



Gesco AG

Acht Schritte auf dem Weg zu 8%

26.10.2017

Kaufen	(Halten)
40,00 EUR	(24,00 EUR)

Schlusskurs 24.10.2017	27,78 EUR
Bloomberg: GSC1 GY	WKN: A1K020
Branche	Industrie

Kursperformance

52 Wochen Hoch	30,47 EUR
52 Wochen Tief	22,05 EUR
Relativ zu	Prime All Share
YTD	7,9%
1 Monat	-10,5%
12 Monate	-3,8%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2017)	391,3
Marktkapital. (Mio. EUR)	301,1
Anzahl der Aktien (Mio.)	10,8
Streubesitz	86,3%

Nächster Termin

Quartalszahlen	14.11.2017
----------------	------------

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2017/18e	6,7%	13,5%	7,5%
2018/19e	6,7%	24,8%	20,6%
2019/20e	---	---	---

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
 Telefon: +49 (0)211 4952-311
 christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Nachdem 2016/17 wie erwartet noch ein Transformationsjahr unter der Ägide des **neuen CEO Dr. Eric Bernhard** war, dürften die ersten Ergebnisse der Portfoliostrategie ab 2017/18 nun **stärker in den Zahlen sichtbar** werden. **Das Management hat u. E. wichtige Prozessveränderungen angestoßen und vor allem auch Kapitalkostenthemen bei den einzelnen Beteiligungen stärker verankert und damit die Basis für einen Stopp der lang anhaltenden Ertragsschwäche geschaffen. Wir stufen die Aktie von Halten auf Kaufen herauf** und setzen das Kursziel von 24,00 € auf 40,00 €.

INVESTMENT CASE

1.) Die Portfoliostrategie 2022 steht für die **Veränderungen, um konsequent den Weg zu neuem profitablen Wachstum zu gestalten**. Wir halten in einem ersten Schritt **die angestrebte EBIT-Marge (2015/16: 4,6%) von 8%** für gut erreichbar und **erwarten ein Erreichen des Ziels bereits 2021**. Unsere EPS-Erwartungen für die nächsten Jahre liegen im Durchschnitt 8% über den FactSet-Konsens-Prognosen.
 2.) Unseres Erachtens werden künftige **Akquisitionen stärker aus dem eigenen Cash-flow** und nicht über Kapitalmaßnahmen finanziert, sodass Verwässerungen vermieden werden. Wir erwarten künftig einen FCF im Bereich von 30 Mio. €. Mit der Stärkung der Innenfinanzierungskraft verbessert sich auch das Dividendenpotenzial.

Anm.:
 EBIT-Zielmarge schneller erreicht (8,3% im GJ 2018/19)

KATALYSATOREN

Wir erwarten in den kommenden Monaten einen **kontinuierlich positiven Newsflow aus dem operativen Geschäft** sowie insbesondere **positive M&A-Nachrichten**. Die M&A-Politik war in den zurückliegenden Jahren unter dem alten Management eher zögerlich. Wir verstehen die Gesellschaft heute so, dass sie aufgrund ihrer inzwischen angepassten Struktur künftig eine aktivere M&A-Politik betreiben wird und halten drei wertsteigernde Akquisitionen p. a. für möglich.

BEWERTUNG

Unser Kursziel ist unverändert DCF-basiert. Die Erhöhung des Kursziels basiert auf Veränderungen in den Cash-flow-Erwartungen.

in Mio. EUR	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
Umsatz	494,0	482,5	530,7	541,3	552,2
EBIT	31,5	22,1	33,3	38,1	41,9
EBIT-Marge	6,4%	4,6%	6,3%	7,0%	7,6%
Nettofinanzverbind.	80,6	87,3	57,9	34,3	9,7
Freier Cash-flow	6,2	-21,5	29,4	31,1	33,3
EPS (in EUR)	1,62	0,79	1,73	2,03	2,27
DPS (in EUR)	0,67	0,35	0,70	0,80	0,90
Dividendenrendite	2,7%	1,4%	2,5%	2,9%	3,2%
EV/Umsatz	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBIT	11,4	16,7	11,8	9,7	8,2
KGV	15,3	31,6	16,0	13,7	12,2

