

5. Mai 2025  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
renommierter  
Analyst Awards

# GESCO SE

## Rückkehr auf den Wachstumspfad fest anvisiert

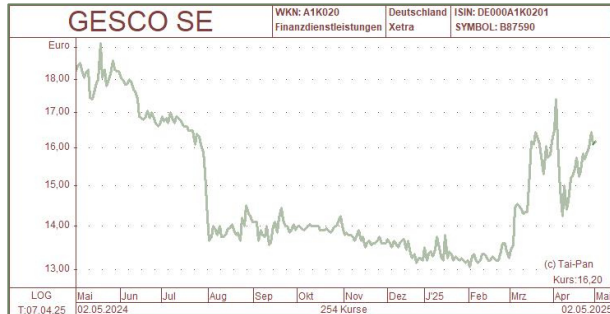
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 16,20 € | Kursziel: 33,00 € (unverändert)

**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

<b>Sitz:</b>	Wuppertal
<b>Branche:</b>	Industrie
<b>Mitarbeiter:</b>	1.642
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>Ticker:</b>	GSC1:GR
<b>ISIN:</b>	DE000A1K0201
<b>Kurs:</b>	16,20 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienzahl:</b>	10,35 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	167,7 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	221,4 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	81,3 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	19,75 / 12,70 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	76,5 Tsd. Euro

## Rezessives Umfeld

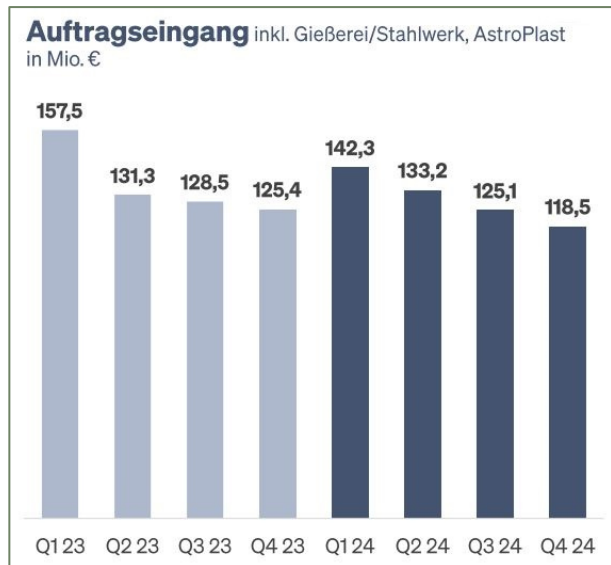
Auf der Bilanzpressekonferenz hat GESCO die Details zur Geschäftsentwicklung im letzten Jahr erläutert. Demzufolge hat sich das rezessive Umfeld in Deutschland mit einer ausgeprägten Investitionszurückhaltung der Industrie in einer rückläufigen Auftragsentwicklung bemerkbar gemacht. Besonders gelitten hat darunter das größte Tochterunternehmen, der Werkzeugstahlhändler Doerrenberg, dessen Umsatz aufgrund von negativen Volumen- und Preisefekten von 208 auf ca. 170 Mio. Euro sehr deutlich gesunken ist. Von der Nachfrageschwäche ebenfalls deutlich betroffen war der Bandstahlveredler PGW.

## Umsatz sinkt um 8 Prozent

Die Entwicklung vollzog sich dabei entgegen den Erwartungen. Während noch zu Jahresanfang Hoffnung auf eine schrittweise Erholung im Jahresverlauf bestanden hatte, hat sich die Nachfrage, gemessen am Auftragseingang, von Quartal zu Quartal immer weiter abgeschwächt (siehe Abbildung auf der nächsten Seite). Dieser Verlauf führte dazu, dass die Gesellschaft die Umsatzprognose im August von zuvor 570 bis 590 Mio. Euro auf 520 bis 540 Mio. Euro zurücknehmen musste, aufgrund der weiteren Abschwä-

