

15. August 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

GESCO SE

Konjunktur-Delle in der Geschäftsentwicklung größer als erwartet

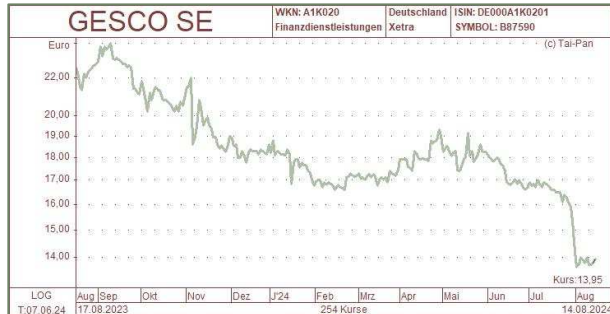
Urteil: Speculative Buy (zuvor: Buy) | **Kurs:** 13,95 € | **Kursziel:** 31,70 € (zuvor: 41,00 €)

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Wuppertal
Branche:	Industrie
Mitarbeiter:	1.869
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	GSC1:GR
ISIN:	DE000A1K0201
Kurs:	13,95 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	10,33 Mio. Stück*
Market Cap:	144,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	227,7 Mio. Euro
Freefloat:	85,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	24,20 / 13,55 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	77,8 Tsd. Euro

Keine Konjunkturbelebung

Die schwierigen Rahmenbedingungen hinterlassen in der Geschäftsentwicklung der GESCO-Gruppe größere Spuren als das noch im Frühjahr erwartet worden war. Das rezessive Umfeld hat in allen drei Sparten im zweiten Quartal zu einem deutlichen Erlös- und einem überproportionalen Ergebnisrückgang geführt. Eine Erholung der Rahmenbedingungen im zweiten Halbjahr, die ursprünglich von vielen Konjunkturforschungsinstituten erwartet und bei GESCO auch vorsichtig einkalkuliert worden war, zeichnet sich nicht ab, stattdessen haben sich wichtige Konjunkturfrühindikatoren für Deutschland zuletzt wieder abgeschwächt. Infolgedessen musste das GESCO-Management die Prognose für das Gesamtjahr nach unten korrigieren. Während nun Erlöse in einer Spannbreite von 520 bis 540 Mio. Euro (bislang: 570 bis 590 Mio. Euro) erwartet werden, rechnet das Management nur noch mit einem Konzernergebnis nach Anteilen Dritter von 8 bis 12 Mio. Euro (bislang: 26 bis 28 Mio. Euro). Vor diesem Hintergrund wurden bei allen Tochtergesellschaften Ergebnissicherungsmaßnahmen eingeleitet. Das zweite Halbjahr soll aber nicht nur deshalb bessere Ergebnisse bringen, sondern

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	488,1	582,3	560,7	525,0	555,0	649,5
EBIT (Mio. Euro)	44,6	49,4	35,9	19,4	33,4	43,3
JÜ (Mio. Euro)	26,9	33,8	20,9	8,9	19,5	24,5
EpS (Euro)	2,48	3,12	1,93	0,86	1,88	2,37
Dividende je Aktie (Euro)	0,98	1,00	0,40	0,18	0,45	0,56
Umsatzwachstum	22,9%	19,3%	-3,7%	-6,4%	5,7%	17,0%
Gewinnwachstum	19,2%	25,9%	-38,3%	-57,5%	119,3%	25,7%
KUV	0,31	0,26	0,27	0,29	0,27	0,23
KGV	5,6	4,5	7,2	17,0	7,8	6,2
KCF	2,9	14,1	4,7	5,2	4,6	3,5
EV / EBIT	5,3	4,8	6,6	12,1	7,0	5,4
Dividendenrendite	7,0%	7,2%	2,9%	1,3%	3,2%	4,0%

*10,83 Mio. Aktien abzüglich 0,5 Mio. Stück in eigenem Bestand

auch durch die Auslieferung von größeren Anlagen. Denn einige Töchter insbesondere im Segment Prozess-Technologie haben eine ausgeprägte Saisonalität mit Bestellungen in der ersten Jahreshälfte und dem Abschluss der Projekte im Q4. Zudem hat sich eine größere Auslieferung der Gesellschaft MAE mit einem Volumen von 5 Mio. Euro vom ersten in das zweite Halbjahr verschoben.

