

| | | | | |
|--|---------------|--|---|--|
| Buy EUR 10,00 Kurs EUR 7,90 Upside 26,6 % | (Hold) | Wertindikatoren: EUR NAV 21e: 10,13 | Aktien Daten: Bloomberg: GBQ GR Reuters: GBQG ISIN: DE0005850903 | Beschreibung: Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf mittelständische Beteiligungen in Deutschland |
| | | Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 53,3 Aktienanzahl (Mio.): 6,8 EV: 36,8 Freefloat MC: 21,9 Ø Trad. Vol. (30T): 6,31 Tsd. | Aktionäre: Freefloat 41,0 % Rossmann Bet. GmbH 28,1 % FRISS Beteiligungsgesellschaft 15,0 % HANNOVER Finanz GmbH 11,3 % M.M. Warburg & Co 4,6 % | Risikoprofil (WRe): 2019e Beta: 1,0 KBV: 0,9 x EK-Quote: 91 % |

Reifendes Portfolio bietet Chancen in der Zukunft; Heraufstufung auf Kaufen

Wir stufen die Aktien der GBK Beteiligungen von Halten auf Kaufen herauf. Das Unternehmen hat sich in den letzten 12 Monaten rund 30% schlechter entwickelt als der CDAX und notiert nun deutlich unter dem geschätzten NAV für 2021 von EUR 10,13.

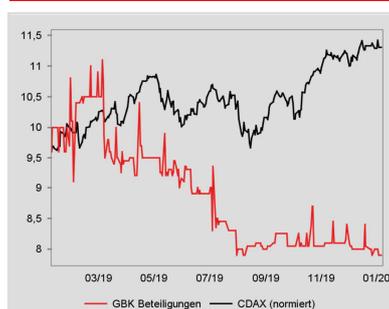
Am 18. Dezember gab das Unternehmen bekannt, dass die Kartellbehörden den geplanten Verkauf einer 7,5%-Beteiligung an der auf Geldtransporte sowie Bewachung und Schutz spezialisierten Ziemann Sicherheit an den schwedischen Sicherheitskonzern Loomis untersagt haben. Ziemann Sicherheit gehört seit mehr als 11 Jahren zum Portfolio der GBK und hat in dieser Zeit den Umsatz vervierfacht. Anfang 2019 gab die GBK bekannt, dass sie für Ziemann Sicherheitstechnik EUR 9,5 Mio. erhalten werde, was den Buchwert zum Ende des Jahres 2018 übersteigt. GBK erklärte jedoch auch, dass die Transaktion noch unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Kartellbehörden stehe. In unserem aktualisierten Ergebnismodell für 2019 bleibt Ziemann Sicherheitstechnik im Portfolio der GBK. Das erwartete Ergebnis aus Veräußerungsgeschäften ist nun ausgeglichen (bisher EUR 2 Mio.) und wir gehen nun auch von einem ausgeglichenen nicht realisierten Ergebnis aus (bisher EUR -1,5 Mio.). Somit wird für 2019 ein realisiertes Ergebnis und Nettoergebnis von EUR 1,0 Mio. (bisher EUR 1,3 Mio.) erwartet. Da das realisierte Ergebnis (EUR 1 Mio., bisherige Erwartung EUR 2,8 Mio.) in der Regel die Basis für die Dividendenausschüttung ist, haben wir unsere Schätzung für 2019 von EUR 0,30 auf EUR 0,10 gesenkt. Das nicht realisierte Ergebnis für 2019 kann je nach Geschäftserwartung der operativen Unternehmen für 2020 sowie aufgrund der Bewertung auf Basis von Börsenmultiplikatoren von unseren Schätzungen abweichen.

Das derzeitige Portfolio ist relativ jung und es wird unserer Ansicht nach einige Zeit dauern, bis sich neue Reserven bilden, die in realisierte Gewinne umgesetzt werden könnten. Wir hatten daher bereits in den Jahren 2018 und 2019 mit einer Normalisierung der realisierten Gewinne aus Veräußerungen gerechnet. Grundsätzlich hängt die Bewertung der Portfoliounternehmen von den zukünftigen Ergebniserwartungen und Branchenmultiplikatoren ab, die (neben der unternehmensspezifischen Entwicklung) von den gesamtwirtschaftlichen Aussichten und dem Zinsniveau abhängen.