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	582,3	560,7	513,8	508,6	569,7	638,0
<b>EBIT (Mio. Euro)</b>	49,4	35,9	15,2	27,8	39,0	49,4
<b>JÜ (Mio. Euro)</b>	33,8	20,9	4,4	16,6	23,7	30,6
<b>EpS (Euro)</b>	3,12	1,93	0,42	1,59	2,29	2,96
<b>Dividende je Aktie (Euro)</b>	1,00	0,40	0,10	0,35	0,51	0,71
<b>Umsatzwachstum</b>	19,3%	-3,7%	-8,4%	-1,0%	12,0%	12,0%
<b>Gewinnwachstum</b>	50,1%	-38,3%	-78,8%	274,1%	42,6%	29,2%
<b>KUV</b>	0,30	0,31	0,34	0,35	0,31	0,28
<b>KGV</b>	5,2	8,4	39,6	10,6	7,4	5,7
<b>KCF</b>	16,4	5,5	3,4	6,3	5,4	4,0
<b>EV / EBIT</b>	4,6	6,4	15,1	8,3	5,9	4,6
<b>Dividendenrendite</b>	6,2%	2,5%	0,6%	2,2%	3,2%	4,4%

chung aber selbst die reduzierten Ziele noch leicht unterschritten hat. Letztendlich sind die Konzern Erlöse sogar um 8,4 Prozent auf 513,8 Mio. Euro gesunken.



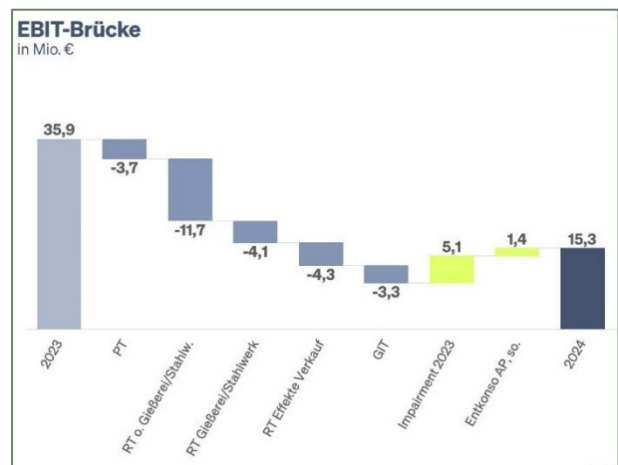
Quelle: Unternehmen

### Umfangreiche Gegenmaßnahmen

Im Jahresverlauf wurden daraufhin umfangreiche Maßnahmen zur Ergebnissicherung eingeleitet, zu denen vor allem der Abbau von Zeitarbeitskräften und die Einführung von Kurzarbeit zählten. Die Stammbesellschaft wurde indes nur punktuell und in Summe sehr moderat (-3 Prozent) reduziert, da die Wettbewerbsposition der Portfoliogesellschaften weiter als gut eingestuft wurde – aus Sicht von GESCO wurden keine Marktanteile an Konkurrenten verloren – und die Leistungsfähigkeit nicht beschnitten werden sollte. Gleichwohl wurden aber Investitionen und Zusatzausgaben gestoppt und überprüft. Zugleich wurde die Optimierung des Portfolios fortgesetzt. Diese mündete zum Jahresende in einem Management-Buy-out der kleinen Gesellschaft AstroPlast, für die wegen der Positionierung als Auftragsfertiger im Kunststoffmarkt kein ausreichendes langfristiges Upside-Potenzial gesehen wurde, und in einer Veräußerung der defizitären Geschäftsbereiche „Stahlwerk“ und „Gießerei“ der Tochter Doerrenberg an die Investmentgesellschaft Callista. Diese waren im letzten Jahr für rund 12 Prozent der Erlöse von Doerrenberg verantwortlich, haben aber zugleich das Ergebnis mit -4,1 Mio. Euro stark belastet.

### EBIT-Rückgang in allen Segmenten

Mit der Transaktion ging ein negativer Entkonsolidierungseffekt in Höhe von 4,3 Mio. Euro einher. Damit waren die veräußerten Bereiche insgesamt für etwas mehr als 40 Prozent des EBIT-Rückgangs des Segments Ressourcen-Technologie (von 28,1 auf 7,9 Mio. Euro) verantwortlich, zu dem bislang neben Doerrenberg und PGW auch noch SVT zählte (zu Jahresbeginn 2025 wurde eine neue Segmentierung vorgenommen). Aber auch in den anderen beiden Segmenten hat das Umfeld zu einem deutlich rückläufigen operativen Ergebnis geführt. In Summe hat sich das Konzern-EBIT von 35,9 auf 15,2 Mio. Euro mehr als halbiert, womit die EBIT-Marge von 6,4 auf 3,0 Prozent zurückgegangen ist. Bereinigt um den Beitrag der veräußerten Einheiten und der Entkonsolidierungseffekte lag das EBIT hingegen bei 22,9 Mio. Euro und die Marge – gemessen am bereinigten Umsatz von 480,1 Mio. Euro – bei 4,8 Prozent.