Geschäftszahlen	6M 23	6M 24	Änderung
Auftragseingang	288,8	275,5	-4,6%
Umsatz	292,1	252,8	-13,4%
- Prozess-Tec.	52,4	45,9	-12,4%
- Ressourcen-Tec.	166,2	140,8	-15,3%
- Gesundheit/Infra.	73,6	66,2	-10,0%
EBITDA	31,7	15,7	-50,5%
EBITDA-Marge	10,8%	6,2%	-4,6Pp.
EBIT	22,8	6,6	-71,2%
- Prozess-Tec.	5,1	1,6	-68,0%
- Ressourcen-Tec.	17,4	5,8	-66,8%
- Gesundheit/Infra.	6,7	4,1	-38,6%
EBIT-Marge	7,8%	2,6%	-5,2Pp.
Nettoergebnis	14,3	2,0	-85,9%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Umsatz in allen Bereichen rückläufig

Für die Töchter im Bereich Prozess-Technologie konstatiert GESCO eine anhaltende Kundenzurückhaltung, die sich im zweiten Quartal in einem Rückgang der Erlöse um 15,7 Prozent auf 24,4 Mio. Euro niedergeschlagen hat, nach einem Minus von 8,2 Prozent auf 21,5 Mio. Euro in den ersten drei Monaten. Auch im größten Segment Ressourcen-Technologie sind die Erlöse im Vorjahresvergleich deutlich rückläufig (-10,0 Prozent auf 70,8 Mio. Euro in Q2, -20,1 Prozent auf 70,0 Mio. Euro in Q1), obwohl der Verlade-armhersteller SVT um 16 Prozent gewachsen ist. Die beiden anderen Spartengesellschaften, PGW und Dörrenberg, leiden aber deutlich unter einer schwachen Nachfrage, wobei Schwergewicht Dörrenberg als Werkzeugstahlhändler und -veredler auch die negativen Auswirkungen der stark zurückgegangenen Materialpreise spürt und daher einen Erlösrückgang von 19

Prozent hinnehmen musste. Der Nachfragetrend ist auch im dritten Segment, Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie, negativ. Vor allem durch die geringe Investitionstätigkeit im Baugewerbe und im Gesundheitssektor ist der Segmentumsatz hier im zweiten Quartal um 10,6 Prozent auf 33,4 Mio. Euro zurückgegangen, nach einem Minus von 9,3 Prozent auf 32,9 Mio. Euro in den ersten drei Monaten. Zumindest konstatiert GESCO bei den im letzten Jahr vom Abschwung besonders betroffenen Segmentgesellschaften AstroPlast und Franz Funke eine erfolgreiche Stabilisierung, wobei die Zahlen von Astroplast (Umsatz +10 Prozent, Auftragseingang +37 Prozent) dank neu gewonnener Aufträge und Kunden von niedrigem Niveau aus sogar schon wieder spürbar anziehen. Konzernweit sind die Erlöse der GESCO-Gruppe damit im zweiten Quartal um 11,3 Prozent auf 128,6 Mio. Euro zurückgegangen, auf Halbjahresbasis beläuft sich der Rückgang auf 13,4 Prozent (auf 252,8 Mio. Euro).

Marge hat stark gelitten

Die Einbußen beim Ergebnis waren noch erheblich größer als beim Umsatz, was auch darauf zurückzuführen ist, dass GESCO angesichts des Fachkräftemangels und der unverändert positiven Mittelfristaussichten der Beteiligungen keine großen Einschnitte beim Personalstamm vornimmt. Hier wird mit Augenmaß vorgegangen, was zuletzt insbesondere im Bereich Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie zu einer Reduktion der Mitarbeiterzahl um 3,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr geführt hat. Trotzdem lag das Segment-EBIT im zweiten Quartal aufgrund der niedrigen Auslastung der Produktionskapazitäten mit 2,2 Mio. Euro um 36,3 Prozent unter dem Referenzwert aus 2023 (Q1: -41,0 Prozent auf 1,9 Mio. Euro). Im größten Segment Ressourcen-Technologie betrug der Q2-Rückgang sogar 68,0 Prozent auf 2,5 Mio. Euro (Q1: -66,0 Prozent auf 3,3 Mio. Euro), worin sich die Nachfrageschwäche und die Materialpreiseffekte widerspiegeln. Ähnlich stark ist das Ergebnis des Segments Prozess-Technologie gesunken (Q2: -69,5 Prozent auf 1,2 Mio. Euro, Q1: -63,5 Prozent auf 0,5 Mio. Euro), wobei das erste Halbjahr in diesem Bereich üblicherweise margenschwächer ausfällt. Insgesamt hat GESCO im zweiten Quartal ein EBIT von

