

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 6,60 (alt: 6,60)

Kurs EUR 3,18
Bloomberg GBQ GR
Reuters GBQG
Branche Beteiligungsgesellschaft

Beteiligungsgesellschaft mit Mittelstand, Beteiligungserträge, Branchendiversifizierung, Minderheitsbeteiligungen **Fokus auf nachhaltige breite ca. 30**



Aktien Daten: 22.04.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 21,5 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 3,6 Mio
Buchwert: EUR 42,7 Mio
Aktienanzahl: 6,8 Mio

Aktionäre:
Freefloat 79,5 %
Hannover Finanz 10,6 %
Setubal 9,9 %

Termine:
HV 09.06.2009

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 29.04.2009
Analyst:
Torsten Klingner +49 (0)40-309537-260
klingner@ses.de

Endgültige Zahlen, attraktive Dividende

Endgültige Zahlen: Die endgültigen Zahlen 2008 der GBK entsprechen den vorläufig berichteten Zahlen. Getrieben von Beteiligungsverkäufen und höheren Erträgen aus Beteiligungen (Dividenden, Zinsen) stiegen die Gesamterträge um 25% auf EUR 4,1 Mio. (VJ EUR 3,3 Mio.).

NAV gesteigert: 2008 mussten keine nennenswerten Abschreibungen bei den Beteiligungen vorgenommen werden. Vor allem durch gewinnbringende Portfolioverkäufe erhöhte sich der NAV von EUR 7,12 auf EUR 7,25 je Aktie (Buchwert EUR 6,31 je Aktie). Die in 2008 antizyklisch erworbenen sechs neuen Beteiligungen bilden die Basis für weitere Wertsteigerungen.

Mit einer **Nettoliiquidität** von **EUR 18 Mio.** dürfte GBK auch in 2009 beim Portfolioausbau vom attraktiven Preisniveau profitieren. Vor dem Hintergrund das sich Banken weitgehend aus der Mezzaninefinanzierung zurückgezogen haben, dürften sich für GBK verstärkt Gelegenheiten ergeben bestehende Mezzaninefinanzierungen abzulösen.

GBK NAV

	NAV 31.12.2007	NAV 31.12.2008
in Tsd. EUR		
Beteiligungen	18.615	20.869
stille Reserven laut Gutachten	7.773	7.773
Ausleihungen/Ford. an Beteiligungen	2.871	3.648
Sonstige Aktiva	1.126	1.183
Liquide Mittel	19.508	17.911
Dividende	-1.013	-1.485
Total Aktiva	48.881	49.899
Verbindlichkeiten	813	989
NAV	48.068	48.910
NAV pro Aktie	7,12	7,25

Quelle: GBK, SES Research

Dividende angehoben: Auf Basis des deutlich gesteigerten Ergebnisses wird eine Dividende von EUR 0,22 je Aktie (VJ 0,15) vorgeschlagen, was einer **Dividendenrendite von knapp 7%** entspricht. Die Dividende könnte kurzfristig ein Trigger für die Aktie sein.

Mit **EUR 2,65 Nettocash je Aktie** wird das Beteiligungsportfolio momentan nur mit EUR 0,55 je Aktie gepreist (Buchwert EUR 3,10 je Aktie), was einem Abschlag von über 80% entspricht. Dabei ist das Portfolio mit 29 Unternehmen stark diversifiziert.