Legende: PT: Segment Prozess-Technologie; RT: Ressourcen-Technologie, GIT: Gesundheits- und Infrastruktur-Technologie; AP: Gesellschaft AstroPlast; Quelle: Unternehmen

### Ergebnis von Einmaleffekten belastet

Auch das Finanzergebnis wurde durch einen Einmaleffekt belastet: Die Insolvenz der 20-prozentigen Beteiligung Saglam in der Türkei (ein Partner von Doerrenberg) hat dazu geführt, dass das Ergebnis aus assoziierten Unternehmen mit -0,8 Mio. Euro (Vorjahr: +0,6 Mio. Euro) deutlich negativ ausgefallen ist. In Kombination mit höheren Zinsaufwendungen wegen des gestiegenen Zinsniveaus hat sich das Finanz-

ergebnis deshalb von -3,5 auf -5,2 Mio. Euro verschlechtert. Zugleich ist die rechnerische Steuerquote sehr hoch ausgefallen (43,9 Prozent nach 31,6 Prozent im Vorjahr), da ein substantieller Teil der Aufwendungen steuerlich nicht abzugsfähig war. Dementsprechend hat sich das Nettoergebnis nach Abzug des Minderheitsanteils (-1,2 Mio. Euro in etwa auf Vorjahresniveau) nur noch auf 4,4 Mio. Euro belaufen (Vorjahr: 20,9 Mio. Euro).

Geschäftszahlen	2023	2024	Änderung
Auftragsingang	542,7	519,1	-4,4%
Umsatz	560,7	513,8	-8,4%
- Prozess-Tec.	107,6	104,2	-3,1%
- Ressourcen-Tec.	321,0	283,6	-11,6%
- Gesundheit/Infra.	132,2	126,2	-4,5%
EBITDA	59,0	36,7	-37,9%
EBITDA-Marge	10,5%	7,1%	-3,4Pp.
EBIT	35,9	15,2	-57,7%
- Prozess-Tec.	12,0	8,3	-30,8%
- Ressourcen-Tec.	28,1	7,9	-71,8%
- Gesundheit/Infra.	9,5	6,2	-34,9%
EBIT-Marge	6,4%	3,0%	-3,4Pp.
Nettoergebnis	20,9	4,4	-78,7%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

## Änderung der Dividendenpolitik

Auf des Geschäftsergebnisses 2024 werden die Gremien der Hauptversammlung eine Dividende von 0,10 Euro je Aktie (Vorjahr: 0,40 Euro) vorschlagen, was einer Ausschüttungsquote von 23 Prozent entspricht. Das bringt auch die etwas geänderten Prioritäten zum Ausdruck, die nach dem Amtsantritt des neuen CEO Johannes Pfeffer im letzten Oktober kommuniziert wurden. Nun soll das erwirtschaftete Kapital vor allem der Förderung weiteren Wachstums dienen, was als wichtigster Werttreiber angesehen wird. Freie Mittel können in zweiter Instanz, wenn „wirtschaftlich sinnvoll“, für Aktienrückkäufe eingesetzt werden, und erst das Residuum ist für Dividenden vorgesehen. Nichtsdestotrotz wird eine Ausschüttungsquote zwischen 20 und 40 Prozent angestrebt.

