

14. August 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

GESCO SE

Prognose trotz konjunkturellem Gegenwind bestätigt

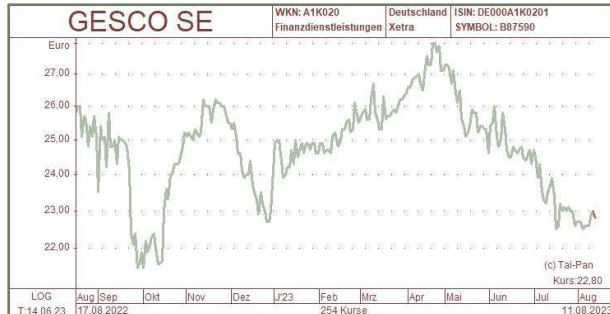
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 22,80 € | Kursziel: 49,00 € (zuvor: 51,50 €)

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:	1.889
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	GSC1:GR
ISIN:	DE000A1K0201
Kurs:	22,80 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	10,84 Mio. Stück
Market Cap:	247,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	340,8 Mio. Euro
Freefloat:	64,0 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	28,10 / 21,50 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	95,5 Tsd. Euro

Rezessives Umfeld zeigt Wirkung

Bei GESCO zeigen sich inzwischen die Auswirkungen der rezessiven wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Deutschland etwas deutlicher in den Zahlen. Im zweiten Quartal konnte der Umsatz nur noch im Segment Prozess-Technologie dank einem hohen Auftragsbestand gesteigert werden, und zwar um 9,1 Prozent auf 29,0 Mio. Euro. Im Bereich Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie sind die Erlöse hingegen um 1,1 Prozent auf 37,3 Mio. Euro gesunken und die Ressourcen-Technologie-Gesellschaften mussten sogar einen Rückgang um 11,7 Prozent auf 78,6 Mio. Euro hinnehmen – allerdings in Relation zu einem sehr starken Vorjahreswert. Beim EBIT führte das in der größten Sparte zu einem Rückgang um 30,6 Prozent auf 7,6 Mio. Euro. Demgegenüber lagen die Werte der Segmente Prozess-Technologie (+36,0 Prozent auf 3,8 Mio. Euro) und Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie (+13,8 Prozent auf 3,4 Mio. Euro) deutlich über Vorjahr – eine starke Leistung.

Resultate unter Vorjahr

Der Konzernumsatz summierte sich infolgedessen im zweiten Quartal auf 144,9 Mio. Euro, 5,5 Prozent we-

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	488,1	582,3	605,0	680,4	797,3	906,9
EBIT (Mio. Euro)	44,6	49,4	47,6	53,1	68,2	76,4
JÜ (Mio. Euro)	26,9	33,8	30,3	32,7	42,1	47,4
EpS (Euro)	2,48	3,12	2,80	3,02	3,88	4,37
Dividende je Aktie (Euro)	0,98	1,00	0,90	1,22	1,55	2,19
Umsatzwachstum	22,9%	19,3%	3,9%	12,5%	17,2%	13,8%
Gewinnwachstum	-	25,9%	-10,4%	8,0%	28,5%	12,7%
KUV	0,51	0,42	0,41	0,36	0,31	0,27
KGV	9,2	7,3	8,2	7,6	5,9	5,2
KCF	4,8	23,1	5,4	4,4	3,7	3,3
EV / EBIT	7,6	6,9	7,2	6,4	5,0	4,5
Dividendenrendite	4,3%	4,4%	3,9%	5,4%	6,8%	9,6%

niger als im Vorjahr. Etwas größer war der Rückgang des EBIT, das um 8,2 Prozent auf 11,5 Mio. Euro gesunken ist (Marge 7,9 Prozent nach 8,2 Prozent im Vorjahr), während die Kontraktion des Nettogewinns nach Anteilen Dritter auf 5,3 Prozent (auf 7,6 Mio. Euro) begrenzt werden konnte. Hier macht sich positiv bemerkbar, dass GESCO seinen Anteil an der größten Tochter Dörrenberg durch den Erwerb der 5 Prozent des aus Altersgründen ausgeschiedenen Geschäftsführers Gerd Böhner auf 100 Prozent aufgestockt hat, was den Minderheitenanteil am Periodenergebnis ceteris paribus reduziert.

