

Akt. Kurs (20.02.2015, 09:55, Xetra): 70,10 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 Segmente Werkzeug-/Maschinenbau und Kunststoff-Technik mehrheitlich und auf lange Sicht, meist im Rahmen von Nachfolgeregelungen.

## Anlagekriterien

### Margenverbesserung im dritten Quartal

Nach einem eher schwachen ersten Halbjahr erzielte GESCO im abgelaufenen dritten Quartal (1.10.-31.12.) des Geschäftsjahres 2014/15 (bis 31.3.) zumindest eine deutliche Verbesserung der operativen Marge (EBIT) gegenüber den ersten beiden Quartalen.

Bei einem leichten Umsatzrückgang von 119,5 auf 117,8 Mio. Euro, einer jedoch deutlich verbesserten Gesamtleistung von 122,9 gegenüber 114,5 Mio. Euro, erreichte der Konzern eine EBIT-Steigerung um 7 Prozent auf 9,6 Mio. Euro. Damit lag das Quartals-EBIT nicht wesentlich unter dem Niveau der ersten beiden Quartale zusammen (10,8 Mio. Euro).

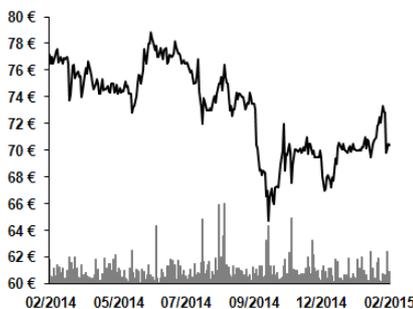
Gleichwohl bleibt zu konstatieren, dass die Belastungsfaktoren der letzten Quartale auch in den vergangenen Wochen anhielten. Zu nennen sind hier neben dem allgemein eingetrübten Wirtschaftsumfeld insbesondere die andauernden Restrukturierungsarbeiten bei den Töchtern MAE und Protomaster sowie die eingebrochene Nachfrage nach Produkten der Frank Walz- und Schmiedetechnik, die erheblich unter der Ukraine-/Russlandkrise leidet.

Bei einem verbesserten Finanzergebnis als Folge höherer Ergebnisbeiträge assoziierter Unternehmen, einer leicht verschlechterten Steuerquote und einem deutlich gestiegenen Ergebnisanteil der Drittgesellschafter lag der Periodenüberschuss nach Anteilen Dritter auf dem Vorjahresniveau von 5,0 Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich marginal auf 1,49 Euro nach 1,48 Euro im Vorjahr.

Kumuliert errechnet sich für die ersten neun Monate ein kaum veränderter Umsatz von 337,9 Mio. Euro gegenüber 337,2 Mio. Euro in der Vorjahresperiode. Das EBIT reduzierte sich deutlich von 24,3 auf nur noch 20,4 Mio. Euro, der Periodengewinn lag entsprechend bei 10,5 nach 13,6 Mio. Euro. Das Periodenergebnis je Aktie errechnet sich folglich mit 3,14 gegenüber 4,08 Euro vor Jahresfrist.

Die Auftragseingänge stiegen im Neunmonatszeitraum um 4,6 Prozent auf 340,0 Mio. Euro an. Dabei profitierten sie unverändert von einem starken Orderingang im ersten Quartal. Im dritten Quartal erreichten sie mit 113,4 Mio. Euro nahezu exakt das Vorjahresniveau. Die publizierten vorläufigen Daten für das Schlussquartal zeigen einen nochmals rückläufigen Auftragseingang von rund 108 (Vj. 110,4) Mio. Euro. Umsatzseitig berichtet das Management für das vierte Quartal vorläufig von stabilen Erlösen in Höhe von etwa 116 Mio. Euro.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	79,00 €	62,78 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	70,10 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	3.325.000	
<b>Streubesitz:</b>	81,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	233,1 Mio. €	



## Kennzahlen

	12/13	13/14	14/15e	15/16e
<b>Umsatz</b>	440	453	455	475
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	37,3	32,0	27,0	33,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	20,9	18,1	14,7	19,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	6,30	5,45	4,41	5,80
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	2,50	2,20	1,75	2,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	11,1	12,9	15,9	12,1
<b>Div.rendite</b>	3,6%	3,1%	2,5%	3,3%