## Hoher freier Cashflow

Die Basis dafür stellt der hohe freie Cashflow dar, den GESCO in der Regel erwirtschaftet. Im letzten Jahr ist dieser trotz des Ergebnisrückgangs sogar noch deutlich gestiegen, da es dem Unternehmen gelungen ist, das Working Capital substantiell zu reduzieren. Dadurch stieg der Zahlungsmittelüberschuss aus der Betriebstätigkeit von 33,1 auf 51,2 Mio. Euro. Zugleich haben sich die saldierten Investitionsabflüsse wegen der gebremsten Aktivitäten und der Zuflüsse aus Verkäufen von -21,8 auf -6,3 Mio. Euro reduziert, so dass sich ein Free-Cashflow von 44,9 Mio. Euro errechnet, nach 10,4 Mio. Euro im Vorjahr. Dieser wurde im Umfang von rund 30 Mio. Euro für eine umfangreiche Nettotilgung von Finanzverbindlichkeiten genutzt, was zusammen mit der Dividendenzahlung, dem Aktienrückkauf und weiteren Posten (insb. Leasing) zu einem Mittelabfluss aus Finanzierungstätigkeit von 47,5 Mio. Euro geführt hat. Per Saldo (inkl. Währungseffekten) ist die Konzernliquidität im letzten Jahr von 34,5 auf 33,3 Mio. Euro leicht zurückgegangen, bewegt sich damit aber weiterhin auf einem komfortablen Niveau.

## Niedrige Nettofinanzverschuldung

Die Nettotilgung hat sich sehr positiv auf die Nettofinanzverschuldung ausgewirkt, die (ohne Leasing) von 52,6 auf 24,0 Mio. Euro gesunken ist (mit Leasing: von 70,6 auf 41,6 Mio. Euro). Das Multiple der Nettofinanzverschuldung zum EBITDA konnte damit trotz des deutlichen operativen Ergebnisrückgangs von ohnehin schon moderaten 0,9 auf 0,7 weiter reduziert werden (mit Leasing: von 1,2 auf 1,1). Durch die Schuldentilgung und die Unternehmensverkäufe ist auch die Bilanzsumme von 469 auf 433 Mio. Euro geschrumpft. Zwar ist auch das Eigenkapital wegen der Dividendenauszahlung und des Aktienrückkaufs von 277,7 auf 270,1 Mio. Euro zurückgegangen, die EK-Quote hat sich damit aber von einem zuvor schon hohen Wert von 59,2 Prozent auf 62,3 Prozent weiter erhöht.

## Wachstumsstrategie: Drei Schwerpunkte

Damit besteht eine starke Kapitalbasis, um das Wachstum der Gesellschaft zu forcieren – organisch

und anorganisch. Für potenzielle Zukäufe konnte inzwischen eine gut gefüllte Pipeline aufgebaut werden, auch die Preisvorstellungen der Verkäufer sind laut GESCO mittlerweile wieder realistischer. Das Management traut sich für das laufende Jahr zumindest den Kauf einer Add-on-Beteiligung für eine bestehende Tochter sowie einer weiteren Basisbeteiligung (die eigenständig bleibt) zu. CEO Pfeffer hat zusammen mit dem M&A-Verantwortlichen klare Kriterien formuliert, die potenzielle Basisbeteiligungen erfüllen müssen. Dazu gehören insbesondere eine „differenzierungsprägende Wertschöpfung“, mit der eine Gesellschaft einen klaren USP aufweist, aber auch die Fähigkeit zu kontinuierlicher Innovation, ein attraktives Leistungsportfolio für zukunftssichere Märkte, eine hohe Skalierbarkeit und eine geringe Kapitalintensität. Als weitere Säulen der Wachstumsstrategie hat das Management noch zwei andere Schwerpunkte definiert: Zum einen eine fortgesetzte und intensivierte Internationalisierung nach dem Motto „local for local“, wobei derzeit mehrere Töchter insbesondere die USA noch stärker ins Visier nehmen. Und zum anderen eine weitere Professionalisierung und Vereinheitlichung der Prozesse zur systematischen Weiterentwicklung der Beteiligungen mit dem neuen GESCO Business Systems (GBS).