Schwacher Auftragseingang

Einen stärkeren Niederschlag haben die Rahmenbedingungen im Auftragseingang des zweiten Quartals gefunden, der sich um 12,4 Prozent auf 131,3 Mio. Euro reduzierte, womit die Book-to-Bill-Ratio auf 0,91 gesunken ist (Q1: 1,07 und Vorjahr: 0,98). Dabei hat sich die Sparte Ressourcen-Technologie (-5,1 Prozent auf 82,5 Mio. Euro) insbesondere wegen einer positiven Entwicklung des Verladearm-Herstellers SVT noch gut gehalten. Demgegenüber sind die Neubestellungen in den beiden anderen Segmenten um 15,1 Prozent auf 30,1 Mio. Euro (Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie) bzw. um 31,9 Prozent auf 18,8 Mio. Euro (Prozess-Technologie) zurückgegangen. Während die Maschinen- und Anlagenbauer aus der letztgenannten Sparte unter der konjunkturbedingten Investitionszurückhaltung leiden, machen sich bei den Gesellschaften der Gesundheits- und Infrastruktur die schwierigen Bedingungen im Bau respektive im Gesundheitssektor zum Teil bemerkbar – wobei sich die größte Spartengesellschaft, der Papierstäbchenhersteller Setter, weiterhin auf einem dynamischen Wachstumspfad befindet.

Halbjahresumsatz leicht gesteigert

Zusammen mit dem sehr starken Auftragseingang des ersten Quartals (der aber dennoch um 6,7 Prozent unter dem – außergewöhnlich guten – Vorjahreswert gelegen hatte) ergibt sich auf Sechsmontatsbasis ein Rückgang der Bestellungen um 9,4 Prozent auf 288,8 Mio. Euro. Demgegenüber konnten die Halbjahreserlöse wegen des starken Auftaktquartals (+6,6 Prozent auf 147,3 Mio. Euro) noch geringfügig, um 0,3

Prozent auf 292,1 Mio. Euro, gesteigert werden. Dabei behilflich waren im kleineren Umfang auch positive Konsolidierungseffekte. Dazu gehörten die Add-on-Zukäufe von SVT (ein Zulieferer aus Ungarn) und von Dörrenberg (ein Spezialstahlanbieter in den USA), außerdem wurde eine bisher nicht konsolidierte Tochter von SVT (Connex aus den USA) nach einer erfolgreichen Entwicklung neu in den Abschluss aufgenommen.

Geschäftszahlen	6M 22	6M 23	Änderung
Auftragseingang	318,7	288,8	-9,4%
Umsatz	291,4	292,1	+0,3%
- Prozess-Tec.	48,7	52,4	+7,5%
- Ressourcen-Tec.	168,9	166,2	-1,6%
- Gesundheit/Infra.	73,8	73,6	-0,3%
EBITDA	34,8	31,7	-9,1%
EBITDA-Marge	12,0%	10,8%	-1,2Pp.
EBIT	25,9	22,8	-11,7%
- Prozess-Tec.	4,2	5,1	+22,7%
- Ressourcen-Tec.	21,7	17,4	-20,1%
- Gesundheit/Infra.	6,6	6,7	+1,0%
EBIT-Marge	8,9%	7,8%	-1,1Pp.
Nettoergebnis	16,8	14,3	-14,9%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Moderate Margeneinbußen

Beim Ergebnis waren mehrere Belastungsfaktoren spürbar, insbesondere die zum Teil deutlich gestiegenen Materialpreise, die auf Halbjahresbasis zu einem Anstieg des Materialaufwands um 3,4 Prozent auf 176,3 Mio. Euro führten. Isoliert betrachtet zeigte sich im zweiten Quartal aber schon eine Entspannung mit einem Rückgang der Materialaufwandsquote (in Relation zur Gesamtleistung) von 56,6 Prozent im Vorjahr auf 56,2 Prozent, während es in den ersten drei Monaten einen Anstieg von 57,2 auf 59,5 Prozent gegeben hatte. Auf Halbjahresbasis ebenfalls etwas schlechter ausgefallen sind die Personal- (von 20,4 auf 21,0 Prozent) und die SBA-Aufwandsquote (von 10,5 auf 10,7 Prozent), weshalb die EBITDA-Marge (zum Umsatz) von 12,0 auf 10,8 Prozent zurückgegangen ist, gleichbedeutend mit einer Kontraktion des