Die **Kaufempfehlung mit Kursziel EUR 6,60** wird **bestätigt**.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Umsatz	1,0	1,0	1,2	1,7	2,8	3,1
Veränderung Umsatz yoy	n.a.	3,9 %	19,5 %	34,8 %	63,5 %	12,6 %
Rohhertrag	1,0	1,0	1,2	1,7	2,8	3,1
Rohhertragsmarge	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EBITDA	0,7	1,2	1,0	1,9	1,3	2,2
EBITDA-Marge	74,1 %	113,4 %	77,3 %	115,3 %	48,6 %	69,7 %
EBIT	0,7	0,6	1,0	1,6	-0,2	2,0
EBIT-Marge	73,8 %	56,8 %	77,3 %	96,3 %	-9,0 %	63,2 %
Jahresüberschuss	0,8	0,9	1,2	2,0	0,3	2,3
EPS	0,18	0,21	0,26	0,44	0,05	0,34
Free Cash Flow je Aktie	-0,12	0,13	0,70	0,18	0,11	0,28
Dividende	0,00	0,00	0,10	0,20	0,15	0,22
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	3,1 %	6,3 %	4,7 %	6,9 %
EV/Umsatz	3,7	3,5	2,9	2,2	1,3	1,2
EV/EBITDA	4,9	3,1	3,8	1,9	2,8	1,7
EV/EBIT	5,0	6,2	3,8	2,3	-14,8	1,9
KGV	17,7	15,1	12,2	7,2	63,6	9,4
ROCE	2,8 %	2,2 %	3,5 %	5,7 %	-0,7 %	4,6 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 3,18

Gewinn- und Verlustrechnung GBK

in EUR Mio.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Umsatz	1,0	1,0	1,2	1,7	2,8	3,1
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	1,0	1,0	1,2	1,7	2,8	3,1
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rohertrag	1,0	1,0	1,2	1,7	2,8	3,1
Personalaufwendungen	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Sonstige betriebliche Erträge	1,1	0,8	0,9	1,5	0,5	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,2	0,6	1,0	1,1	1,8	1,8
EBITDA	0,7	1,2	1,0	1,9	1,3	2,2
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,6	0,0	0,3	1,6	0,2
EBITA	0,7	0,6	1,0	1,6	-0,2	2,0
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,7	0,6	1,0	1,6	-0,2	2,0
Zinserträge	0,2	0,2	0,3	0,2	0,6	0,8
Zinsaufwendungen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,2	0,1	0,3	0,2	0,6	0,8
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,9	0,6	1,2	1,8	0,3	2,8
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,9	0,6	1,2	1,8	0,3	2,8
Steuern gesamt	0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,8	0,9	1,2	2,0	0,3	2,3
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,8	0,9	1,2	2,0	0,3	2,3
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,8	0,9	1,2	2,0	0,3	2,3

Quellen: GBK (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung GBK

in % vom Umsatz

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rohertrag	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Personalaufwendungen	17,7 %	8,3 %	12,2 %	8,5 %	5,0 %	4,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	110,1 %	75,3 %	72,5 %	91,9 %	18,7 %	32,9 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	118,4 %	53,6 %	83,0 %	68,1 %	65,1 %	58,7 %
EBITDA	74,1 %	113,4 %	77,3 %	115,3 %	48,6 %	69,7 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	56,6 %	0,0 %	19,1 %	57,6 %	6,5 %
EBITA	73,8 %	56,8 %	77,3 %	96,3 %	-9,0 %	63,2 %
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	73,8 %	56,8 %	77,3 %	96,3 %	-9,0 %	63,2 %
Zinserträge	23,4 %	15,8 %	22,6 %	13,7 %	21,0 %	25,5 %
Zinsaufwendungen	7,5 %	10,6 %	1,7 %	1,3 %	0,2 %	0,0 %
Finanzergebnis	15,9 %	5,2 %	20,9 %	12,4 %	20,8 %	25,5 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	89,7 %	62,0 %	98,2 %	108,7 %	11,8 %	88,7 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	89,7 %	62,0 %	98,2 %	108,7 %	11,8 %	88,7 %
Steuern gesamt	10,4 %	-26,7 %	3,0 %	-8,1 %	-0,4 %	14,2 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	79,2 %	88,7 %	95,3 %	116,8 %	12,2 %	74,5 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	79,2 %	88,7 %	95,3 %	116,8 %	12,2 %	74,5 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	79,2 %	88,7 %	95,3 %	116,8 %	12,2 %	74,5 %