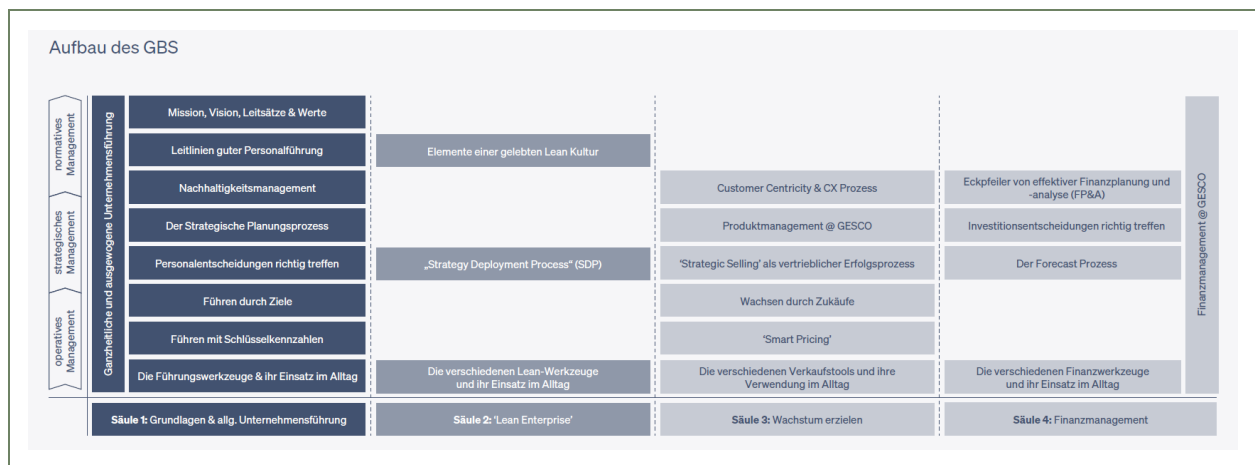
### Weitere Professionalisierung mit GBS

Mit GBS wurden für vier Schwerpunktbereiche – Grundlagen & allgemeine Unternehmensführung, Lean Enterprise, Wachstum und Finanzmanagement – Kernelemente definiert, die künftig bei allen Gesell-

schaften nach einheitlichen Prozessen ablaufen sollen (siehe Abbildung unten). Damit sollen die Aktivitäten weiter professionalisiert und der Austausch und die Vergleichbarkeit in der Gruppe verbessert werden, ohne die Bewegungsfreiheit der Gesellschaften in ihrem operativen Geschäft einzuschränken. Im Gegenteil, das Management verspricht sich von der Systematisierung der Kernaufgaben die Hebung hoher Potenziale. Für die schrittweise Umsetzung des GBS im gesamten Konzern wird ein Zeitraum von drei Jahren angepeilt. Damit verbunden sind auch neue ehrgeizige Ziele für die Entwicklung der Beteiligungen, die künftig mindestens zwei der drei folgenden Kriterien erfüllen sollen: ein durchschnittliches Wachstum von mindestens 7 Prozent p.a. (CAGR), eine Umsatzrentabilität (ROS) von mindestens 10 Prozent sowie einen „Return on Capital Employed“ (ROCE) von mindestens 15 Prozent.

### Rückkehr auf den Wachstumspfad

Schon im laufenden Jahr sollen erste positive Effekte der eingeleiteten Maßnahmen sichtbar werden. Das Unternehmen kalkuliert zwar weiterhin mit einem tendenziell stagnierenden Umfeld in Deutschland (BIP-Wachstum zwischen -0,5 und +1,0 Prozent) sowie mit einer deutlichen Abschwächung des globalen Wachstums (+1,5 bis 2,5 Prozent), traut sich aber auch unter diesen Rahmenbedingungen ein organisches Wachstum der Konzern Erlöse auf 485 bis 515 Mio. Euro zu (gegenüber einem bereinigten Vorjahreswert von 480,1 Mio. Euro). Der Nettogewinn soll den bereinigten Wert (13,1 Mio. Euro) mindestens



GESCO Business Systems; Quelle: Unternehmen

Mio. Euro	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031	12 2032
Umsatzerlöse	508,6	569,7	638,0	703,0	764,0	826,7	891,3	960,9
Umsatzwachstum		12,0%	12,0%	10,2%	8,7%	8,2%	7,8%	7,8%
EBIT-Marge	5,5%	6,8%	7,7%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%
<b>EBIT</b>	<b>27,8</b>	<b>39,0</b>	<b>49,4</b>	<b>55,3</b>	<b>59,7</b>	<b>63,7</b>	<b>68,0</b>	<b>73,0</b>
Steuersatz	30,5%	30,0%	29,5%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	8,5	11,7	14,6	16,0	17,3	18,5	19,7	21,2
<b>NOPAT</b>	<b>19,3</b>	<b>27,3</b>	<b>34,8</b>	<b>39,3</b>	<b>42,4</b>	<b>45,2</b>	<b>48,3</b>	<b>51,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	17,4	19,0	21,2	23,0	26,1	29,1	31,9	34,6
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>37,2</b>	<b>46,7</b>	<b>56,4</b>	<b>62,7</b>	<b>68,9</b>	<b>74,7</b>	<b>80,6</b>	<b>86,9</b>
- Zunahme Net Working Capital	-7,1	-11,4	-8,9	-7,0	-6,1	-6,6	-7,1	-7,7
- Investitionen AV	-40,3	-37,0	-39,5	-41,8	-44,0	-46,3	-48,6	-51,1
<b>Free Cashflow</b>	<b>-10,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>8,0</b>	<b>13,9</b>	<b>18,8</b>	<b>21,8</b>	<b>24,9</b>	<b>28,1</b>