2,5 Mio. Euro erzielt, das damit um 78,0 Prozent unter dem Vorjahreswert lag. Auf Halbjahresbasis betrug der Rückgang 71,2 Prozent auf 6,6 Mio. Euro, womit sich die EBIT-Marge von 7,8 auf 2,6 Prozent verringert hat. In den einzelnen Bereichen betrug die Halbjahres-EBIT-Marge 6,2 Prozent (Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie, Vorjahr: 9,1 Prozent), 4,1 Prozent (Ressourcen-Technologie, Vorjahr: 10,5 Prozent) und 3,6 Prozent (Prozess-Technologie, Vorjahr: 9,8 Prozent).

Personalkosten belasten

Konzernweit waren dabei die Personalkosten der größte Belastungsfaktor im ersten Halbjahr. Aufgrund der weitgehenden Erhaltung der Strukturen zur Umsetzung der künftigen Expansionspläne sowie hoher Lohnsteigerungen erhöhte sich der Personalaufwand um 4,5 Prozent auf 66,7 Mio. Euro, womit sich die Quote in Relation zur rückläufigen Gesamtleistung von 21,0 auf 25,4 Prozent erhöht hat. Ebenfalls eine – wenn auch deutlich geringere – Margenbelastung resultierte aus dem nur unterproportionalen Rückgang der SBA um 4,7 Prozent auf 31,0 Mio. Euro (Quote von 10,7 auf 11,8 Prozent gestiegen), wohingegen die Materialkosten überproportional abgenommen haben (-15,3 Prozent auf 149,3 Mio. Euro), was die Materialaufwandsquote von 57,9 auf 56,8 Prozent gedrückt hat. Konzernweit führte das in Summe zu einem Rückgang um 50,5 Prozent auf 15,7 Mio. Euro beim EBITDA, woraus, bei etwas höheren Abschreibungen (+3,0 Prozent auf 9,1 Mio. Euro), der zuvor ausgeführte starke EBIT-Rückgang resultierte.

Nettoergebnis weit unter Vorjahr

Isoliert betrachtet hat GESCO im zweiten Quartal nur noch ein Nettoergebnis nach Anteilen Dritter von 0,2 Mio. Euro erwirtschaftet, nach 7,6 Mio. Euro im Referenzzeitraum aus 2023. Auf Halbjahresbasis hat sich der Periodenüberschuss ebenfalls sehr stark, um 85,9 Prozent, auf 2,0 Mio. Euro reduziert. Neben dem deutlich niedrigeren EBIT wurde dies auch durch ein infolge höherer Zinsaufwendungen negatives Finanzergebnis (von -1,6 auf -2,5 Mio. Euro), eine etwas höhere Steuerquote (von 30,5 auf 31,4 Prozent) und einen gestiegenen Anteil Dritter am Ergebnis (von 0,5 auf 0,8 Mio. Euro) bewirkt, wobei letztere

rer auf einen Einmaleffekt – die Ausschüttung einer ausländischen Tochtergesellschaft mit hohem Fremdanteil – zurückzuführen ist.

Free-Cashflow deutlich positiv

Deutlich besser ist allerdings die Entwicklung beim Cashflow ausgefallen. Zwar wurde der Zahlungsmittelüberschuss aus laufender Geschäftstätigkeit durch den Ergebnisrückgang belastet, aber zugleich hat sich der negative Effekt aus dem Aufbau von Forderungen, Vorräten und anderen Aktiva spürbar reduziert (von -28,1 Mio. Euro im Vorjahr auf -19,0 Mio. Euro) und die positive Wirkung des Aufbaus von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Passiva von +18 Mio. Euro auf +24,6 Mio. Euro verstärkt. In Summe konnte der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit von +11,6 auf +17,3 Mio. Euro ausgeweitet werden. Da der Zahlungsmittelabfluss aus Investitionstätigkeiten angesichts einer vorsichtigen Investitionspolitik zugleich von -12,2 auf -4,2 Mio. Euro zurückgegangen ist, wurde im ersten Halbjahr per Saldo ein Free-Cashflow von +13,1 Mio. Euro erwirtschaftet, nachdem in der Vorjahresperiode noch ein kleiner Abfluss von -0,6 Mio. Euro verzeichnet worden war. Der Überschuss wurde größtenteils für die Dividendenzahlung (-4,1 Mio. Euro) und einen Aktienrückkauf genutzt (-8,9 Mio. Euro), die bei einer moderaten Nettokreditaufnahme hauptverantwortlich für den negativen Finanzierungs-Cashflow in Höhe von -10,8 Mio. Euro waren. Unter dem Strich hat die Liquidität in den ersten sechs Monaten von 34,5 auf 36,9 Mio. Euro zugenommen.