Im vergangenen Jahr war GBK eher zurückhaltend, zu viel Risiko bei Investitionen in neue Unternehmen einzugehen, da die Preise für neue Einheiten weiterhin sehr hoch waren. In diesem Zusammenhang erwarb die GBK mit der Lacon Electronic GmbH (GBK-Beteiligung 8,2%), einem der führenden europäischen Hersteller von elektronischen Bauteilen, Geräten und Dienstleistungen, nur ein neues Portfoliounternehmen. Darüber hinaus haben die Chemikalienhändler OQEMA, an der die GBK eine stille Beteiligung hält, und Biesterfeld (GBK-Beteiligung 3,2%) in ihren Kerngeschäftsfeldern Arrondierungsakquisitionen getätigt (OQEMA: Rocara-Gruppe, Irland; Breos, Deutschland; Biesterfeld: Lindberg & Lund Gruppe, Norwegen).

GBK wird seinen Q4-Brief an die Aktionäre am 31. Januar veröffentlichen und voraussichtlich im Laufe des Februars vorläufige Zahlen für 2019 bekannt geben.

| Schätzungsänderungen: | | | | | | | Kommentar zu den Änderungen: | |
|-----------------------------|-------------|---------|-------------|-------|-------------|-------|--|--|
| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | 2019e (alt) | + / - | 2020e (alt) | + / - | 2021e (alt) | + / - | | |
| Nettoergebnis | 1,3 | -23,1 % | 3,6 | 0,0 % | 5,2 | 0,0 % | <ul style="list-style-type: none"> Änderungen der Schätzungen für 2019 betreffen nur den Verkauf von Ziemann Sicherheitstechnik, der von den Kartellbehörden blockiert wurde Das realisierte Ergebnis als Basis für die Dividendenausschüttung ist durch die Kartellentscheidung negativ beeinflusst worden. Daher erwarten wir nun eine Dividende pro Aktie von EUR 0,10 nach zuvor EUR 0,30. Die Erwartung steigender Ergebnisse in der Zukunft basiert auf dem Aufbau von Reserven, die durch Veräußerungen in realisierte Gewinne umgewandelt werden könnten. | |
| EPS | 0,19 | -21,1 % | 0,53 | 0,0 % | 0,77 | 0,0 % | | |
| DPS | 0,30 | -66,7 % | 0,50 | 0,0 % | 0,70 | 0,0 % | | |

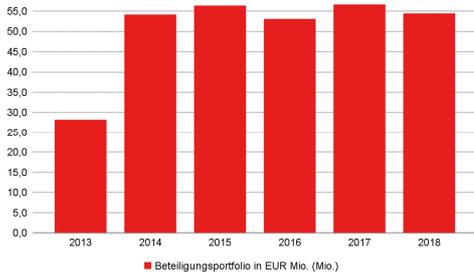


| Rel. Performance vs CDAX: | |
|---------------------------|---------|
| 1 Monat: | -2,4 % |
| 6 Monate: | -21,8 % |
| Jahresverlauf: | -1,4 % |
| Letzte 12 Monate: | -45,5 % |

| Unternehmenstermine: | |
|----------------------|---------------|
| 31.01.20 | Prel. FY 2019 |
| 30.04.20 | Q1 |
| 19.05.20 | HV |
| 31.07.20 | Q3 |