Gewinns vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen um 9,1 Prozent auf 31,7 Mio. Euro. Bei leicht niedrigeren Abschreibungen (-1,4 Prozent) führte das zu einem EBIT-Rückgang von 11,7 Prozent auf 22,8 Mio. Euro (Marge: 7,8 Prozent nach 8,9 Prozent im Vorjahr).

Nettoergebnis sinkt um 15 Prozent

Das Finanzergebnis, das im Vorjahr (+0,7 Mio. Euro) noch von einem positiven Sondereffekt profitiert hatte, ist diesmal wegen des gestiegenen Kreditvolumens und höherer Zinsen mit -1,6 Mio. Euro deutlich negativ ausgefallen, weshalb sich der Vorsteuergewinn der ersten sechs Monate um 20 Prozent auf 21,2 Mio. Euro reduziert hat. Bei einer leicht verbesserten Steuerquote (von 31,0 auf 30,5 Prozent) und einem deutlich niedrigeren Ergebnisanteil Dritter (0,5 Mio. Euro, Vorjahr: 1,5 Mio. Euro) ist das Nettoergebnis um 14,9 Prozent auf 14,3 Mio. Euro zurückgegangen.

EK-Quote jetzt 53 Prozent

Trotz dieses hohen Gewinns hat sich das Eigenkapital im ersten Halbjahr von 274,7 auf 271,5 Mio. Euro reduziert, was maßgeblich auf die Dividendenzahlungen und den reduzierten Anteilen anderer Gesellschafter zurückzuführen ist. Da die Bilanzsumme zugleich um 8,1 Prozent auf 512,3 Mio. Euro ausgeweitet wurde, hat sich die Eigenkapitalquote seit Jahresanfang von 58,0 auf 53,0 Prozent reduziert, bleibt damit aber sehr komfortabel. Ein Treiber der gestiegenen Bilanzsumme war die Finanzverschuldung, die von 76,4 auf 98,8 Mio. Euro gestiegen ist. In Verbindung mit der ebenfalls etwas erhöhten Liquidität (von 36,3 auf 38,3 Mio. Euro) errechnet sich daraus eine Nettofinanzverschuldung von 60,5 Mio. Euro, nach 40,1 Mio. Euro zu Jahresbeginn. In Relation zum rollierenden EBITDA der letzten vier Quartale entspricht das einem moderaten Multiple von 0,9. Die Ausweitung der Kreditaufnahme ist zum einen das Resultat der Add-on-Akquisitionen (die auf der Ebene der Töchter finanziert werden), zum anderen hat sich hier auch die Finanzierung des gestiegenen Working Capitals (insb. Vorräte: von 160,8 auf 185,6 Mio. Euro, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen von 82,2 auf 86,9 Mio. Euro) niedergeschlagen. Hier macht sich der größere Lagerbedarf von Dörrenberg wegen des

Aufbaus des neuen Geschäftsfelds Präzisions-Flachstahl bemerkbar. Außerdem starten Unternehmen im Bereich Prozess-Technologie oftmals den Bau von Anlagen im ersten Halbjahr, was dann im zweiten Halbjahr zu Auslieferungen und Bestandsabgängen führt.

FCF nahezu ausgeglichen

Der Vorrats- und Forderungsaufbau lag aber insgesamt deutlich unter dem Niveau des ersten Halbjahres 2022, was sich im Vorjahresvergleich positiv im Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit niedergeschlagen hat, der von -6,6 Mio. Euro auf +11,6 Mio. Euro deutlich in den positiven Bereich drehte. In einer betragsmäßig ähnlichen Höhe (-12,2 Mio. Euro) bewegten sich die Cash-Abflüsse aus Investitionsaktivitäten, die sich wegen der Add-on-Akquisitionen und der höheren Sachanlageinvestitionen deutlich ausgeweitet haben. Der Free-Cashflow war geringfügig negativ (-0,6 Mio. Euro), aber erheblich besser als im Vorjahr (-9,3 Mio. Euro). Dem stand wegen der Nettokreditaufnahme trotz der Abflüsse für Dividenden, für die Anteilsaufstockung an Dörrenberg und für die Tilgung von Leasingverbindlichkeiten ein positiver Finanzierungs-Cashflow von 2,7 Mio. Euro gegenüber, was letztlich den Anstieg der Liquidität bewirkte.