#### SMC-Schätzmodell

erreichen oder bestenfalls um bis zu 30 Prozent über-treffen, was mit einer Zielspanne von 13 bis 17 Mio. Euro korrespondiert.

### Aktualisierung des Modells

Unsere bisherige Schätzung für die organisch erzielbaren Erlöse im laufenden Jahr lag bei 489 Mio. Euro, was zum adjustierten Wert aus 2024 einem Wachstum um rund 2 Prozent entspricht. Das halten wir weiter für gut erreichbar. Unter Hinzurechnung der Beiträge aus den anvisierten Akquisitionen bleibt unsere Umsatzschätzung unverändert bei 508,6 Mio. Euro. Nach der Aktualisierung der Kostenschätzungen ist aber unsere Gewinnsschätzung von bislang 17,0 auf 16,6 Mio. Euro etwas gesunken, liegt damit aber immer noch nah am oberen Ende der Guidance. In den Folgeperioden trauen wir der Gruppe dank der eingeleiteten Maßnahmen (insbesondere GBS) und weiterer Zukäufe unverändert eine dynamische Entwicklung mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate (CAGR<sub>25/32</sub>) von 9,5 Prozent zu. Da wir auch hier bereits hypothetisch Akquisitionen einkalkuliert haben, das Management aber jetzt schon organisch eine durchschnittliche Wachstumsrate der Töchter von mindestens 7 Prozent p.a. anstrebt, halten wir das für eine konservative Schätzung. Das sollte mit einer

Erholung der EBIT-Marge einhergehen, wobei der von uns unterstellte Anstieg von 5,5 Prozent im laufenden Jahr auf 7,6 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums angesichts einer angestrebten durchschnittlichen Umsatzrentabilität von 10 Prozent auch sehr vorsichtig ausfällt. Eine weitere Änderung am Modell betrifft die unterstellten Ausgaben für Zukäufe, die wir aufgrund einer deutlichen Verbesserung der Lage am M&A-Markt reduziert haben. Die Tabelle oben zeigt die aus unseren Prämissen abgeleitete Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum, 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 2032 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) von 7,1 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 9,8 Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,6 Prozent und Betafaktor 1,3), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 45 Prozent Fremd-

kapital, einen FK-Zins von 5,5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent.

### **Kursziel: 33,00 Euro**

Nach der Modellaktualisierung beträgt der faire Wert jetzt 357 Mio. Euro oder 32,89 Euro je Aktie, daraus leiten wir ein unverändertes Kursziel von 33,00 Euro

ab (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die leichte Absenkung der Gewinnschätzungen wurde dabei durch geringere Investitionsausgaben (für Zukäufe) und den Roll-over des Modells auf das neue Basisjahr 2025 in etwa kompensiert. Das Prognoserisiko stufen wir nach wie vor auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein.

## Fazit

---

GESCO hat im letzten Jahr deutlich unter den schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen gelitten und musste einen Umsatzrückgang um 8,4 Prozent auf 513,8 Mio. Euro hinnehmen, der zu einem Einbruch von EBIT (-58 Prozent auf 15,2 Mio. Euro) und Nettogewinn (-79 Prozent auf 4,4 Mio. Euro) geführt hat.

Die Ergebniskennzahlen überzeichnen allerdings die Entwicklung, da sich hier auch Sondereffekte aus dem weiteren Umbau des Portfolios ausgewirkt haben – insbesondere wurden defizitäre Geschäftseinheiten der größten Tochter Doerrenberg veräußert. Auf bereinigter Basis beliefen sich die Erlöse auf 480,1 Mio. Euro und das Nettoergebnis auf 13,1 Mio. Euro.