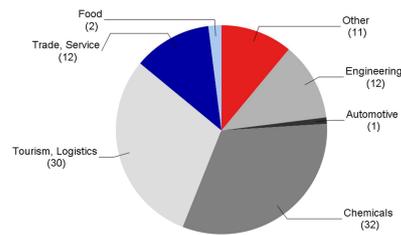
| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | CAGR (18-21e) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|---|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Erträge d. Investmenttätigkeit | 36,4 % | 2,6 | 10,8 | 8,3 | 3,2 | 3,0 | 6,0 | 8,0 |
| Aufwendungen der Investmenttätigkeit | | 2,3 | 4,2 | 3,3 | 2,2 | 2,0 | 3,0 | 3,5 |
| Ordentlicher Nettoertrag | | 0,3 | 6,5 | 5,0 | 1,0 | 1,0 | 3,0 | 4,5 |
| Ergebnis a. Veräußerungen | | 6,7 | 5,9 | 0,6 | -0,9 | 0,0 | 3,0 | 4,0 |
| Real. Ergebnis | 334,0 % | 7,0 | 12,5 | 5,6 | 0,1 | 1,0 | 6,0 | 8,5 |
| Nicht real. Ergebnis | | -5,8 | -4,9 | -2,1 | -0,9 | 0,0 | -2,4 | -3,3 |
| Ergebnis | | 1,2 | 7,6 | 3,5 | -0,8 | 1,0 | 3,6 | 5,2 |
| EPS | | 0,18 | 1,13 | 0,52 | -0,11 | 0,15 | 0,53 | 0,77 |
| EPS adj. | | 1,04 | 1,85 | 0,82 | 0,02 | 0,15 | 0,89 | 1,26 |
| DPS | 32,6 % | 0,70 | 1,00 | 0,70 | 0,30 | 0,10 | 0,50 | 0,70 |
| Dividendenrendite | | 9,4 % | 10,6 % | 6,1 % | 2,6 % | 1,3 % | 6,3 % | 8,9 % |
| NAV/Aktie nach Dividende | | 9,05 | 10,18 | 9,69 | 8,88 | 8,73 | 9,16 | 9,43 |
| FCFPS | | 0,20 | 1,53 | 0,20 | -0,23 | 0,21 | 0,56 | 0,80 |
| KGV | | 41,3 x | 8,3 x | 22,2 x | n.a. | 52,7 x | 14,9 x | 10,3 x |
| Nettoverschuldung | | -8,0 | -12,5 | -14,6 | -11,0 | -12,4 | -16,5 | -18,6 |
| ROE | | 1,8 % | 11,3 % | 5,2 % | -1,2 % | 1,7 % | 6,0 % | 8,3 % |
| ROCE (NOPAT) | | 2,1 % | 13,3 % | 6,5 % | n.a. | 2,1 % | 7,8 % | 11,5 % |
| Guidance: | n.a. | | | | | | | |

Entwicklung Beteiligungsportfolio in Mio. EUR



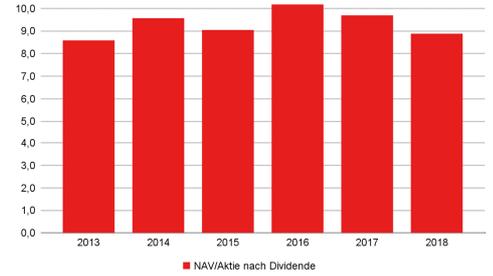
Quelle: Warburg Research

Portfolio nach Branchen 2018; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Eigenkapital je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

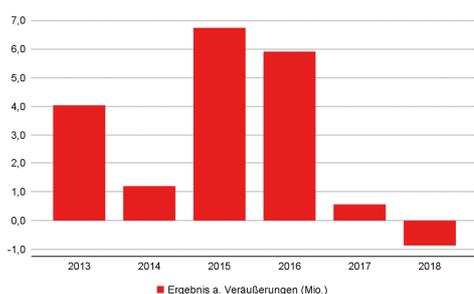
Unternehmenshintergrund

- Beteiligungsgesellschaft, Kooperation mit der HANNOVER Finanz GmbH - eine der führenden mittelständischen Beteiligungsgesellschaften in Deutschland
- Fokus des GBK-Portfolios liegt auf mittelständischen Unternehmen im deutschsprachigen Raum mit erprobten Geschäftsmodellen

Wettbewerbsqualität

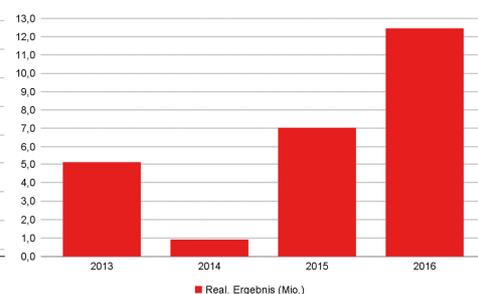
- Seit über 40 Jahren Finanzierungspartner für mittelständische Unternehmen
- Beteiligung an der GBK ermöglicht Engagement im Private Equity Markt ohne Restriktion klassischer Private Equity Fonds durch Laufzeiten, Haltefristen oder Mindestvolumen
- Hohe Risikodiversifikation durch rund 30 Beteiligungen

Ergebnis a. Veräußerungen in Mio. EUR



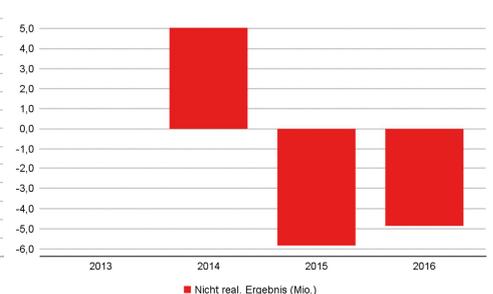
Quelle: Warburg Research

Realisiertes Ergebnis in EUR Mio.