Prognose etwas vorsichtiger

Nach den Halbjahreszahlen hat das Unternehmen die Prognose zur Entwicklung der einzelnen Segmente zum Teil etwas vorsichtiger formuliert. Für den größten Bereich Ressourcen-Technologie wird zwar weiterhin ein leichter Umsatzanstieg erwartet, das Ergebnis soll nun aber nicht mehr „ungefähr auf Vorjahresniveau“ liegen, sondern leicht darunter. Ähnlich moderat fällt die Anpassung des Ausblicks der Sparte Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie aus, wobei in diesem Bereich die Umsatzerwartung leicht angepasst wurde – die Segmenterlöse sollen im Gesamtjahr nicht mehr steigen, sondern auf Vorjahresniveau liegen – während das Ergebnis wie bisher schon als stabil eingeschätzt wird. Keine Änderungen gab es hingegen bezüglich der Erwartungen für das Segment Prozess-Technologie, dessen Umsatz weiterhin moderat steigen soll, bei einem gleichbleibenden Ergebnisbeitrag. Infolge dieser überschaubaren Abwärtskorrekturen

konnte die Umsatz- und Ergebnisprognose für den Konzern bestätigt werden. Die Erlöse sollen weiterhin auf 600 bis 620 Mio. Euro (Vorjahr: 582,3 Mio. Euro) steigen und einen Gewinn nach Anteilen Dritter von 32 bis 34 Mio. Euro (Vorjahr: 33,8 Mio. Euro) ermöglichen. Die Resultate werden nach aktueller Einschätzung aber am unteren Ende der Spannen liegen. Auch das benötigt aber eine Verbesserung der Geschäftszahlen im zweiten Halbjahr, die vom Management so aber auch erwartet wird.

SMC-Segmentschätzungen	U23e (bisher)	EBIT23e (bisher)
Prozess-Technologie	107,4 (103,3)	14,4 (13,0)
Ressourcen-Technologie	330,2 (331,0)	33,1 (36,6)
Gesundheits-/Infrastrukt.- Technologie	146,3 (145,7)	12,5 (13,7)

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

Anpassung der Schätzungen

In Reaktion auf die Halbjahreszahlen und den aktualisierten Ausblick des Unternehmens haben wir unsere Schätzungen zu den einzelnen Segmenten aktualisiert und beim Umsatz insgesamt etwas erhöht und beim EBIT moderat reduziert (siehe Tabelle). Diese Schätzungen korrespondieren mit einer organischen Erlössteigerungsrate von 0,3 Prozent. Unter Berücksichtigung von Akquisitionen taxieren wir den Konzernumsatz in diesem Jahr jetzt auf 605,0 Mio. Euro (bislang: 620,1 Mio. Euro). Die Reduktion ist darauf zurückzuführen, dass wir (neben den bereits umgesetzten Add-on-Akquisitionen) weiterhin den Kauf einer Basisbeteiligung unterstellen, aber später im Jahr, als bislang erwartet, mit entsprechend geringerem Umsatzbeitrag. Überarbeitet haben wir auch unsere Kostenschätzungen und im Rahmen dessen die Materialaufwandsquote (in Relation zum Umsatz) nach der positiven Entwicklung im zweiten Quartal für das Gesamtjahr reduziert (von 59 auf 57,7 Prozent), im Gegenzug allerdings die Quote für Personal (von 21,1 auf 21,5) und für SBA (von 10,6 auf 11,2) etwas er-

höht. Die EBIT-Marge sehen wir jetzt insgesamt bei 7,9 Prozent (bislang: 8,3 Prozent), woraus sich ein betont vorsichtig kalkuliertes Nettoergebnis von 30,3 Mio. Euro (bislang: 32,7 Mio. Euro) ergibt.