Für das laufende Jahr kalkuliert das Management mit einer weiteren Stagnation in Deutschland. Trotzdem ist eine deutliche Verbesserung der Kennzahlen möglich. Während die Jahresprognose für den Umsatz ein Wachstum auf 485 bis 515 Mio. Euro vorsieht, könnte das Ergebnis bei einer Zielspanne von 13 bis 17 Mio. Euro bestenfalls um 30 Prozent zulegen. Damit dürften sich auch erste Effekte aus den eingeleiteten Maßnahmen zur Steigerung des Wachstums und Verbesserung der Profitabilität zeigen, die in den nächsten Jahren mit der Umsetzung des Modells „GESCO Business Systems“ noch intensiviert werden. Dabei geht es vor allem um eine weitere Systematisierung, Professionalisierung und Vereinheitlichung von Managementprozessen in der gesamten Gruppe.

Auch das externe Wachstum dürfte jetzt wieder stärker forciert werden. Das Management sieht verbesserte Rahmenbedingungen – insbesondere mehr Auswahl und wieder attraktivere Preise – und traut sich

für das laufende Jahr zumindest den Erwerb je einer Basis- und Add-on-Beteiligung zu.

Wir sehen uns durch diese Zielsetzungen in unserer Einschätzung bestätigt. Für das laufende Jahr kalkulieren wir weiterhin mit einem organischen Umsatz von 489 Mio. Euro (+2 Prozent), unter Berücksichtigung der für dieses Jahr unterstellten Zukäufe erwarten wir sogar 508,6 Mio. Euro (+6 Prozent ggü. adjustiertem Umsatz aus 2024). Unsere Gewinnsschätzung haben wir aber auf 16,6 Mio. Euro leicht reduziert, liegen damit aber immer noch im oberen Bereich der Management-Guidance.

Getragen von organischen Verbesserungen und Zukäufen sollte auch die Entwicklung der nächsten Jahre dynamisch ausfallen, inkl. der hypothetisch unterstellten Akquisitionen trauen wir GESCO eine durchschnittliche Wachstumsrate von 9,5 Prozent zu. Angesichts einer seitens des Vorstands anvisierten organischen Wachstumsrate der Beteiligungen von mindestens 7 Prozent p.a. ist das eher eine vorsichtige Taxe, ebenso wie die von uns angenommene Verbesserung der EBIT-Marge von 5,5 Prozent (Schätzwert 2025) auf 7,6 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums.

Trotzdem liegt unser Kursziel mit unverändert 33,00 Euro weit über dem aktuellen Kurs, was auf die günstige Bewertung (KGV25e 10,6, Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,65) und die ausgeprägte Cashflow-Stärke der Gruppe – 2024 wurde ein Free-Cashflow von 45 Mio. Euro erzielt (der allerdings das Durchschnittsniveau wegen eines größeren Working-Capital-Abbaus überzeichnet) – zurückzuführen ist. Wir trauen der Aktie damit eine sehr positive Entwicklung zu und bekräftigen unsere Einstufung mit „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 rd. 62 Prozent, einer Liquidität von 32 Mio. Euro (12/24) und einer niedrigen Nettofinanzverschuldung ist die Gesellschaft bilanziell sehr gut aufgestellt.

## Chancen

- Dank der umgesetzten Ergebnissicherungs- und Portfoliooptimierungsmaßnahmen könnte der Konzerngewinn 2025 auch ohne eine Konjunkturerholung deutlich steigen.
- Die geplante Investitionsoffensive von CDU und SPD könnte zu positiven Wachstumsimpulsen führen.
- Die Entwicklung der Beteiligungen wird 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 2023 und 2024 zu einem deutlichen Gewinnrückgang geführt.
- Nachdem 2023 wegen der Schwächephase bereits Sonderabschreibungen auf Buchwerte für zwei Beteiligungen vorgenommen werden mussten, hat der Verkauf defizitärer Bereiche von Doerrenberg auch 2024 für eine Sonderbelastung gesorgt.
- Die Tochter Doerrenberg übt 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