Quellen: GBK (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz GBK						
in EUR Mio.						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktiva						
Immaterielle Vermögensgegenstände	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
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2
Finanzanlagen	17,4	13,8	19,6	22,8	20,3	23,2
Anlagevermögen	17,4	13,8	19,6	22,8	20,3	23,0
Vorräte	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
Sonstige Vermögensgegenstände	1,0	3,4	1,3	1,0	2,3	2,5
Liquide Mittel	7,8	9,9	7,4	5,5	19,5	17,9
Umlaufvermögen	8,8	13,3	8,7	6,5	21,9	20,4
Bilanzsumme (Aktiva)	26,2	27,1	28,3	29,3	42,1	43,4
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	22,5	22,5	22,5	22,5	33,8	33,8
Kapitalrücklage	2,3	2,3	2,3	2,3	4,3	4,3
Gewinnrücklagen	0,4	0,8	1,4	2,1	2,1	2,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,4	0,9	1,1	1,8	1,2	2,2
Buchwert	25,5	26,4	27,2	28,6	41,3	42,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	25,5	26,4	27,2	28,6	41,3	42,7
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rückstellungen gesamt	0,7	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,5	0,1	0,0	0,0
Verbindlichkeiten	0,7	0,6	1,1	0,7	0,8	0,9
Bilanzsumme (Passiva)	26,2	27,1	28,3	29,3	42,1	43,6

Quellen: GBK (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz GBK						
in % der Bilanzsumme						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktiva						
Immaterielle Vermögensgegenstände	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 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,5 %
Finanzanlagen	66,5 %	50,9 %	69,4 %	77,7 %	48,1 %	53,5 %
Anlagevermögen	66,5 %	50,9 %	69,4 %	77,7 %	48,1 %	53,0 %
Vorräte	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 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,0 %	12,6 %	4,6 %	3,5 %	5,6 %	5,7 %
Liquide Mittel	29,7 %	36,5 %	26,1 %	18,8 %	46,3 %	41,2 %
Umlaufvermögen	33,7 %	49,0 %	30,7 %	22,3 %	51,9 %	47,0 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	85,9 %	83,0 %	79,5 %	76,8 %	80,2 %	77,8 %
Kapitalrücklage	8,6 %	8,3 %	8,0 %	7,7 %	10,2 %	9,8 %
Gewinnrücklagen	1,3 %	3,0 %	4,8 %	7,0 %	4,9 %	5,7 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,5 %	3,3 %	3,8 %	6,1 %	2,9 %	5,1 %
Buchwert	97,3 %	97,5 %	96,0 %	97,6 %	98,1 %	98,3 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	97,3 %	97,5 %	96,0 %	97,6 %	98,1 %	98,3 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %
Rückstellungen gesamt	2,8 %	2,3 %	2,1 %	2,2 %	1,9 %	2,1 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	1,9 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %
Verbindlichkeiten	2,8 %	2,4 %	4,1 %	2,4 %	1,9 %	2,1 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,5 %