Quelle: Warburg Research

Nicht realisiertes Ergebnis in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

| Wertermittlung | | | | | | | |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
| KBV | 0,8 x | 0,9 x | 1,2 x | 1,3 x | 0,9 x | 0,9 x | 0,8 x |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 9,75 | 10,18 | 9,69 | 8,88 | 8,73 | 9,16 | 9,43 |
| EV / Umsatz | 11,9 x | 4,3 x | 9,3 x | 46,2 x | 13,6 x | 5,6 x | n.a. |
| EV / EBITDA | 35,0 x | 6,7 x | 18,1 x | n.a. | 40,9 x | 10,2 x | n.a. |
| EV / EBIT | 35,0 x | 6,7 x | 18,1 x | n.a. | 40,9 x | 10,2 x | n.a. |
| EV / EBIT adj.* | 35,0 x | 6,7 x | 18,1 x | n.a. | 40,9 x | 10,2 x | n.a. |
| Kurs / FCF | 37,1 x | 6,2 x | 56,8 x | n.a. | 38,3 x | 14,0 x | 9,9 x |
| KGV | 41,3 x | 8,3 x | 22,2 x | n.a. | 52,7 x | 14,9 x | 10,3 x |
| KGV ber.* | 7,1 x | 5,1 x | 14,0 x | 569,3 x | 52,7 x | 8,9 x | 6,3 x |
| Dividendenrendite | 9,4 % | 10,6 % | 6,1 % | 2,6 % | 1,3 % | 6,3 % | 8,9 % |
| FCF Potential Yield (on market EV) | 2,9 % | 14,9 % | 5,5 % | -1,2 % | 2,4 % | 9,8 % | n.a. |
| *Adjustiert um: | - | | | | | | |

| Unternehmensspezifische Kennzahlen | | | | | | | |
|--------------------------------------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
| Beteiligungsportfolio in EUR Mio. | 56,4 | 53,1 | 56,7 | 54,5 | 52,5 | 51,7 | 51,7 |
| Erträge d. Investmenttätigkeit | 2,6 | 10,8 | 8,3 | 3,2 | 3,0 | 6,0 | 8,0 |
| Aufwendungen der Investmenttätigkeit | 2,3 | 4,2 | 3,3 | 2,2 | 2,0 | 3,0 | 3,5 |
| Ordentlicher Nettoertrag | 0,3 | 6,5 | 5,0 | 1,0 | 1,0 | 3,0 | 4,5 |
| Ergebnis a. Veräußerungen | 6,7 | 5,9 | 0,6 | -0,9 | 0,0 | 3,0 | 4,0 |
| Real. Ergebnis | 7,0 | 12,5 | 5,6 | 0,1 | 1,0 | 6,0 | 8,5 |
| Nicht real. Ergebnis | -5,8 | -4,9 | -2,1 | -0,9 | 0,0 | -2,4 | -3,3 |
| Ergebnis | 1,2 | 7,6 | 3,5 | -0,8 | 1,0 | 3,6 | 5,2 |
| Real. Ergebnis/Aktie | 1,04 | 1,85 | 0,82 | 0,02 | 0,15 | 0,89 | 1,26 |
| NAV/Aktie nach Dividende | 9,05 | 10,18 | 9,69 | 8,88 | 8,73 | 9,16 | 9,43 |