EK-Quote jetzt bei 54,9 Prozent

Damit entfallen 7,6 Prozent der von 469,0 auf 486,2 Mio. Euro gestiegenen Bilanzsumme auf die Liquidität. Der größte Posten auf der Aktivseite sind aber weiter die Vorräte (172,2 Mio. Euro, 35,4 Prozent der Bilanzsumme), gefolgt von den Sachanlagen (106,9 Mio. Euro, 22,0 Prozent) und den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (82,2 Mio. Euro, 16,9 Prozent). Auf immaterielle Vermögensgegenstände entfällt mit 58,7 Mio. Euro oder 12,1 Prozent nur ein relativ kleiner Teil der Aktiva. Dem steht auf der Passivseite ein Eigenkapital von 260,9 Mio. Euro gegenüber, womit die EK-Quote in den letzten zwölf Mo-

naten – der Vergleich mit dem Wert von Ende Juni 2023 ist wegen unterjähriger saisonaler Effekte sinnvoll – von 53,0 auf 54,9 Prozent gestiegen ist und weiter sehr komfortabel ausfällt. Die Nettoverschuldung konnte in diesem Zeitraum von 78,0 auf 71,7 Mio. Euro reduziert werden und fällt, verglichen mit der durchschnittlichen Profitabilität der letzten Jahre, weiter sehr moderat aus.