Anm.:
 EBIT realisiert 2018/19: 47,6 Mio. € (neuer Ergebnisrekord in der Firmengeschichte)

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmenshintergrund

Nach den Gewinnenttäuschungen der vergangenen Jahre sollten die kommenden Unternehmensberichte die ersten Früchte der Portfoliostrategie 2022 zeigen. Die neue Gesco wird ihre Gesellschafterrolle im Rahmen der beratenden Holdingfunktion künftig aktiver wahrnehmen und zugleich an Bewährtem festhalten, wie etwa den hohen Freiheitsgraden der eigenverantwortlichen Geschäftsführer. In Summe sollte es Gesco jedoch mit dem Maßnahmenbündel gelingen, systematisch Ergebnisverbesserungen zu erreichen.

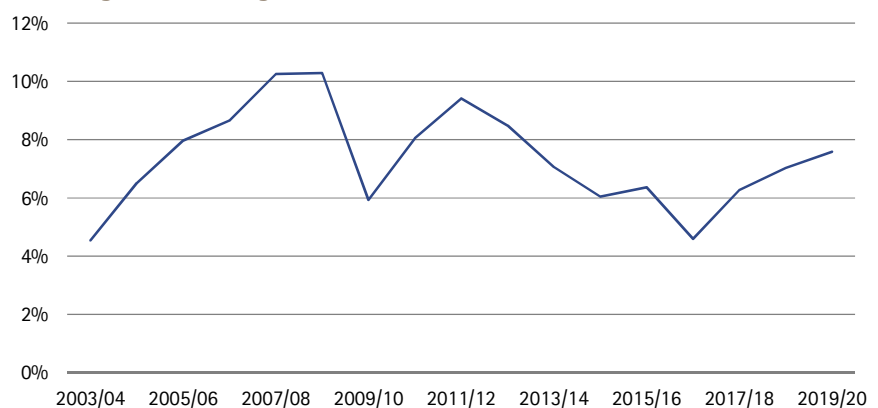
1.) MIT PORTFOLIOSTRATEGIE 2022 UND ACHT SCHRITTEN AUF DEM WEG ZU 8% EBIT-MARGE

Warum Portfoliostrategie 2022?

Die Underperformance der Gesco-Aktie in den zurückliegenden Jahren war unseres Erachtens zweifelsohne ein Reflex der rückläufigen und häufig hinter den Erwartungen zurückgebliebenen Gewinnentwicklung der Gruppe. Ein Kritikpunkt unsererseits, der sich in unseren Gesprächen mit dem früheren Management häufig ergab, bestand darin, dass einige der Beteiligungsunternehmen eher auf den nächsten Aufschwung hofften, statt sich selbstkritisch dem ständig veränderten Umfeld zu stellen.

Vor diesem Hintergrund haben wir bereits vor Jahresfrist die Implementierung der Portfoliostrategie 2022 begrüßt, jedoch ständig im Hinterkopf gehabt, dass die Implementierung dieser „neuen“ Gedanken nicht von heute auf morgen gelingen kann und mindestens bis zum Herbst 2018 andauern dürfte.

EBIT-Margenentwicklung



Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Acht Managementthemen

Unseres Erachtens sind die folgenden acht Schritte, die auch in der Portfoliostrategie 2022 hinterlegt sind, **entscheidend für den künftigen Erfolg der Unternehmensgruppe.**

1. Analyse der Ist-Situation
2. Analyse der Megatrends
3. Strukturierung der Segmente
4. Benchmark je Beteiligung
5. Management Hebel
6. Wachstumshebel
7. Managementmethode
8. Werte und Kulturen weiterentwickeln

Analyse der Ist-Situation

Gesco ist als Beteiligungsunternehmen vor allem im Investitionsgüterbereich tätig. Wir sehen Raum für das Geschäftsmodell, sind aber der Meinung, dass eine **aktivere Gesellschafterrolle** notwendig ist, was **vom neuen Management** in gleichem Maße analysiert worden ist und **bereits frühzeitig im Jahr 2016** in den Maßnahmenkatalog **implementiert** worden ist.