- Trotz einer Stabilisierung im industriellen Sektor zeichnet sich ein dynamischer Aufschwung noch nicht ab. Die Managementprognose impliziert am unteren Ende die Möglichkeit eines nur minimalen Umsatzwachstums und einer Gewinnstagnation (im Vergleich mit den bereinigten Werten aus 2024).
- Aufgrund der unsicheren Rahmenbedingungen (insb. auch US-Politik) könnte die Investitionsgüternachfrage noch 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.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	178,0	200,9	224,4	248,2	272,5	295,9	318,6	340,8	362,8
1. Immat. VG	57,0	61,3	65,7	70,2	74,7	79,3	84,0	88,7	93,5
2. Sachanlagen	80,8	99,4	118,6	137,9	157,6	176,4	194,4	211,9	229,1
II. UV Summe	255,3	278,9	292,2	302,0	323,3	337,9	356,1	377,7	403,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	270,1	286,2	306,8	332,7	361,0	391,0	423,1	457,7	495,1
II. Rückstellungen	16,5	16,9	17,3	17,7	18,1	18,5	18,9	19,3	19,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	46,5	61,5	66,5	66,9	71,8	71,8	71,8	71,8	71,8
2. Kurzfristiges FK	100,3	115,3	126,1	132,9	145,0	152,6	160,9	169,8	179,4
<b>BILANZSUMME</b>	<b>433,3</b>	<b>479,9</b>	<b>516,7</b>	<b>550,2</b>	<b>595,9</b>	<b>633,9</b>	<b>674,7</b>	<b>718,6</b>	<b>766,0</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzerlöse	513,8	508,6	569,7	638,0	703,0	764,0	826,7	891,3	960,9
Gesamtleistung	513,7	509,6	570,7	639,0	704,0	765,0	827,7	892,3	961,9
Rohertrag	222,0	223,8	253,4	284,9	313,8	341,0	368,9	397,6	428,6
EBITDA	36,7	45,2	58,0	70,5	78,3	85,8	92,8	99,9	107,7
EBIT	15,2	27,8	39,0	49,4	55,3	59,7	63,7	68,0	73,0
EBT	10,0	24,6	34,9	44,7	50,6	54,5	58,5	62,9	67,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	5,6	17,1	24,4	31,5	35,9	38,7	41,5	44,6	48,2
JÜ	4,4	16,6	23,7	30,6	34,8	37,5	40,3	43,3	46,8
EPS	0,42	1,59	2,29	2,96	3,37	3,62	3,89	4,18	4,52

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
CF operativ	51,2	27,8	32,4	44,2	52,3	59,1	64,4	69,8	75,6
CF aus Investition	-6,3	-40,3	-42,5	-45,0	-47,3	-49,5	-51,8	-54,1	-56,6
CF Finanzierung	-47,5	23,9	6,3	-4,8	2,3	-8,7	-9,4	-10,1	-10,8
Liquidität Jahresanfa.	34,5	33,3	44,7	40,9	35,4	42,7	43,5	46,8	52,4
Liquidität Jahresende	33,3	44,7	40,9	35,4	42,7	43,5	46,8	52,4	60,5

### Kennzahlen

Prozent	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzwachstum	-8,4%	-1,0%	12,0%	12,0%	10,2%	8,7%	8,2%	7,8%	7,8%
Rohermargemarge	43,2%	44,0%	44,5%	44,7%	44,6%	44,6%	44,6%	44,6%	44,6%
EBITDA-Marge	7,1%	8,9%	10,2%	11,1%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
EBIT-Marge	3,0%	5,5%	6,8%	7,7%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%
EBT-Marge	1,9%	4,8%	6,1%	7,0%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Netto-Marge	0,9%	3,3%	4,2%	4,8%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,1%	53,90	47,93	43,12	39,17	35,87
6,6%	45,97	41,34	37,53	34,35	31,65
7,1%	39,63	35,96	32,89	30,28	28,04
7,6%	34,45	31,48	28,97	26,81	24,93
8,1%	30,14	27,71	25,63	23,82	22,23

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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 04.05.2025 um 10:40 Uhr fertiggestellt und am 05.05.2025 um 10:00 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
26.03.2025	Buy	33,00 Euro	1), 3), 4), 10)
20.11.2024	Buy	32,80 Euro	1), 3), 10)
14.11.2024	Buy	31,70 Euro	1), 3), 4), 10)
15.08.2024	Buy	31,70 Euro	1), 3), 4), 10)
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)

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.