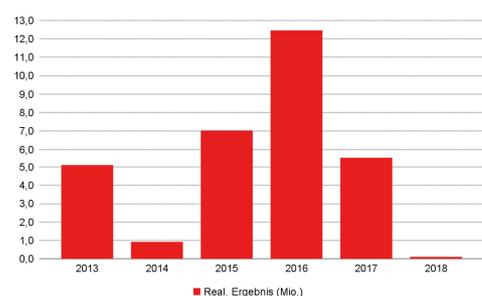
| GuV | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| In EUR Mio. | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
| Erträge d. Investmenttätigkeit | 2,6 | 10,8 | 8,3 | 3,2 | 3,0 | 6,0 | 8,0 |
| Aufwendungen der Investmenttätigkeit | 2,3 | 4,2 | 3,3 | 2,2 | 2,0 | 3,0 | 3,5 |
| Ordentlicher Nettoertrag | 0,3 | 6,5 | 5,0 | 1,0 | 1,0 | 3,0 | 4,5 |
| Ergebnis a. Veräußerungen | 6,7 | 5,9 | 0,6 | -0,9 | 0,0 | 3,0 | 4,0 |
| Real. Ergebnis | 7,0 | 12,5 | 5,6 | 0,1 | 1,0 | 6,0 | 8,5 |
| Nicht real. Ergebnis | -5,8 | -4,9 | -2,1 | -0,9 | 0,0 | -2,4 | -3,3 |
| EBT | 1,2 | 7,6 | 3,5 | -0,8 | 1,0 | 3,6 | 5,2 |
| Steuern gesamt | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 1,2 | 7,6 | 3,5 | -0,8 | 1,0 | 3,6 | 5,2 |
| Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 1,2 | 7,6 | 3,5 | -0,8 | 1,0 | 3,6 | 5,2 |
| Minderheitenanteile | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettoergebnis | 1,2 | 7,6 | 3,5 | -0,8 | 1,0 | 3,6 | 5,2 |
| <i>Marge</i> | <i>34,0 %</i> | <i>64,3 %</i> | <i>51,2 %</i> | <i>-53,3 %</i> | <i>33,3 %</i> | <i>54,5 %</i> | <i>59,8 %</i> |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich) | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 |
| EPS | 0,18 | 1,13 | 0,52 | -0,11 | 0,15 | 0,53 | 0,77 |
| EPS adj. | 1,04 | 1,85 | 0,82 | 0,02 | 0,15 | 0,89 | 1,26 |

*Adjustiert um:

Guidance: n.a.

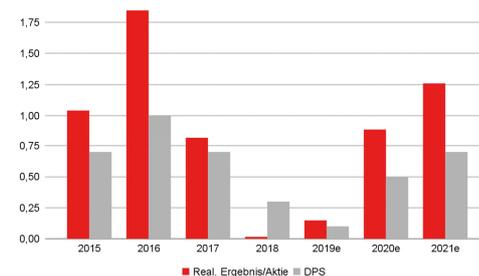
| Kennzahlen | | | | | | | |
|--------------------|---------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
| Operating Leverage | 1,3 x | 2,3 x | 1,3 x | n.a. | n.a. | 2,2 x | 1,4 x |
| Steuerquote (EBT) | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Ausschüttungsquote | 391,7 % | 88,8 % | 135,5 % | n.m. | 67,5 % | 93,8 % | 90,9 % |

Realisiertes Ergebnis in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Performance je Aktie



Quelle: Warburg Research

Bilanz

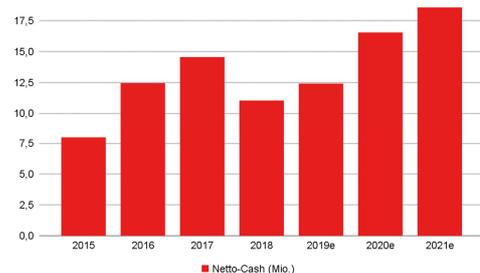
| In EUR Mio. | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aktiva | | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| davon übrige imm. VG | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sachanlagen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlagen | 37,3 | 33,7 | 35,7 | 35,6 | 33,6 | 32,6 | 32,6 |
| Sonstiges langfristiges Vermögen | 0,0 | 3,1 | 4,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Anlagevermögen | 37,3 | 36,8 | 40,6 | 36,5 | 34,5 | 33,5 | 33,5 |
| Vorräte | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Liquide Mittel | 8,1 | 12,5 | 14,6 | 11,0 | 12,4 | 16,5 | 18,6 |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | 26,0 | 27,7 | 16,1 | 17,9 | 18,0 | 18,1 | 18,2 |
| Umlaufvermögen | 34,1 | 40,1 | 30,6 | 28,9 | 30,4 | 34,6 | 36,8 |
| Bilanzsumme (Aktiva) | 71,4 | 76,9 | 71,2 | 65,5 | 64,9 | 68,2 | 70,3 |
| Passiva | | | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | 33,8 | 33,8 | 33,8 | 33,8 | 33,8 | 33,8 | 33,8 |
| Kapitalrücklage | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 |
| Gewinnrücklagen | 3,2 | 9,2 | 8,6 | 8,6 | 9,6 | 13,2 | 18,4 |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten | 24,6 | 21,5 | 18,8 | 13,4 | 11,3 | 10,7 | 7,3 |
| Eigenkapital | 65,8 | 68,7 | 65,4 | 59,9 | 58,9 | 61,8 | 63,7 |
| Rückstellungen gesamt | 4,9 | 4,7 | 4,4 | 4,9 | 5,0 | 5,1 | 5,2 |
| davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzverbindlichkeiten (gesamt) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 0,7 | 3,5 | 1,4 | 0,6 | 1,0 | 1,2 | 1,4 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Verbindlichkeiten | 5,6 | 8,2 | 5,8 | 5,5 | 6,0 | 6,3 | 6,6 |
| Bilanzsumme (Passiva) | 71,4 | 76,9 | 71,2 | 65,5 | 64,9 | 68,2 | 70,3 |