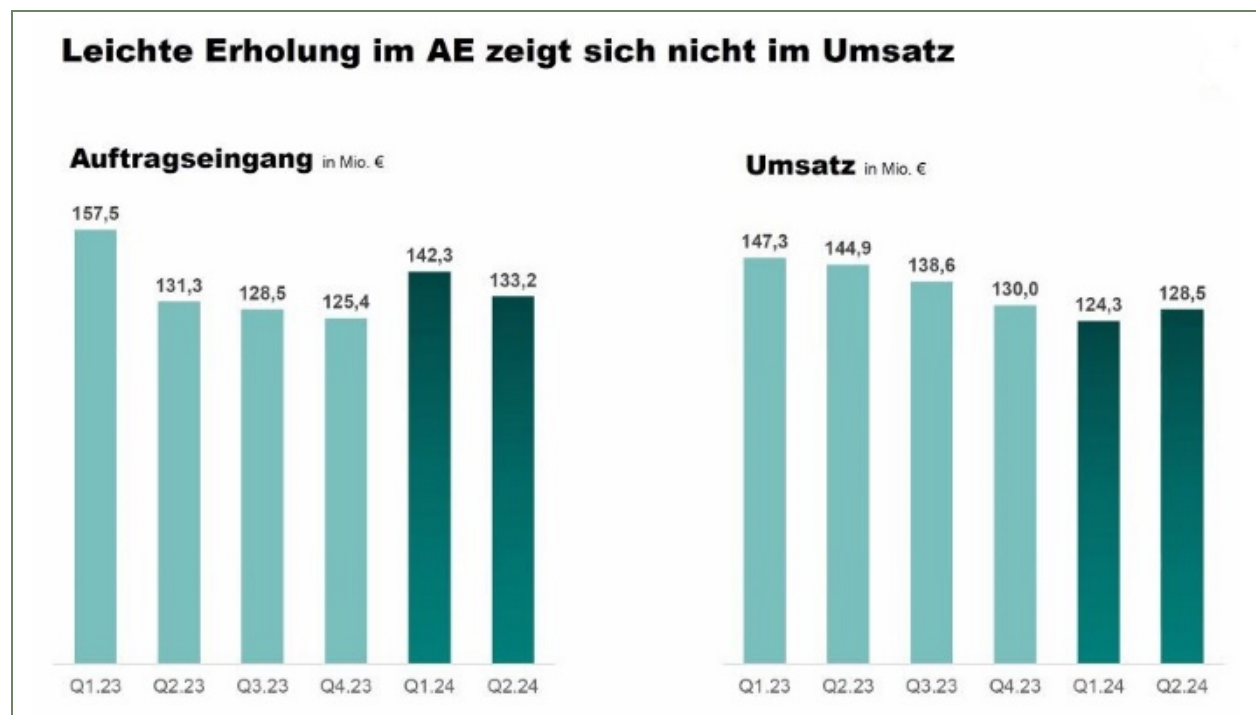
Stabilisierung des Auftragseingangs

Auch wenn die Entwicklung der Rahmenbedingungen und die daraus resultierenden Halbjahreszahlen eine deutliche Anpassung der Prognose erfordert haben, sieht das Management durchaus auch positive Signale. So hat sich der Auftragseingang zuletzt bereits stabilisiert (siehe Abbildung unten) und lag erstmals seit Längerem wieder über dem Vorjahresniveau. Das hat sich zwar noch nicht im Umsatz niedergeschlagen, da die Bestellungen zum Teil auch längere Laufzeiten bis zur Auslieferung haben (bei SVT wird bspw. schon das Orderbuch für 2025 gefüllt), aber eine Trendwende bei den Erlösen wird damit wahrscheinlicher. Die Visibilität zur weiteren Geschäftsentwicklung ist derzeit aber relativ niedrig, die Kunden scheuen oftmals Prognosen, die über die nahe Zukunft hinausge-

hen. Dennoch wird GESCO in den nächsten Wochen zusammen mit den Töchtern eine erste Planung für das nächste Jahr vornehmen und daraus gegebenenfalls Bedarf für weitere Anpassungsmaßnahmen ableiten. Abseits der Konjunkteinflüsse sieht das Management die Gesellschaften aber weiter gut aufgestellt, so dass es beim Grundsatz bleiben dürfte, dass das Wachstumspotenzial nicht beschnitten werden soll.

Deutlich unter den Erwartungen

Dennoch fällt die aktuelle Talsohle in der Geschäftsentwicklung deutlich ausgeprägter aus als wir das erwartet hatten. Das gilt insbesondere im Bezug auf das Ergebnis, das in allen drei Segmenten im zweiten Quartal erheblich unter unseren Schätzungen ausgefallen ist. Beim Umsatz lag lediglich der Bereich Prozess-Technologie im Rahmen unserer Erwartungen, dagegen sind die Erlöse in der Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie leicht und in der Ressourcen-Technologie etwas deutlicher unter dem Schätzwert geblieben. Da konjunkturelle Unterstützung vorerst nicht in Sicht ist, fällt die Revision unserer Schätzungen der Gesamtjahreswerte deutlich aus (zu den einzelnen Segmenten siehe Tabelle im Anschluss an die-



Quelle: Unternehmen

sen Absatz). Den Konzernumsatz erwarten wir dieses Jahr statt bei 560 Mio. Euro nun bei 525 Mio. Euro, wobei wir, anders als bislang, keine weiteren Zukäufe unterstellt haben. Das EBIT schätzen wir nun auf 19,4 Mio. Euro (bislang: 40,4 Mio. Euro) und das Nettoergebnis nach Anteilen Dritter auf 8,9 Mio. Euro (bislang: 24,9 Mio. Euro).

Operative SMC-Segment-schätzungen	U24e (bisher)	EBIT24e (bisher)
Prozess-Technologie	101,5 (101,5)	7,2 (11,5)
Ressourcen-Technologie	287,3 (308,5)	12,8 (26,3)
Gesundheits-/Infrastrukt.- Technologie	136,2 (137,9)	9,1 (10,2)

In Mio. Euro; Bereichs-EBIT vor Konsolidierung und Holdingkosten; Schätzungen SMC-Research

Modell insgesamt vorsichtiger gestaltet

Auch für die Zeit danach planen wir jetzt konservativer und unterstellen für den Bestand vorerst einen konstanten Umsatz für 2025, wobei der Kauf einer weiteren Basisbeteiligung und von Add-on-Akquisiti-