Analyse der Megatrends

Im Rahmen der Bestandsaufnahme stellt sich für ein Beteiligungsunternehmen immer die Frage, inwiefern es als Nischenplayer agiert oder sich auf bestimmte Zielmärkte fokussiert. Letztendlich geht es in der Portfolioanalyse auch darum, auf Dauer profitabel zu wachsen.

Strukturierung der Segmente

Insgesamt ist Gesco heute in vier Segmenten tätig:

1. Produktionsprozess-Technologie
2. Ressourcen-Technologie
3. Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie
4. Mobilitäts-Technologie

Ohne Benchmarking geht es nicht

Im nächsten Schritt geht es um die Frage, wie die einzelnen Beteiligungen ihre führende Rolle in den jeweiligen Märkten und ihre Umsatzrenditen allgemein sichern können. Hierfür wurde für jede Beteiligung ein Wettbewerbsvergleich durchgeführt, um individuell **das Optimierungspotenzial zu erkennen.** Unterstützungsmaßnahmen der Gesco wurden für jede einzelne Beteiligungsgesellschaft **konkretisiert und werden nun systematisch abgearbeitet.**

Management-Hebel

Anschließend werden die Pflichten und Aufgabenbereiche der Gesellschafter aufgegriffen. Hier wurde entschieden, dass der Fokus der Gesellschafter auf der Schaffung robuster Organisationen liegen sollte. Dazu müssen in den beteiligten Unternehmen vor allem Geschäftsführer- und andere Schlüsselpositionen besetzt werden. Außerdem sollen **Investitionen priorisiert in Projekte für Wachstum und zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit** fließen. Das Management soll die Beteiligungen außerdem weiter beratend unterstützen.

Wachstumshebel

Schließlich sollte noch ein Mix an Maßnahmen zusammengestellt werden, welche als Wachstumshebel wirken. Hier wurden konkrete Maßnahmen gefunden, die auch fest in der Planung verankert wurden. Der **Fokus liegt dabei auf Umsatzsteigerung**

und der **Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit** der Beteiligungen. Zudem soll der Cash-flow deutlich gesteigert werden, nicht zuletzt durch die **Optimierung des Working Capitals**.

Management-Methode

In einem weiteren Schritt wurde die Management-Methodik der Gesco AG analysiert. Sie sollte der Holding ermöglichen klaren Mehrwert zu schaffen, aber gleichzeitig höchstmögliche Freiheitsgrade gewähren. Es wurde entschieden, dass die **jährlichen Strategie-Tage als Kick-off für die Planung** genutzt werden. Außerdem wurden mit allen Geschäftsführern **für drei Jahre ambitionierte Ziele vereinbart**. Dabei sollen die Beteiligungsmanager bei kaufmännischen & technischen Themen und Projekten beratend eingreifen.

Werte und Kulturen weiterentwickeln

Letztendlich befasst sich die Entwicklung der Portfolio-Strategie 2022 auch mit den Werten und der Kultur der Beteiligungen. Das Ziel ist es, Werte zu bewahren, aber gleichzeitig eine **starke Leistungs- und Ergebniskultur zu entwickeln**. Als Ergebnis wurde ein Kulturwandel initiiert, bei dem operative Freiheitsgrade erhalten bleiben. Es wurde jedoch ein **stärkerer Fokus auf Verbindlichkeit und Zielerreichung** gelegt.

Aktivere Portfoliopolitik

Insgesamt lässt sich damit künftig eine aktivere Portfoliopolitik als in den zurückliegenden Jahren erwarten, da gezielter das Know-how der Holding in den Konzern eingebracht wird. Benchmarking und Ableitung von individuellen Verbesserungspotenzialen sind die Kerntreiber für die von uns erwartete Ergebnisverbesserung. Dabei halten wir es aber nicht für gerechtfertigt, für jedes einzelnen der o.a. Managementthemen eine separate Erfolgsrechnung durchzuführen, da viele Dinge naturgemäß miteinander verzahnt sind.

Keine aktive EXIT-Strategie, ...