Kennzahlen

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Kapitaleffizienz | | | | | | | |
| Capital Employed Turnover | 0,1 x | 0,2 x | 0,1 x | 0,0 x | 0,1 x | 0,1 x | 0,2 x |
| ROA | 3,2 % | 20,7 % | 8,6 % | -2,1 % | 2,9 % | 10,7 % | 15,5 % |
| Kapitalverzinsung | | | | | | | |
| ROCE (NOPAT) | 2,1 % | 13,3 % | 6,5 % | n.a. | 2,1 % | 7,8 % | 11,5 % |
| ROE | 1,8 % | 11,3 % | 5,2 % | -1,2 % | 1,7 % | 6,0 % | 8,3 % |
| Adj. ROE | 10,6 % | 18,5 % | 8,3 % | 0,2 % | 1,7 % | 9,9 % | 13,5 % |
| Bilanzqualität | | | | | | | |
| Nettoverschuldung | -8,0 | -12,5 | -14,6 | -11,0 | -12,4 | -16,5 | -18,6 |
| Nettofinanzverschuldung | -8,1 | -12,5 | -14,6 | -11,0 | -12,4 | -16,5 | -18,6 |
| Net Gearing | -12,1 % | -18,1 % | -22,2 % | -18,4 % | -21,1 % | -26,7 % | -29,2 % |
| Buchwert je Aktie | 9,7 | 10,2 | 9,7 | 8,9 | 8,7 | 9,2 | 9,4 |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 9,7 | 10,2 | 9,7 | 8,9 | 8,7 | 9,2 | 9,4 |

Nettoliiquidität

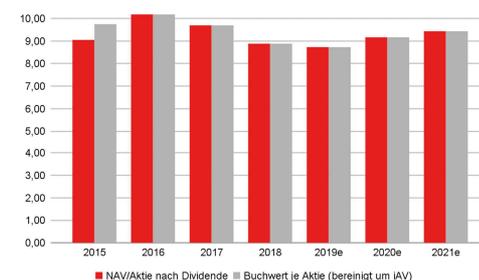
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