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](mailto:a.langhorst@gsc-research.de)

### **Unternehmensprognose bestätigt**

Nachdem das Management im laufenden Geschäftsjahr die Guidance zunächst auf den unteren Rand der ursprünglichen Bandbreite zurücknehmen und später senken musste, konnte GESCO nach dem dritten Quartal die bisherige Unternehmensprognose bestätigen. Diese sieht einen Konzernumsatz zwischen 455 und 460 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss nach Drittanteilen zwischen 14,5 bis 15,0 Mio. Euro vor. Angesichts der bereits avisierten Umsatzzahlen für das vierte Quartal dürften die Konzernerlöse lediglich am unteren Ende des Prognosekorridors liegen. Bei einem margenseitig ähnlich positiv verlaufenden Schlussquartal wie dem dritten Quartal könnte auf der Ergebnisseite die Zielerreichung dagegen im oberen Bereich der Bandbreite ausfallen.

Im Rahmen der Berichterstattung zum Halbjahr hatte das Management zwei mögliche Akquisitionen avisiert. Mit der nun zum Jahreswechsel gemeldeten Übernahme des US-amerikanischen Papierstäbchenherstellers Setterstix durch die Tochtergesellschaft Setter GmbH konnte GESCO die geplante strategische internationale Ergänzung einer Tochter erfolgreich abschließen.

Setter und Setterstix haben, wie die Firmennamen vermuten lassen, zwar gemeinsame Wurzeln, gingen jedoch angabegemäß seit mehreren Jahrzehnten getrennte Wege. Während Setter in den USA vor allem die Hygieneindustrie mit Sticks für Ohrwattestäbchen beliefert, avancierte Setterstix zeitlich zum Marktführer bei Papierstäbchen für die Süßwarenindustrie. Insofern erachten wir die Erweiterung des US-amerikanischen Marktes inklusive eines neuen Produktionsstandortes für strategisch richtig. Die Vollkonsolidierung der Gesellschaft mit knapp 10 Mio. Euro Jahresumsatz erfolgt mit Beginn des neuen Geschäftsjahres.

Hinsichtlich des avisierten potenziellen Direkterwerbs durch die GESCO AG wurde mit dem Verkäufer bislang keine Einigung erzielt, so dass dieses Projekt bis auf weiteres ausgesetzt wurde. Nichtsdestotrotz berichtet das Management von einer gefüllten Projektpipeline, die in den kommenden Monaten weiter verfolgt werden soll.

### **Bewertung und Fazit**

Ob die Zahlen des dritten Quartals 2014/15 (1.10.-31.12.) bereits eine Trendwende in der Margenentwicklung bei der GESCO AG einläuten, bleibt zunächst abzuwarten. Dennoch können wir uns vorstellen, dass angesichts eines insgesamt unverändert schwierigen konjunkturellen Marktumfeldes in den berichteten Zahlen bereits erste Erfolge der Restrukturierungsbemühungen bei MAE und Protomaster sichtbar sind.

Die abgesagte Direktakquisition erachten wir als wenig tragisch. Im Gegenteil zeigt dies einmal mehr, dass erstens Übernahmen nicht planbar sind, und dass zweitens das Management nicht um des Übernehmens willen akquiriert, sondern seine strikten Kaufkriterien einhält und im Zweifel auch einmal auf eine Akquisition verzichtet.

Angesichts des derzeit eher schwierigen Geschäftsverlaufs dürfte der Kapitalmarkt aber zunächst auf nachhaltige Erfolge aus den Restrukturierungen warten. Wir erkennen daher vor dem Hintergrund des aktuellen Ergebnisniveaus zumindest kurzfristig unverändert keine entscheidenden Treiber für eine Höherbewertung der GESCO-Aktie. Vor dem Hintergrund unserer unveränderten Prognosereihe bestätigen wir daher unser Kursziel mit 75 Euro sowie unsere „Halten“-Empfehlung.