Insgesamt sehen wir aktuell auch, dass Gesco keine aktive Exit-Strategie verfolgt. Gleichwohl macht uns das Beispiel Protomaster Mut, da die Gruppe hier – **wenn auch erst unter neuem CEO** – erkannt hat, dass sie selbst nicht dem Anspruch genügen kann, der beste Eigentümer des Unternehmens zu sein.

..., aber ...

Gleichwohl kann es künftig aber auch Konstellationen am Markt geben, dass strategische Investoren Multiplikatoren für einzelne Beteiligungen aufrufen, die weit über der aktuellen Bewertung einer Gesellschaft liegen. Hier erwarten wir, dass das Management solche Absichten detailliert prüft und auch den Verkauf einzelner Einheiten in Betracht ziehen würde.

... mehr als nur ein Sparringspartner

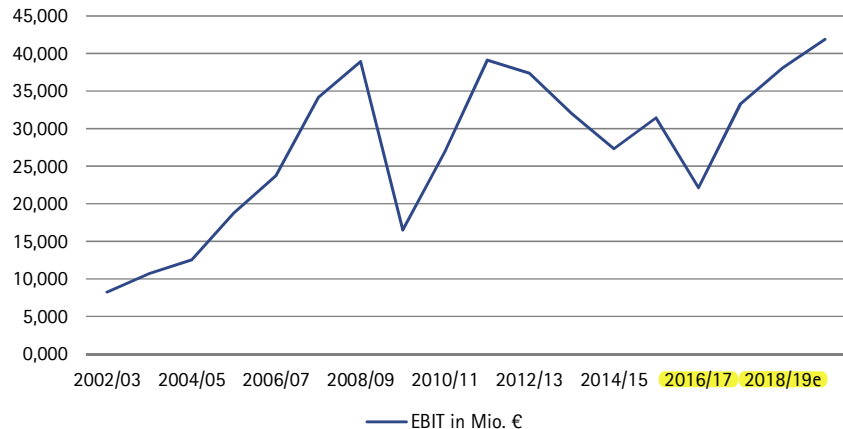
Die zwischen Gesco und den Beteiligungen aufgebaute Distanz sollte sich in den nächsten Jahren in der neuen Gesco wieder systematisch abbauen. In der derzeitigen Aufstellung der Holding im technischen und kaufmännischen Beteiligungsmanagement besteht ein enger Austausch mit den Geschäftsführern. So können **Investitionsvorhaben** besser erörtert und begleitet werden, wenn es etwa um **Automatisierung oder Wachstumschancen** geht. Als Sparringspartner erörtert Gesco auch, ob ein **zeitnaher Payback** realistisch ist und die Organisation im Unternehmen diese Ziele auch leisten kann.

Ziel mindestens 8% EBIT-Marge

Die Portfolio-Strategie 2022 ist der Leitfaden des unternehmerischen Handelns in den nächsten Jahren, um Gesco wieder profitabler zu machen. Unsere Channel Checks und Prognosen zeigen, dass Gesco in den nächsten Jahren in der Lage sein

sollte, wieder Umsatzrenditen zu erreichen, die die Gruppe bereits in ihren besseren Jahren in der Vergangenheit erreicht hatte. Insgesamt sehen wir in den kommenden Jahren eher eine systematische Aufwärtsentwicklung durch die Optimierungen.

EBIT-Entwicklung 2003/04–2019/20e



Anm.:
EBIT
realisiert
2018/19:
47,6 Mio. €
(neuer
Ergebnis-
rekord in
der Firmen-
geschichte)

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Vier Segmente sind in Megatrends zuhause

Mit der Berufung von **Dr. Eric Bernhard als CEO** hat Gesco vor einem Jahr seine **Segmentstruktur geändert**. Zum Verständnis der unterschiedlichen Treiber für die einzelnen Bereiche und damit die gesamte Gruppe ist es unerlässlich, die Marktstrukturen der einzelnen Bereiche zu skizzieren:

PRODUKTIONSPROZESS-TECHNOLOGIE

MISSION STATEMENT: Menschen wollen Individualität trotz Serienfertigung

Dem Segment sind folgende Beteiligungen zugeordnet:

- C.F.K., Kriffel (Draht – und Senkerodieren)
- Georg Kessel, Kempten (Werkzeugmaschinen)
- MAE, Erkrath (Automatische Richtmaschinen und Radsatzpressen)
- VWEH, Herschbach (Automatisierungstechnik und Formenbau)

MEGA-TRENDS

- Industrie 4.0
- Additive Fertigung (3D-Druck)
- Digitalisierung
- Losgröße 1

FOLGE-TRENDS

- wachsender Investitionsbedarf in Maschinen und Anlagen
- neuartige Produkte durch 3D-Druck-Technologie
- Nachfrage nach Individual-Produkten und Sondermaschinen
- Automatisierung und Robotik

MARKT-CHARAKTERISTIKA

- dynamisch wachsende Märkte
- hoher Innovationsgrad

TYPISCHE PRODUKTE

- Automatisierungslösungen im Maschinen- und Anlagenbau sowie technologie-intensive Fertigungsdienstleistungen

ENDKUNDEN-MARKTSEGMENTE

- Serienhersteller, z. B. in der Automobil-, Stahl- und Konsumgüterindustrie, die einem starken Wettbewerbsdruck ausgesetzt sind und diesen durch Veränderungen in der Produktion kompensieren müssen

RESSOURCEN-TECHNOLOGIE

MISSION STATEMENT: Menschen wollen das richtige Material zum richtigen Zeitpunkt

Dem Segment sind folgende Beteiligungen zugeordnet:

Dörrenberg Edelstahl, Engelskirchen (Edelstahl)
Pickhardt & Gerlach, Finnentrop (Veredelung von Bandstahl)
SVT, Schwelm (Verladeeinrichtungen)

MEGA-TRENDS

- Globalisierung
- Bevölkerungswachstum
- Wirtschaftswachstum in Schwellenländern
- steigender Konsum der Industrienationen

FOLGE-TRENDS

- wachsender Energie- und Rohstoffbedarf
- kürzere Produktlebenszyklen und Produktnutzung

MARKT-CHARAKTERISTIKA

- konsolidierende Märkte
- Fokus auf Nischenprodukte und Kundenservice

TYPISCHE PRODUKTE

- kundenspezifische Bereitstellung von Vormaterialien, z. B.: Materialversorgung, Materialtransport oder Verladetechnik

ENDKUNDEN-MARKTSEGMENTE

- materialintensive Industrieunternehmen, deren Lieferkette keine Kompromisse in der Qualität erlauben
- global verteilte Produktionsstrukturen, die weltweit zuverlässige Lieferanten benötigen

GESUNDHEITS- UND INFRASTRUKTUR-TECHNOLOGIE

MISSION STATEMENT: Menschen wollen Gesundheit & Wohlbefinden

Dem Segment sind folgende Beteiligungen zugeordnet:

AstroPlast, Meschede (Kunststoff-Spritzgussteile)
Frank Walz- und Schmiedetechnik, Hatzfeld (Verschleißteile und Komponenten für die Landtechnik)
Frank Funke, Sundern (Zerspanungstechnik)
Haseke, Port Westfalica (Tragarmsysteme und Gehäusetechnik)
Hubl, Vaihingen (Edelstahl-Blechverarbeitung)
Setter, Emmerich (Papierstäbchen)

MEGA-TRENDS

- Bevölkerungswachstum
- demografischer Wandel
- höhere Lebenserwartung
- Bio-Technologie
- Medizintechnik
- stärkeres Umweltbewusstsein
- global steigender Wohlstand

FOLGE-TRENDS

- bessere medizinische Versorgung
- Bio-Lebensmittel und biologisch abbaubare Produkte
- nachwachsende Rohstoffe
- immer neue Food-Trends
- Bedarf nach größerem, besser ausgestattetem und modernem Wohnraum

MARKT-CHARAKTERISTIKA

- nah an Endverbrauchern
- wenig zyklisch

TYPISCHE PRODUKTE

- Komponenten, Baugruppen und Vorprodukte

ENDKUNDEN-MARKTSEGMENTE

- Anbieter für endverbrauchernahe Massmärkte: Bau- und Sanitärindustrie, Lebensmittelsektor und Landwirtschaft Kosmetik- und Hygieneprodukte-Industrie, Medizintechnik