Gegenmaßnahmen

Das Management begleitet Unternehmen, die von dem herausfordernden Umfeld betroffen sind, aktuell besonders intensiv und forciert da, wo es nötig ist, Strukturanpassungen. Im ersten Halbjahr wurde bereits die Belegschaft bei den Unternehmen der Sparten Prozess-Technologie sowie Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie in Summe leicht reduziert. Dieser Prozess ist nach Auskunft von Finanzvorstand Holzbaur im Earnings-Call bereits weitgehend abgeschlossen. Der Hauptfokus liegt aber auf einer aktiven Marktbearbeitung und einer Gewinnung von Marktanteilen, insbesondere mit Innovationen und einer forcierten Internationalisierung. Ein Expansions-schwerpunkt für zahlreiche Unternehmen der Gruppe ist aktuell Nordamerika, dort konnte die Positionierung schon deutlich verbessert werden – etwa durch eine massive Kapazitätsaufstockung von Setter, die Add-on-Akquisition von Dörrenberg, sowie durch die deutlichen Fortschritte von SVT, MAE und INEX-solutions in der Region. Ein Ausbau des Konzerns mit weiteren Zukäufen steht ebenfalls ganz oben auf der Agenda, diesbezüglich zeigt sich der Vorstand zuversichtlich.

Dynamische Expansion anvisiert

Wir halten daher an unserem Expansionsmodell für GESCO fest, bei dem pauschal bereits der Erwerb von zwei Add-on-Akquisitionen und einer Basisbeteiligung pro Jahr einkalkuliert ist. Die angestrebte Akquisition eines weiteren Ankerunternehmens (mit Erlösen von mind. 100 Mio. Euro) haben wir hingegen noch nicht berücksichtigt, diese erfordert möglicherweise eine Kapitalmaßnahme (die ebenfalls noch nicht Gegenstand des Modells ist). Aufgrund des aktuell rückläufigen Auftragseingangs haben wir allerdings vorsichtshalber trotz der aussichtsreichen Wachstumsinitiativen der Gruppe die Schätzung für das organische Wachstum im nächsten Jahr von bislang 4,8 Prozent auf nur noch 1,0 Prozent reduziert. Bei unveränderten Annahmen zu den Beiträgen aus Akquisitionen

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	605,0	680,4	797,3	906,9	1.013,8	1.115,5	1.209,9	1.307,1
Umsatzwachstum		12,5%	17,2%	13,8%	11,8%	10,0%	8,5%	8,0%
EBIT-Marge	7,9%	7,8%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%
EBIT	47,6	53,1	68,2	76,4	84,5	92,1	98,9	107,6
Steuersatz	30,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	14,5	15,9	20,4	22,9	25,3	27,6	29,7	32,3
NOPAT	33,1	37,2	47,7	53,5	59,1	64,5	69,3	75,3
+ Abschreibungen & Amortisation	17,7	22,7	27,7	32,5	37,1	41,7	46,0	50,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	-2,0	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	48,8	60,3	75,8	86,4	96,7	106,5	115,7	126,0
- Zunahme Net Working Capital	-10,9	-1,4	-6,4	-7,3	-8,1	-8,9	-9,7	-10,5
- Investitionen AV	-58,8	-53,6	-57,8	-61,8	-65,6	-69,3	-72,7	-76,2
Free Cashflow	-20,9	5,3	11,6	17,4	22,9	28,3	33,3	39,3

SMC-Schätzmodell

und den organischen Wachstumsraten ab 2025 ergibt sich daraus eine gegenüber unseren bisherigen Schätzungen insgesamt leicht reduzierte Umsatzreihe. Auch die EBIT-Marge haben wir etwas vorsichtiger taxiert, insbesondere für das nächste Jahr (7,8 Prozent statt 8,8 Prozent), in dem das Umfeld eine deutliche Verbesserung möglicherweise nicht erlaubt. An unserer operativen Zielmarge zum Ende des Detailprognosezeitraums halten wir aber fest, diese liegt weiter bei 8,2 Prozent. Die Tabelle auf der oben auf dieser Seite enthält die wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2030. Weitere Details bietet 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 2030 und mit einem „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.