**Gewinn- und Verlustrechnung**

<b>GESCO AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.03.	2012/13		2013/14		2014/15e		2015/16e		2016/17e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>440,4</b>	<b>96,6%</b>	<b>453,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>455,0</b>	<b>97,8%</b>	<b>475,0</b>	<b>97,8%</b>	<b>495,0</b>	<b>97,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			2,9%		0,4%		4,4%		4,2%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	9,4	2,1%	-6,6	-1,5%	5,0	1,1%	5,0	1,0%	5,0	1,0%
Sonstige betriebliche Erträge	6,3	1,4%	6,6	1,5%	5,0	1,1%	5,5	1,1%	6,0	1,2%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>456,1</b>	<b>100%</b>	<b>453,3</b>	<b>100%</b>	<b>465,0</b>	<b>100%</b>	<b>485,5</b>	<b>100%</b>	<b>506,0</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-0,6%		2,6%		4,4%		4,2%	
Materialaufwand	236,2	51,8%	227,2	50,1%	234,8	50,5%	244,2	50,3%	254,0	50,2%
Veränderung zum Vorjahr			-3,8%		3,4%		4,0%		4,0%	
Personalaufwand	113,6	24,9%	122,8	27,1%	130,2	28,0%	133,5	27,5%	138,1	27,3%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		6,0%		2,5%		3,5%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	54,6	12,0%	54,6	12,0%	54,4	11,7%	54,9	11,3%	55,7	11,0%
Veränderung zum Vorjahr			0,0%		-0,4%		0,8%		1,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>51,8</b>	<b>11,3%</b>	<b>48,7</b>	<b>10,7%</b>	<b>45,6</b>	<b>9,8%</b>	<b>52,9</b>	<b>10,9%</b>	<b>58,2</b>	<b>11,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-5,9%		-6,5%		16,1%		10,0%	
Abschreibungen	14,4	3,2%	16,7	3,7%	18,6	4,0%	19,0	3,9%	19,5	3,9%
Veränderung zum Vorjahr			15,8%		11,3%		2,2%		2,6%	
<b>EBIT</b>	<b>37,3</b>	<b>8,2%</b>	<b>32,0</b>	<b>7,1%</b>	<b>27,0</b>	<b>5,8%</b>	<b>33,9</b>	<b>7,0%</b>	<b>38,7</b>	<b>7,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-14,3%		-15,8%		25,8%		14,1%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	-3,5	-0,8%	-3,0	-0,7%	-3,0	-0,6%	-3,0	-0,6%	-3,0	-0,6%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>33,8</b>	<b>7,4%</b>	<b>29,0</b>	<b>6,4%</b>	<b>24,0</b>	<b>5,2%</b>	<b>30,9</b>	<b>6,4%</b>	<b>35,7</b>	<b>7,1%</b>
Steuerquote	31,5%		31,9%		31,7%		31,5%		31,5%	
Ertragssteuern	11,1	2,4%	9,3	2,0%	7,6	1,6%	9,7	2,0%	11,2	2,2%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>22,7</b>	<b>5,0%</b>	<b>19,8</b>	<b>4,4%</b>	<b>16,4</b>	<b>3,5%</b>	<b>21,2</b>	<b>4,4%</b>	<b>24,4</b>	<b>4,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-13,1%		-17,1%		29,4%		15,4%	
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%	1,7	0,4%	1,9	0,4%	2,1	0,4%
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>20,9</b>	<b>4,6%</b>	<b>18,1</b>	<b>4,0%</b>	<b>14,7</b>	<b>3,2%</b>	<b>19,3</b>	<b>4,0%</b>	<b>22,3</b>	<b>4,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-13,3%		-19,0%		31,4%		15,9%	
Anzahl der Aktien	3,318		3,325		3,325		3,325		3,325	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>6,30</b>		<b>5,45</b>		<b>4,41</b>		<b>5,80</b>		<b>6,72</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Herr Stefan Heimöller	13,60%
Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV	5,36%
Streubesitz	81,04%

## **Termine**

25. Juni 2015	Bilanzpresse- und Analystenkonferenz
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](mailto:gesco@gesco.de)  
Internet: [www.gesco.de](http://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](mailto: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
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 31.12.2014):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	37,5%	30,0%
Halten	62,5%	70,0%
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](http://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.