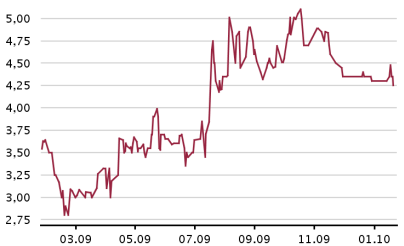


Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 6,30 (alt: 6,30)

Kurs EUR 4,25
Bloomberg GBQ GR
Reuters GBQG
Branche Beteiligungsgesellschaft

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



Aktien Daten: 05.02.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 28,7 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 14,4 Mio.
Buchwert: EUR 42,8 Mio.
Aktienanzahl: 6,8 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 15,0 Tsd.

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

Termine:
HV 15.06.10

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	2,8	15,1	2,5	19,0	2,8	10,7
EBIT	-0,4	n.m.	0,7	66,7	1,8	0
EPS	0,00	n.m.	0,20	35,0	0,34	0

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 08.02.2010
Analyst:
Torsten Klingner +49 (0)40-309537-260
klingner@ses.de

Vorläufige Zahlen übertreffen Erwartungen

Thema: GBK Beteiligungen hat vorläufigen Zahlen für 2009 veröffentlicht, die über den Erwartungen lagen.

GBK Beteiligungen AG 2009 vorläufig

Angaben in Mio. EUR	2009	2009e	2008	yoy
Erträge	3,6	3,1	3,4	5,9%
EBITDA	1,9	1,1	2,2	-13,6%
Jahresüberschuss	0,1	0,0	2,3	-93,9%
EPS in EUR	0,02	0,00	0,34	-94,1%

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

Die Erträge, bei denen es sich zum Großteil um Ausschüttungen von den Beteiligungen handelt, verbesserten sich überraschend um 5% auf EUR 3,6 Mio. Die Steigerung ist angesichts des schwierigen Umfelds bemerkenswert und unterstreicht die hohe Qualität des GBK-Portfolios.

Vor Abschreibungen wurde ein Ergebnis von ca. EUR 1,9 Mio. erzielt, das nur aufgrund fehlender Veräußerungsgewinne unter dem Vorjahr liegt (Veräußerungsgewinn 2008 EUR 0,7 Mio.).

Auf das Portfolio wurden Abschreibungen von insgesamt EUR 1,6 Mio. vorgenommen (SESe EUR 1,5 Mio.), die insbesondere auf die Holz-Her GmbH entfallen. Holz-Her, an der GBK mit 6% beteiligt ist, hat am 14.1.2010 Insolvenz angemeldet. Hauptgrund war der starke Rückgang des Auftragseingangs im Zuge der Wirtschaftskrise. Aufgrund höherer Abschreibungen (Vorjahr EUR 0,2 Mio.) und fehlender Veräußerungsgewinne lag der Jahresüberschuss mit EUR 0,1 Mio. deutlich unter Vorjahr. Angesichts des Gewinnvortrags von EUR 0,7 Mio. wird nach wie vor mit einer Dividende von EUR 0,10 je Aktie gerechnet.

Ausblick: Die endgültigen Zahlen werden Ende März erwartet. In 2010 sollte GBK wie in 2009 etwa EUR 5 Mio. sowohl in bestehende als auch neue Beteiligungen investieren. Mit Blick auf die Cashposition von EUR 14,7 Mio. kann das Portfolio von EUR 25 Mio. noch deutlich ausgebaut werden.

Der NAV dürfte sich per Ende 2009 von EUR 7,25 je Aktie auf EUR 6,33 je Aktie reduziert haben (SESe), da mit geringeren stillen Reserven angesichts des tendenziell gesunkenen Bewertungsniveaus am Beteiligungsmarkt gerechnet wird.

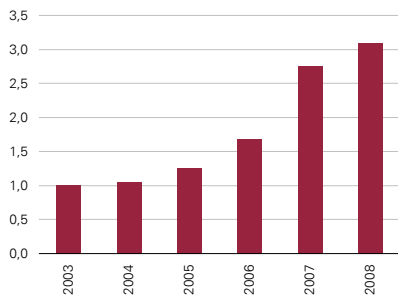
Modellanpassung: Angesichts der guten Entwicklung der Beteiligungserträge werden die Prognosen für 2010 angehoben.