onen von Töchtern ein Wachstum der Erlöse auf 555 Mio. Euro (bislang: 635 Mio. Euro) ermöglicht. Wir gehen davon aus, dass mit den eingeleiteten Effizienzsteigerungsmaßnahmen auch auf dieser Basis eine deutliche Margenerholung gelingt und taxieren das EBIT in 2025 auf 33,4 Mio. Euro (bislang: 47,5 Mio. Euro), gleichbedeutend mit einer Marge von 6,0 Prozent. Für den weiteren Expansionspfad haben wir auf Basis des angenommenen organischen Wachstums (CAGR 25/31: 4 Prozent) und weiterer Zukäufe eine durchschnittliche Erlössteigerungsrate von 12 Prozent bis 2031 angenommen auf einen neuen Zielumsatz von 1,09 Mrd. Euro (bislang: 1,19 Mrd. Euro). Auch die Ziel-EBIT-Marge haben wir etwas konservativer geschätzt und taxieren diese nun auf 7,2 Prozent (bislang: 7,7 Prozent). Die Tabelle unten auf dieser Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen, die aus unseren Schätzungen im Detailprognosezeitraum resultieren, weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflowrechnung enthält der Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem 25-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2031 und mit ei-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	525,0	555,0	649,5	742,1	831,5	916,5	1.003,9	1.093,9
Umsatzwachstum		5,7%	17,0%	14,3%	12,0%	10,2%	9,5%	9,0%
EBIT-Marge	3,7%	6,0%	6,7%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%
EBIT	19,4	33,4	43,3	55,0	61,8	66,8	72,4	78,3
Steuersatz	31,5%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,1	9,7	12,5	15,9	17,9	19,4	21,0	22,7
NOPAT	13,3	23,7	30,7	39,0	43,9	47,5	51,4	55,6
+ Abschreibungen & Amortisation	18,2	17,0	22,0	26,9	31,5	35,9	40,1	44,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	31,9	41,1	53,2	66,3	75,8	83,7	91,8	100,1
- Zunahme Net Working Capital	-9,5	-4,4	-5,2	-5,9	-6,7	-7,3	-8,0	-8,8
- Investitionen AV	-8,7	-49,5	-52,9	-56,2	-59,5	-62,5	-65,7	-68,9
Free Cashflow	13,8	-12,8	-4,9	4,2	9,7	13,9	18,1	22,4

SMC-Schätzmodell

nem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) von 7,3 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 10,0 Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,3), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 45 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5,5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent.

Neues Kursziel: 31,70 Euro

Nach den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 343 Mio. Euro oder 31,67

Euro je Aktie, woraus wir 31,70 Euro als neues Kursziel ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die deutliche Reduktion im Vergleich zu unserer letzten Taxe (41,00 Euro) resultiert aus der insgesamt vorsichtigeren Schätzung des Umsatz- und Ergebnispfads als Reaktion auf die aktuelle deutliche Delle in der Geschäftsentwicklung. Da das Unternehmen sowohl im letzten Jahr als auch in der laufenden Periode die Prognose unterjährig absenken musste, stufen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) jetzt von vier auf fünf hoch. Ganz offensichtlich haben im aktuellen Umfeld die Visibilität und Planbarkeit des Geschäfts abgenommen.

Fazit

Die Tochtergesellschaften von GESCO leiden unter dem schwierigen konjunkturellen Umfeld, und das länger und deutlicher als vom Management erwartet. Nach einem Umsatzrückgang um 13,4 Prozent auf 252,8 Mio. Euro im ersten Halbjahr und einem Ergebniseinbruch um 86 Prozent auf 2,0 Mio. Euro musste die Jahresprognose angepasst werden. Das Unternehmen rechnet nun mit einem Umsatz von 520 bis 540 Mio. Euro (bislang: 570 bis 590 Mio. Euro) und einem Konzernergebnis nach Anteilen Dritter von 8 bis 12 Mio. Euro (bislang: 26 bis 28 Mio. Euro).

Trotz dieser vor allem ergebnisseitig sehr deutlichen Reduktion gibt es auch positive Signale. So hat sich der Auftragsengang zuletzt gruppenweit stabilisiert und lag im zweiten Quartal erstmals seit Längerem wieder über dem Vorjahresniveau. Das Unternehmen hat außerdem bei allen Gesellschaften Ergebnissicherungsmaßnahmen ergriffen und rechnet mit einer ersten Gewinnerholung im zweiten Halbjahr.

Wir mussten unsere Schätzungen dennoch deutlich nach unten revidieren und kalkulieren für dieses Jahr nun mit einem Umsatz von 525 Mio. Euro und einem Nettoergebnis von 8,9 Mio. Euro. Für 2025 trauen

wir GESCO dank der eingeleiteten Maßnahmen und der grundsätzlich positiven Geschäftstrends bei den meisten Tochterunternehmen auch unter weiter schwierigen Rahmenbedingungen eine deutliche Ergebniserholung zu und rechnen mit einer Verbesserung der EBIT-Marge von 3,7 auf 6,0 Prozent.