Kursziel: 49,00 Euro

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 531 Mio. Euro oder 48,99 Euro je Aktie, woraus wir ein neues Kursziel von 49,00 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die leichte Reduktion resultiert aus konjunkturbedingt etwas vorsichtigeren Schätzungen für 2023 und 2024. Dennoch zeigt unser Modell weiterhin ein hohes Aufwärtspotenzial für die Aktie. Das Prognoserisiko stufen wir nach wie vor auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein.

Fazit

Mehrere GESCO-Töchter spüren inzwischen den konjunkturellen Gegenwind etwas stärker. Insgesamt schlägt sich die Gruppe aber gut, der Umsatz lag im ersten Halbjahr mit 292,1 Mio. Euro um 0,3 Prozent über dem Vorjahr und der Rückgang des Nettoergebnisses (-14,9 Prozent auf 14,3 Mio. Euro) ist trotz Margendrucks (u.a. durch höhere Materialkosten) noch überschaubar ausgefallen. Das Unternehmen hält mit selektiven Strukturanpassungsmaßnahmen bei denjenigen Gesellschaften, die vom Konjunkturabschwung besonders betroffen sind, und vor allem mit Wachstumsinitiativen dagegen. Für das zweite Halbjahr erwartet das Management trotz des zuletzt deutlich rückläufigen Auftragseingangs (-9,3 Prozent auf 292,1 Mio. Euro) bei allen wesentlichen Geschäftskennzahlen Verbesserungen. Die Prognose-

spannen für den Umsatz (600 bis 620 Mio. Euro) und das Nettoergebnis (32 bis 34 Mio. Euro) wurden daher bestätigt, nach aktuellem Stand werden allerdings Werte am unteren Ende der Spannen erwartet.

Wir haben daraufhin unsere Schätzungen für 2023 und vorsichtshalber auch für 2024 etwas konservativer gestaltet, womit unser Kursziel von zuletzt 51,50 Euro auf 49,00 Euro gesunken ist.

Angesichts eines geschätzten KGV23 und KGV24 von 8,2 sowie 7,6 und mittelfristig hervorragender Wachstums- und Gewinnsteigerungspotenziale sehen wir damit weiterhin ein erhebliches Kurspotenzial für die Aktie und bekräftigen unser Votum „Buy“.

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 53 Prozent, einer Liquidität von rd. 38 Mio. Euro und einer niedrigen Nettofinanzverschuldung ist die Gesellschaft bilanziell sehr gut aufgestellt.

Chancen

- GESCO ist mit innovativen Gesellschaften in potenzialträchtigen Nischen stark positioniert. Das verspricht ein dauerhaft überproportionales Wachstum.
- Strategie „Next Level 25“: Mit einem systematischen Ansatz werden stetige Verbesserungen der operativen Effizienz, der Marktposition und der Führungsstrukturen sowie in der Digitalisierung und der Nachhaltigkeit angestrebt. Das verspricht zusätzliche Wachstums- und Margenimpulse.
- Das Unternehmen strebt eine Beschleunigung des Akquisitionskurses an, was zusätzliche positive Impulse verspricht.
- Bis 2025 soll der Gruppenumsatz auf 1 Mrd. Euro steigen und die EBIT-Marge bei 10 Prozent liegen. Das verspricht starke Impulse für die Aktie.

Schwächen

- Etwas mehr als 50 Prozent der Konzern Erlöse werden im Ausland erzielt, aber noch haben alle Beteiligungen ihren Sitz in Deutschland, so dass die Rahmenbedingungen hier von gehobener Bedeutung sind. Die Tochter Dörrenberg und der Bereich Ressourcen-Technologie sind zudem relativ dominant.
- Auch wenn die Resilienz des Portfolios durch die Exzellenzprogramme und die weitere Diversifikation gestärkt werden konnte, stellt die zyklische Investitionsgüternachfrage immer noch eine wichtige Determinante der Geschäftsentwicklung von GESCO dar.
- Aufgrund hoher Marktpreise bewegte sich die Zahl der Akquisitionen in den letzten Jahren eher am unteren Ende der anvisierten Ziele.