NAV und Buchwert je Aktie

in EUR



Quelle: Warburg Research

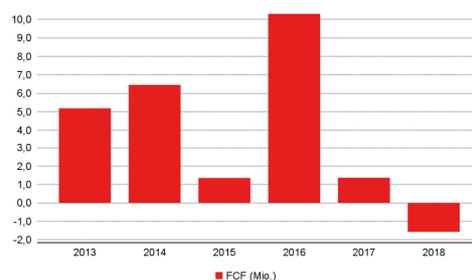
Cash flow

| In EUR Mio. | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|--|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag | 1,2 | 7,6 | 3,5 | -0,8 | 1,0 | 3,6 | 5,2 |
| Abschreibung Anlagevermögen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Amortisation Goodwill | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung langfristige Rückstellungen | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow vor NWC-Veränderung | 1,2 | 7,5 | 3,5 | -0,8 | 1,0 | 3,6 | 5,2 |
| Veränderung Vorräte | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Forderungen aus L+L | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen | 0,1 | 2,8 | -2,1 | -0,8 | 0,4 | 0,2 | 0,2 |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Working Capital (gesamt) | 0,1 | 2,8 | -2,1 | -0,8 | 0,4 | 0,2 | 0,2 |
| Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1] | 1,4 | 10,3 | 1,4 | -1,6 | 1,4 | 3,8 | 5,4 |
| Investitionen in iAV | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Investitionen in Sachanlagen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zugänge aus Akquisitionen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlageninvestitionen | -0,6 | -7,6 | -8,0 | -5,0 | -7,0 | -9,0 | -11,0 |
| Erlöse aus Anlageabgängen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2,3 | 9,0 | 10,0 | 11,0 |
| Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2] | 0,6 | 7,6 | -8,0 | -2,7 | 2,0 | 1,0 | 0,0 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividende Vorjahr | -2,0 | -4,7 | -6,8 | -4,7 | -2,0 | -0,7 | -3,4 |
| Erwerb eigener Aktien | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kapitalmaßnahmen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3] | -2,0 | -4,7 | -6,8 | -4,7 | -2,0 | -0,7 | -3,4 |
| Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3] | -0,1 | 13,2 | -13,4 | -9,0 | 1,4 | 4,1 | 2,0 |
| Effekte aus Wechselkursänderungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Endbestand liquide Mittel | 10,2 | 12,5 | -0,9 | -3,7 | 11,4 | 15,5 | 17,6 |

Kennzahlen

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|-----------------------------------|---------|---------|--------|----------|---------|---------|---------|
| Kapitalfluss | | | | | | | |
| FCF | 1,4 | 10,3 | 1,4 | -1,6 | 1,4 | 3,8 | 5,4 |
| Free Cash Flow / Umsatz | 38,1 % | 87,1 % | 20,1 % | -110,3 % | 46,5 % | 57,6 % | 62,1 % |
| Free Cash Flow Potential | 1,2 | 7,6 | 3,5 | -0,8 | 1,0 | 3,6 | n.a. |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss | 112,2 % | 135,5 % | 39,3 % | 207,2 % | 139,4 % | 105,6 % | 103,8 % |
| Zinserträge / Avg. Cash | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Zinsaufwand / Avg. Debt | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

| Unternehmen | Disclosure | Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate) |
|-------------------|------------|---|
| GBK Beteiligungen | 5, 7 | http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005850903.htm |

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

| | | |
|-----|-------------------------------|---|
| -K- | Kaufen: | Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt. |
| -H- | Halten: | Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt. |
| -V- | Verkaufen: | Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt. |
| “-“ | Empfehlung ausgesetzt: | Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu. |

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

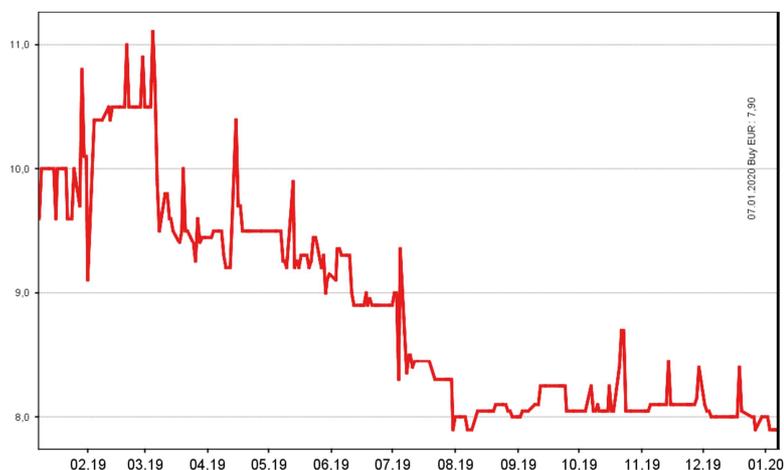
| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen | 117 | 58 |
| Halten | 74 | 37 |
| Verkaufen | 6 | 3 |
| Empf. ausgesetzt | 4 | 2 |
| Gesamt | 201 | 100 |

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen | 32 | 80 |
| Halten | 6 | 15 |
| Verkaufen | 0 | 0 |
| Empf. ausgesetzt | 2 | 5 |
| Gesamt | 40 | 100 |

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GBK BETEILIGUNGEN] AM [07.01.2020]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Jan Bauer +49 40 309537-155
Renewables jbauer@warburg-research.com

Jonas Blum +49 40 309537-240
Telco, Construction jblum@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate pkaiser@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Franz Schall +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers fschall@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
Ireland, Poland, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Alexander Eschweiler +49 40 3282-2669
Germany aeschweiler@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Tobias Hald +49 40 3282-2695
United Kingdom thald@mmwarburg.com

Christopher Seedorf +49 69 5050-7414
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

Sophie Hauer +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

Juliane Niemann +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson Reuters www.thomsonreuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com