Auch die mittel- und langfristigen Aussichten stufen wir dank der guten Positionierung der Portfoliounternehmen als aussichtsreich ein. Zudem wird die finanzielle Stärke des Konzerns weitere Zukäufe ermöglichen.

Mit der aktuellen Revision beträgt unser neues Kursziel 31,70 Euro. Das liegt zwar deutlich unter unserer letzten Taxe (41,00 Euro), aber weit über dem Börsenkurs. Wir stufen die GESCO-Aktie als erheblich unterbewertet ein. Auch wenn die Delle in der Geschäftsentwicklung aktuell überraschend groß ist, waren konjunkturbedingte Talsohlen in der Geschäftsentwicklung in der Regel gute Einstiegsmöglichkeiten bei der Aktie. Unser neues Urteil lautet allerdings „Speculative Buy“ (bislang Buy), da die Prognoserevisionen in 2023 und 2024 zeigen, dass die Schätzunsicherheit im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld erhöht ist.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Portfolio technologisch führender, innovativer Spezialisten, die in ihren Nischen oftmals eine führende Marktposition einnehmen.
- Die Töchter können mit eigener Geschäftsführung dezentral und flexibel agieren, profitieren aber zugleich vom Konzernverbund und der starken Unterstützung durch die Holding.
- Die breite Diversifikation des Portfolios und der Kundenstruktur dient als Absicherung gegen Schwächephasen in einzelnen Branchen.
- Dank der langfristig angelegten „Buy-and-Hold“-Strategie sehr guter Ruf als Partner für den Mittelstand bei Nachfolgeproblemen, der in günstigere Einkaufspreise umgemünzt werden kann.
- Mit einer Konzerneigenkapitalquote von rd. 55 Prozent, einer Liquidität von 37 Mio. Euro und einer niedrigen Nettofinanzverschuldung ist die Gesellschaft bilanziell sehr gut aufgestellt.

Chancen

- Ergebnissicherungsmaßnahmen könnten ab dem zweiten Halbjahr 2024 eine Gewinnerholung einleiten.
- GESCO ist mit innovativen Gesellschaften in potenzialträchtigen Nischen stark positioniert. Das verspricht ein dauerhaft überproportionales Wachstum.
- Mit mehreren Exzellenzprogrammen wird die Entwicklung der Beteiligungen systematisch vorangetrieben. Das verspricht zusätzliche Wachstums- und Margenimpulse.
- Unter der Führung des neuen CEO könnte der Akquisitionskurs wieder beschleunigt werden.
- Die Aktie ist sehr günstig bewertet. Fassen die Anleger wieder mehr Vertrauen in das mittelfristige Wachstumspotenzial, winkt eine Neubewertung.

Schwächen

- Die Rezession in Deutschland belastet die Geschäftsentwicklung und hat zu einer deutlichen Absenkung der Prognose für 2024 geführt.
- 2023 mussten wegen der Schwächephase bereits Sonderabschreibungen auf Buchwerte für zwei Beteiligungen vorgenommen werden.
- Die Tochter Dörrenberg und der Bereich Ressourcen-Technologie üben einen relativ starken Einfluss auf die ganze Gruppe aus, was positive Diversifikationseffekte begrenzt.
- Die zyklische Investitionsgüternachfrage stellt eine wichtige Determinante der Geschäftsentwicklung dar.
- Aufgrund hoher Marktpreise bewegte sich die Zahl der Akquisitionen in den letzten Jahren eher am unteren Ende der anvisierten Ziele.