Quellen: GBK (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

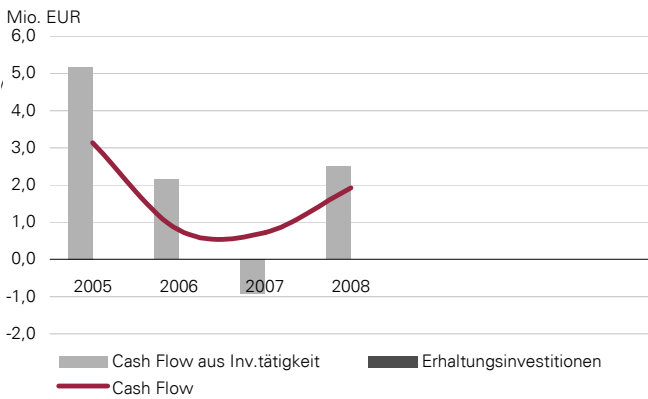
Kapitalflussrechnung GBK

in EUR Mio.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,8	0,9	1,2	2,0	0,3	2,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,6	0,0	0,3	1,6	0,2
Amortisation Goodwill	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
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,1	-0,6	-0,7	-1,3	0,0	0,0
Cash Flow	-0,3	0,9	0,5	1,0	1,9	2,7
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,3	-0,2	2,1	0,3	-1,3	-0,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,1	0,0	0,5	-0,5	-0,1	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,0
Veränderung Working Capital	-0,3	-0,3	2,6	-0,2	-1,2	-0,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-0,5	0,6	3,1	0,8	0,7	1,9
CAPEX	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
Finanzanlageninvestitionen	-8,8	0,0	-7,0	-4,8	-1,6	-7,6
Erlöse aus Anlageabgängen	3,0	1,5	1,8	2,6	2,6	5,1
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-5,8	1,5	-5,2	-2,1	0,9	-2,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,9	-1,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	13,3	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	0,0	-0,5	-0,5	12,4	-1,0
Veränderung liquide Mittel	-6,4	2,1	-2,5	-1,9	14,0	-1,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	7,8	9,9	7,4	5,5	19,5	17,9

Quellen: GBK (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

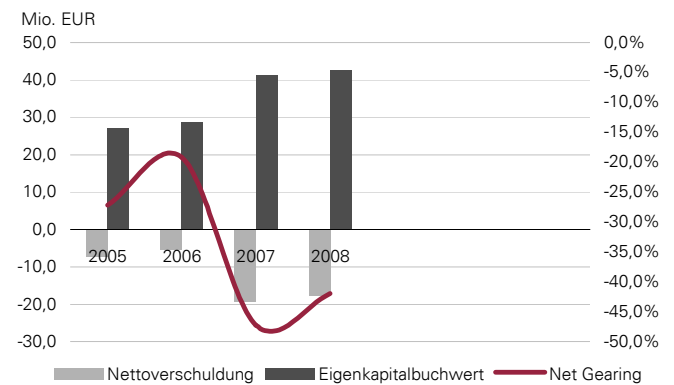
Investitionen und Cash Flow - GBK Beteiligungen AG



Quellen: GBK Beteiligungen AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- sukzessiver Portfolioaufbau
- in 2008 EUR 7,5 Mio. in 6 neue Bet. investiert

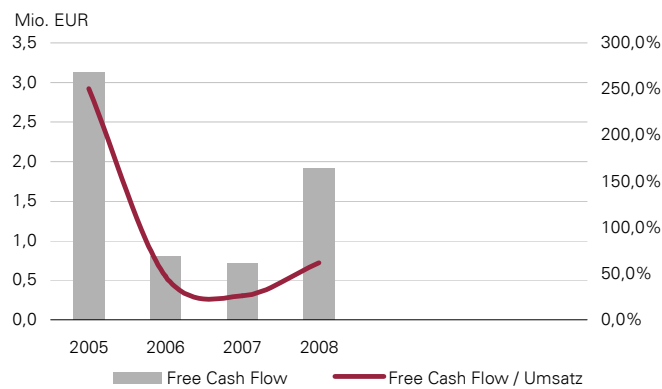
Bilanzqualität - GBK Beteiligungen AG



Quellen: GBK Beteiligungen AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- hohe Bilanzqualität durch Nettocashposition
- niedrige Wertansätze durch HGB-Bilanzierung
- Buchwert deutlich über Börsenwert

Free Cash Flow Generation - GBK Beteiligungen AG



Quellen: GBK Beteiligungen AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- FCF nachhaltig positiv
- hohe Portfoliodiversifizierung stabilisiert FCF

