8,5%		2,1%	
EBITDA	46,2	9,7%	53,3	10,7%	49,7	10,2%	55,6	10,3%	58,3	10,5%
Veränderung zum Vorjahr			15,4%		-6,6%		11,7%		5,0%	
Abschreibungen	18,9	4,0%	21,8	4,4%	27,6	5,7%	22,0	4,1%	22,5	4,1%
Veränderung zum Vorjahr			15,5%		26,6%		-20,3%		2,3%	
EBIT	27,3	5,8%	31,5	6,3%	22,1	4,5%	33,6	6,2%	35,8	6,4%
Veränderung zum Vorjahr			15,2%		-29,6%		51,6%		6,7%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-2,7	-0,6%	-2,6	-0,5%	-3,0	-0,6%	-2,7	-0,5%	-2,7	-0,5%
Veränderung zum Vorjahr			4,3%		-12,2%		8,5%		1,9%	
Ergebnis vor Steuern	24,6	5,2%	28,8	5,8%	19,2	3,9%	30,9	5,7%	33,2	6,0%
Steuerquote	42,4%		35,8%		49,3%		33,5%		32,5%	
Ertragssteuern	10,4	2,2%	10,3	2,1%	9,5	1,9%	10,3	1,9%	10,8	1,9%
Jahresüberschuss	14,2	3,0%	18,5	3,7%	9,7	2,0%	20,5	3,8%	22,4	4,0%
Veränderung zum Vorjahr			30,9%		-47,5%		111,0%		9,1%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter (an Kap.Ges.)	1,8		2,4		1,8		2,0		2,2	
Bereinigter Jahresüberschuss	12,4	2,6%	16,1	3,2%	7,9	1,6%	18,5	3,4%	20,2	3,6%
Veränderung zum Vorjahr			30,6%		-51,1%		134,8%		9,0%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	9,970		9,968		9,995		10,839		10,839	
Gewinn je Aktie	1,24		1,62		0,79		1,71		1,86	

Aktionärsstruktur

Herr Stefan Heimöller	13,7%
Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV	14,4%
Streubesitz	71,2%
<i>(Streubesitz gem. Definition der Deutschen Börse inkl. TGV</i>	<i>86,3%)</i>

Termine

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
21.02.2017	22,60 €	Halten	24,00 €
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 €* [*]

*umgerechnet auf Aktiensplit 1:3 aus Dezember 2016

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2017):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	32,8%	41,2%
Halten	64,2%	52,9%
Verkaufen	3,0%	5,9%

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.