Als eines der wenigen Beteiligungsunternehmen verfügt GBK über eine sehr stabile Ertragsbasis, die auch ohne Veräußerungsgewinne ein EBITDA von ca. 1,5 Mio. p.a. bedeutet. Die Kombination aus solider Ergebnisbasis und dem hohem Abschlag zum NAV von 35% macht die Aktie weiter sehr attraktiv. **Das Rating bleibt Kaufen mit Kursziel EUR 6,30 (Basis NAV).**

Geschäftsjahresende: 31.12.	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Beteiligungserträge	1,2	1,7	2,8	3,1	3,2	3,0	3,1
yoy	19,5%	34,8%	63,5%	12,6%	3,2%	-6,3%	3,3%
Sonstige betr. Erträge	0,9	1,5	0,5	1,0	0,4	0,6	0,7
EBITDA	1,0	1,9	1,3	2,2	1,9	1,8	2,0
<i>EBITDA-Marge</i>	77,3%	115,3%	48,6%	69,7%	57,8%	60,0%	64,5%
EBIT	1,0	1,6	-0,2	2,0	-0,1	1,2	1,8
<i>EBIT-Marge</i>	77,3%	96,3%	-9,0%	63,2%	-1,6%	40,0%	58,1%
Nettoergebnis	1,2	2,0	0,3	2,3	0,1	1,8	2,3
Ergebnis je Aktie	0,26	0,44	0,05	0,34	0,02	0,27	0,34
Free Cash Flow je Aktie	0,70	0,18	0,11	0,28	0,24	0,36	0,37
Dividende je Aktie	0,10	0,20	0,15	0,22	0,10	0,15	0,20
<i>Dividendenrendite</i>	2,4%	4,7%	3,5%	5,2%	2,4%	3,5%	4,7%
EV/EBITDA	11,3	5,6	8,1	5,0	7,6	8,0	6,4
EV/EBIT	11,3	6,7	-	5,6	-	12,0	7,1
KGV	16,3	9,7	85,0	12,5	212,5	15,7	12,5
ROCE	3,5%	5,7%	-0,7%	4,6%	-0,1%	2,7%	4,0%

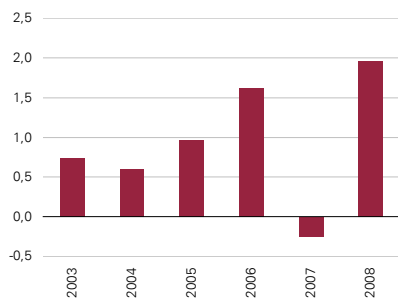
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 4,25 EUR

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



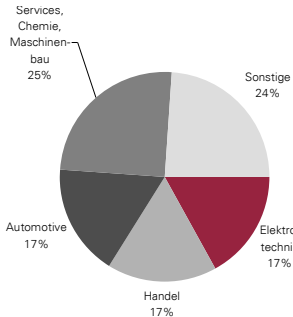
Quellen: GBK Beteiligungen AG

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



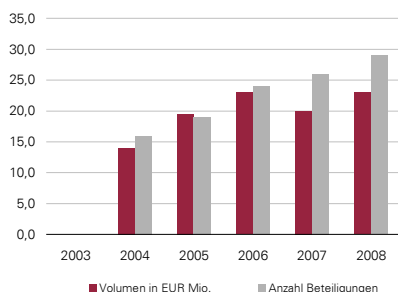
Quellen: GBK Beteiligungen AG

Portfolio nach Branchen
2008



Quellen: GBK Beteiligungen AG

Portfolio in Volumen und Anzahl



Quellen: GBK Beteiligungen AG

Unternehmenshintergrund

Die GBK ist eine **börsennotierte Beteiligungsgesellschaft deren Vermögen von der HANNOVER Finanz GmbH verwaltet wird**, mit der seit 2001 eine enge Kooperation besteht. Die HANNOVER Finanz ist eine der führenden mittelständischen Beteiligungsgesellschaften im deutschsprachigen Raum.

Wettbewerbsqualität

Die HANNOVER Finanz verfügt über umfangreiche Erfahrung im Asset Management und ist seit über 25 Jahren als Finanzierungspartner für mittelständische Unternehmen etabliert. Beispiele für erfolgreich abgeschlossene Beteiligungen sind u.a. Aixtron, Fielmann, Rossmann und Technotrans.

Eine Beteiligung an der GBK bietet Investoren die Möglichkeit, sich **ohne die Restriktion klassischer Private Equity Fonds durch Laufzeiten, Haltefristen oder Mindestvolumen** im Private Equity Markt zu engagieren und dabei außerdem von den Kompetenzen der HANNOVER Finanz zu profitieren.

Der Fokus des GBK-Portfolios liegt auf **mittelständischen Unternehmen im deutschsprachigen Raum** in der later stage Phase. Somit werden vorwiegend **längerfristige Investitionen in etablierte Unternehmen** mit bereits erprobten Geschäftsmodellen angestrebt. Zur langfristig positiven Portfolioentwicklung trägt ebenfalls das strikte Risikomanagement in der Gruppe bei.