Risiken

- Eine konjunkturelle Erholung zeichnet sich im Moment nicht ab, das Umfeld könnte weiter schwierig bleiben.
- Aufgrund der unsicheren Konjunkturlage könnte die Investitionsgüternachfrage für längere Zeit schwach bleiben.
- Eine Rückkehr zum Margenniveau vor der aktuellen Konjunkturflaute ist ohne gesamtwirtschaftliche Belebung unwahrscheinlich.
- Die Akquise von qualifiziertem Fachpersonal wird in immer mehr Branchen zu einem anspruchsvollen Unterfangen.
- Mit der Erweiterung des M&A-Fokus auf größere Unternehmen (die durchaus Optimierungsbedarf haben dürfen) und neue Zielmärkte steigt das Risiko von Fehlkalkulationen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	187,5	178,0	220,2	260,8	299,9	337,6	374,0	409,3	443,9
1. Immat. VG	60,3	59,0	67,3	75,9	84,5	93,2	101,9	110,7	119,6
2. Sachanlagen	109,3	100,8	134,4	166,2	196,4	225,1	252,5	278,7	304,2
II. UV Summe	281,4	307,4	341,6	348,4	355,6	362,7	371,6	390,7	415,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	277,7	274,3	292,5	313,0	339,8	369,0	400,5	435,0	472,4
II. Rückstellungen	16,4	16,8	17,2	17,6	18,0	18,4	18,8	19,2	19,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	53,9	49,9	67,8	74,7	78,8	81,1	82,5	85,8	89,4
2. Kurzfristiges FK	121,1	144,5	184,2	203,9	219,0	231,8	243,7	260,0	277,7
BILANZSUMME	469,0	485,4	561,8	609,2	655,5	700,3	745,6	800,0	859,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	560,7	525,0	555,0	649,5	742,1	831,5	916,5	1.003,9	1.093,9
Gesamtleistung	560,9	525,8	556,0	650,5	743,1	832,5	917,5	1.004,9	1.094,9
Rohertrag	240,8	226,6	242,4	286,8	329,8	369,3	407,0	445,7	485,6
EBITDA	59,0	37,6	50,4	65,3	81,9	93,3	102,7	112,4	122,4
EBIT	35,9	19,4	33,4	43,3	55,0	61,8	66,8	72,4	78,3
EBT	32,4	14,4	28,4	35,7	46,3	52,4	57,0	62,2	67,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	22,1	9,9	20,2	25,3	32,9	37,2	40,5	44,2	48,1
JÜ	20,9	8,9	19,5	24,5	31,7	35,9	39,1	42,6	46,4
EPS	1,93	0,86	1,88	2,37	3,07	3,48	3,78	4,13	4,49

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	32,2	29,0	33,2	42,6	54,2	62,5	69,4	76,6	83,8
CF aus Investition	-21,8	-8,7	-59,3	-62,7	-66,0	-69,2	-72,3	-75,4	-78,7
CF Finanzierung	-12,2	-9,1	50,3	15,2	5,6	-1,2	-4,7	-0,2	-0,4
Liquidität Jahresanfa.	36,3	34,5	45,7	69,9	65,0	58,9	51,0	43,4	44,5
Liquidität Jahresende	34,5	45,7	69,9	65,0	58,9	51,0	43,4	44,5	49,2

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	-3,7%	-6,4%	5,7%	17,0%	14,3%	12,0%	10,2%	9,5%	9,0%
Rohertragsmarge	42,9%	43,2%	43,7%	44,2%	44,4%	44,4%	44,4%	44,4%	44,4%
EBITDA-Marge	10,5%	7,2%	9,1%	10,1%	11,0%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
EBIT-Marge	6,4%	3,7%	6,0%	6,7%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%
EBT-Marge	5,8%	2,7%	5,1%	5,5%	6,2%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%
Netto-Marge	3,7%	1,7%	3,5%	3,8%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,3%	52,97	46,90	41,99	37,93	34,52
6,8%	45,02	40,28	36,36	33,07	30,26
7,3%	38,63	34,85	31,67	28,96	26,62
7,8%	33,40	30,32	27,70	25,45	23,48
8,3%	29,03	26,50	24,32	22,42	20,75

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4), 10)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 15.08.2024 um 7:10 Uhr fertiggestellt und am 15.08.2024 um 9:30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
16.05.2024	Buy	41,00 Euro	1), 3), 4), 10)
15.04.2024	Buy	43,10 Euro	1), 3), 4), 10)
25.03.2024	Buy	42,70 Euro	1), 3), 4), 10)
15.11.2023	Buy	44,00 Euro	1), 3), 4), 10)
14.08.2023	Buy	49,00 Euro	1), 3), 4), 10)
23.05.2023	Buy	51,50 Euro	1), 3), 4), 10)
20.04.2023	Buy	51,50 Euro	1), 3), 4), 10)
09.03.2023	Buy	50,00 Euro	1), 3), 4), 10)
15.12.2022	Buy	50,00 Euro	1), 3), 4), 10)
15.11.2022	Buy	47,60 Euro	1), 3), 4), 10)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: zwei Updates und zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.