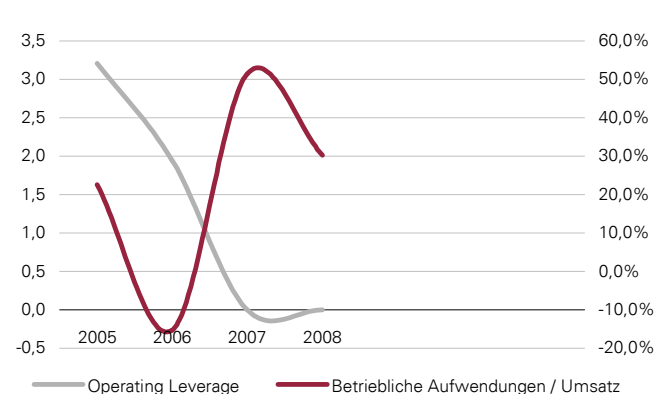
Working Capital - GBK Beteiligungen AG



Quellen: GBK Beteiligungen AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- WC zum Großteil Ausleihungen an Beteiligungen

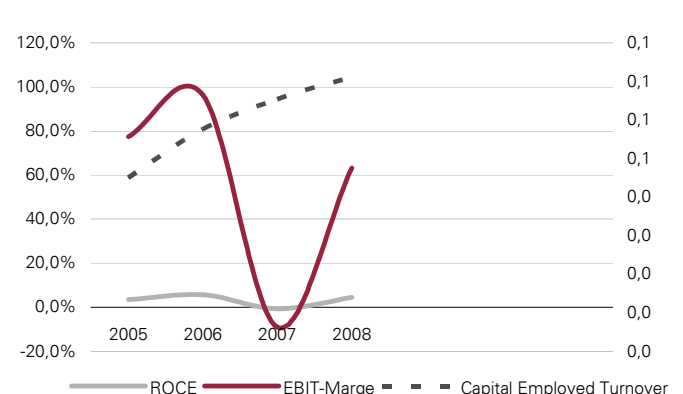
Operating Leverage - GBK Beteiligungen AG



Quellen: GBK Beteiligungen AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- OL durch Veräußerungsgewinne und Abschreibungen verzerrt

ROCE Entwicklung - GBK Beteiligungen AG



Quellen: GBK Beteiligungen AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Margen durch Veräußerungsgeschäfte und Wertveränderungen bei den Assets verzerrt

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES 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 KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse 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 KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen im Bezug auf dieses Unternehmen - wie z.B. die Ausübung von Mandaten bei diesem Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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 das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

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.

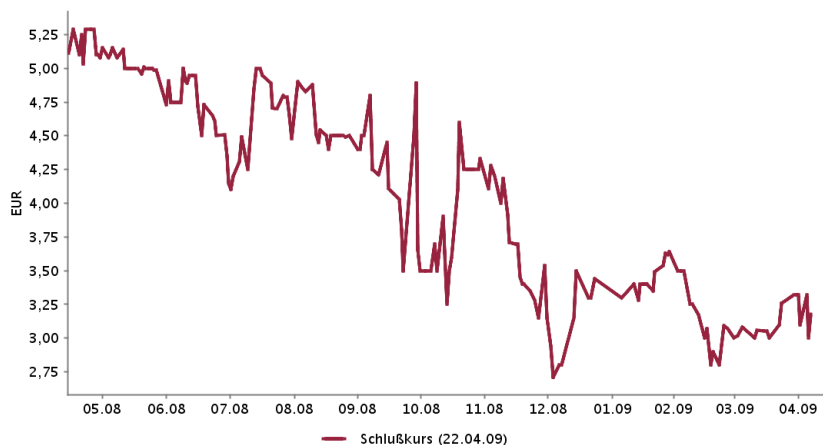
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	111	54%
Halten	63	31%
Verkaufen	23	11%
Empf. ausgesetzt	9	4%
Gesamt	206	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	80	62%
Halten	38	29%
Verkaufen	7	5%
Empf. ausgesetzt	5	4%
Gesamt	130	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
GBK Beteiligungen AG am 29.04.09**



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

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemier	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de	Tim Oliver Wunderlich	+49 (0)40-309537 – 185 wunderlich@ses.de

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO
1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com	Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com	Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
Dr. James F. Jackson Equity Sales	49 (0)40-3282 – 2664 jjackson@mmwarburg.com	Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Wolf-Oliver Jürgens Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
Denis Moreau Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2669 dmoreau@mmwarburg.com	Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com		
Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		