Die enge Anbindung der GBK an die HANNVOER Finanz sichert auch den künftigen Deal Flow. Somit sollte das **attraktive Beteiligungsportfolio mit hoher Risikodiversifikation** weiter ausgebaut werden können. Co-Investments in der HANNOVER Finanz Gruppe verschaffen GBK dabei auch Zugang zu größeren Deals, ohne das GBK hierdurch Klumpenrisiken eingehen müsste.

Aufgrund von Dividenden und Zinszahlungen aus den Beteiligungen ist GBK in der Lage, die Fixkosten mehr als zu decken. Die Gewinne werden zum überwiegenden Teil als Dividende ausgeschüttet.

Gewinn- und Verlustrechnung GBK

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	1,2	1,7	2,8	3,1	3,2	3,0	3,1
Bestandsveränderungen	0,0	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	0,0
Gesamtleistung	1,2	1,7	2,8	3,1	3,2	3,0	3,1
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rohertrag	1,2	1,7	2,8	3,1	3,2	3,0	3,1
Personalaufwendungen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	1,5	0,5	1,0	0,4	0,6	0,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,0	1,1	1,8	1,8	1,6	1,7	1,7
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1,0	1,9	1,3	2,2	1,9	1,8	2,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,3	1,6	0,2	1,9	0,6	0,2
EBITA	1,0	1,6	-0,2	2,0	-0,1	1,2	1,8
Abschreibungen auf iAV	0,0	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	0,0
EBIT	1,0	1,6	-0,2	2,0	-0,1	1,2	1,8
Zinserträge	0,3	0,2	0,6	0,8	0,2	0,6	0,5
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,3	0,2	0,6	0,8	0,2	0,6	0,5
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,2	1,8	0,3	2,8	0,1	1,8	2,3
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,2	1,8	0,3	2,8	0,1	1,8	2,3
Steuern gesamt	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,2	2,0	0,3	2,3	0,1	1,8	2,3
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,2	2,0	0,3	2,3	0,1	1,8	2,3
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	1,2	2,0	0,3	2,3	0,1	1,8	2,3

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

Gewinn- und Verlustrechnung GBK

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	100,0 %	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 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	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 %	100,0 %
Materialaufwand	0,0 %	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 %	100,0 %
Personalaufwendungen	12,2 %	8,5 %	5,0 %	4,5 %	3,1 %	3,3 %	3,2 %
Sonstige betriebliche Erträge	72,5 %	91,9 %	18,7 %	32,9 %	10,9 %	20,0 %	22,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	83,0 %	68,1 %	65,1 %	58,7 %	50,0 %	56,7 %	54,8 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	77,3 %	115,3 %	48,6 %	69,7 %	57,8 %	60,0 %	64,5 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0 %	19,1 %	57,6 %	6,5 %	59,4 %	20,0 %	6,5 %
EBITA	77,3 %	96,3 %	-9,0 %	63,2 %	-1,6 %	40,0 %	58,1 %
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	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 %	0,0 %
EBIT	77,3 %	96,3 %	-9,0 %	63,2 %	-1,6 %	40,0 %	58,1 %
Zinserträge	22,6 %	13,7 %	21,0 %	25,5 %	5,3 %	20,0 %	16,1 %
Zinsaufwendungen	1,7 %	1,3 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	20,9 %	12,4 %	20,8 %	25,5 %	5,3 %	20,0 %	16,1 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	98,2 %	108,7 %	11,8 %	88,7 %	3,8 %	60,0 %	74,2 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	98,2 %	108,7 %	11,8 %	88,7 %	3,8 %	60,0 %	74,2 %
Steuern gesamt	3,0 %	-8,1 %	-0,4 %	14,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	95,3 %	116,8 %	12,2 %	74,5 %	3,8 %	60,0 %	74,2 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	95,3 %	116,8 %	12,2 %	74,5 %	3,8 %	60,0 %	74,2 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	95,3 %	116,8 %	12,2 %	74,5 %	3,8 %	60,0 %	74,2 %