Risiken

- Die schwierigen konjunkturellen Rahmenbedingungen könnten noch länger anhalten und das Wachstum erschweren.
- Der Margendruck könnte in dem Umfeld weiter zunehmen.
- Aufgrund der unsicheren Konjunkturlage könnte die Investitionsgüternachfrage für längere Zeit schwach bleiben.
- 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	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	185,8	227,0	267,6	307,5	346,5	384,8	422,1	458,5	494,2
1. Immat. VG	63,8	72,0	80,3	88,7	97,1	105,6	114,2	122,8	131,6
2. Sachanlagen	105,3	138,3	170,7	202,4	233,1	263,0	291,9	319,7	346,8
II. UV Summe	286,8	308,5	324,8	325,9	341,5	363,7	380,4	405,2	440,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	274,7	290,7	315,4	346,4	379,5	411,0	439,5	469,6	502,7
II. Rückstellungen	21,0	19,0	19,4	19,8	20,2	20,6	21,0	21,4	21,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	48,4	67,4	78,5	79,2	84,6	92,8	99,1	107,4	118,1
2. Kurzfristiges FK	129,8	159,7	180,4	189,2	205,0	225,3	244,3	266,7	293,1
BILANZSUMME	473,9	536,8	593,7	634,7	689,3	749,8	803,9	865,0	935,7

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	582,3	605,0	680,4	797,3	906,9	1.013,8	1.115,5	1.209,9	1.307,1
Gesamtleistung	590,1	606,5	681,4	798,3	907,9	1.014,8	1.116,5	1.210,9	1.308,1
Rohrertrag	247,9	257,7	297,0	353,4	401,9	449,1	494,1	535,8	578,7
EBITDA	67,7	65,3	75,8	95,9	108,9	121,6	133,7	145,0	157,9
EBIT	49,4	47,6	53,1	68,2	76,4	84,5	92,1	98,9	107,6
EBT	49,5	44,3	49,2	63,2	71,3	78,8	85,6	91,8	99,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	36,3	30,8	34,5	44,3	49,9	55,2	59,9	64,3	69,8
JÜ	33,8	30,3	32,7	42,1	47,4	52,4	56,9	61,1	66,3
EPS	3,12	2,80	3,02	3,88	4,37	4,84	5,25	5,63	6,11

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	10,7	45,6	56,2	66,0	75,6	84,6	93,1	101,0	110,0
CF aus Investition	-10,4	-58,8	-63,4	-67,6	-71,5	-75,4	-79,0	-82,4	-85,9
CF Finanzierung	-21,9	9,0	15,3	-11,6	-4,8	-5,3	-17,4	-15,6	-12,6
Liquidität Jahresanfa.	57,7	36,3	32,0	40,1	26,9	26,1	30,1	26,7	29,7
Liquidität Jahresende	36,3	32,0	40,1	26,9	26,1	30,1	26,7	29,7	41,1

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	19,3%	3,9%	12,5%	17,2%	13,8%	11,8%	10,0%	8,5%	8,0%
Rohermargemarge	42,6%	42,6%	43,6%	44,3%	44,3%	44,3%	44,3%	44,3%	44,3%
EBITDA-Marge	11,6%	10,8%	11,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,1%
EBIT-Marge	8,5%	7,9%	7,8%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%
EBT-Marge	8,5%	7,3%	7,2%	7,9%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%
Netto-Marge	5,8%	5,0%	4,8%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	5,0%	5,1%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,3%	78,03	69,82	63,17	57,67	53,05
6,8%	67,17	60,75	55,44	50,98	47,19
7,3%	58,43	53,30	48,99	45,32	42,16
7,8%	51,24	47,08	43,53	40,48	37,81
8,3%	45,23	41,81	38,85	36,28	34,02

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 14.08.2023 um 9:55 Uhr fertiggestellt und am 14.08.2023 um 10:30 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
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)
16.08.2022	Buy	49,00 Euro	1), 3), 4), 10)
16.05.2022	Buy	50,00 Euro	1), 3), 10)
25.04.2022	Buy	50,00 Euro	1), 3), 4), 10)
10.03.2022	Buy	47,80 Euro	1), 3), 10)
25.11.2021	Buy	42,50 Euro	1), 3), 4), 10)
27.08.2021	Buy	39,30 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.