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

Bilanz GBK							
in EUR Mio.							
	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
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	19,6	22,8	20,3	23,2	25,0	26,4	26,2
Anlagevermögen	19,6	22,8	20,3	23,2	25,0	26,4	26,2
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	0,4	0,4	0,4
Sonstige Vermögensgegenstände	1,3	1,0	2,3	2,5	3,6	3,6	3,6
Liquide Mittel	7,4	5,5	19,5	17,9	14,7	14,5	15,9
Umlaufvermögen	8,7	6,5	21,9	20,4	18,7	18,4	19,9
Bilanzsumme (Aktiva)	28,3	29,3	42,1	43,6	43,7	44,8	46,1
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	22,5	22,5	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8
Kapitalrücklage	2,3	2,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Gewinnrücklagen	1,4	2,1	2,1	2,5	1,1	2,2	3,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,1	1,8	1,2	2,2	3,7	3,7	3,7
Buchwert	27,2	28,6	41,3	42,7	42,8	43,9	45,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	27,2	28,6	41,3	42,7	42,8	43,9	45,2
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rückstellungen gesamt	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	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	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten	1,1	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Bilanzsumme (Passiva)	28,3	29,3	42,1	43,6	43,7	44,8	46,1

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

Bilanz GBK							
in % der Bilanzsumme							
	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
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	69,4 %	77,7 %	48,1 %	53,2 %	57,2 %	58,9 %	56,8 %
Anlagevermögen	69,4 %	77,7 %	48,1 %	53,2 %	57,2 %	58,9 %	56,8 %
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 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,6 %	3,5 %	5,6 %	5,7 %	8,2 %	8,0 %	7,8 %
Liquide Mittel	26,1 %	18,8 %	46,3 %	41,1 %	33,7 %	32,3 %	34,6 %
Umlaufvermögen	30,7 %	22,3 %	51,9 %	46,7 %	42,8 %	41,2 %	43,2 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	79,5 %	76,8 %	80,2 %	77,4 %	77,2 %	75,3 %	73,2 %
Kapitalrücklage	8,0 %	7,7 %	10,2 %	9,8 %	9,8 %	9,5 %	9,3 %
Gewinnrücklagen	4,8 %	7,0 %	4,9 %	5,6 %	2,5 %	4,9 %	7,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	3,8 %	6,1 %	2,9 %	5,1 %	8,5 %	8,3 %	8,0 %
Buchwert	96,0 %	97,6 %	98,1 %	97,9 %	98,0 %	98,1 %	98,1 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	96,0 %	97,6 %	98,1 %	97,9 %	98,0 %	98,1 %	98,1 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,5 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Rückstellungen gesamt	2,1 %	2,2 %	1,9 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	1,9 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindlichkeiten	4,1 %	2,4 %	1,9 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,0 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung GBK

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,2	2,0	0,3	2,3	0,1	1,8	2,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,3	1,6	0,2	1,9	0,6	0,2
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	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,7	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	0,5	1,0	1,9	2,7	2,0	2,4	2,5
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	2,1	0,3	-1,3	-0,8	-0,4	0,0	0,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,5	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	2,6	-0,2	-1,2	-0,8	-0,4	0,0	0,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	3,1	0,8	0,7	1,9	1,6	2,4	2,5
CAPEX	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	-7,0	-4,8	-1,6	-7,6	-3,7	-2,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	1,8	2,6	2,6	5,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-5,2	-2,1	0,9	-2,5	-3,7	-2,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,5	-0,5	-0,9	-1,0	-1,5	-0,7	-1,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	13,3	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	-0,5	-0,5	12,4	-1,0	-1,5	-0,7	-1,0
Veränderung liquide Mittel	-2,5	-1,9	14,0	-1,6	-3,6	-0,3	1,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	7,4	5,5	19,5	17,9	14,3	14,5	15,9

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

Kennzahlen GBK

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	22,7 %	-15,3 %	51,4 %	30,3 %	42,2 %	40,0 %	35,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBIT-Marge	77,3 %	96,3 %	-9,0 %	63,2 %	-1,6 %	40,0 %	58,1 %
EBITDA / Operating Assets	-6900,0 %	-32366,7 %	n.a.	-21600,0 %	462,5 %	450,0 %	500,0 %
ROA	6,1 %	8,6 %	1,7 %	10,0 %	0,5 %	6,8 %	8,8 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Operating Assets Turnover	-89,2	-281	n.a.	-310	8,0	7,5	7,8
Capital Employed Turnover	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kapitalverzinsung							
ROCE	3,5 %	5,7 %	-0,7 %	4,6 %	-0,1 %	2,7 %	4,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	3,5 %	6,8 %	3,8 %	5,0 %	4,2 %	4,1 %	4,4 %
ROE	4,4 %	6,9 %	0,8 %	5,4 %	0,3 %	4,1 %	5,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	4,4 %	7,1 %	1,0 %	5,5 %	0,3 %	4,2 %	5,2 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	4,4 %	7,1 %	1,0 %	5,5 %	0,3 %	4,2 %	5,2 %
ROIC	4,3 %	6,7 %	0,8 %	5,3 %	0,3 %	4,0 %	5,0 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-7,4	-5,5	-19,5	-17,9	-14,7	-14,5	-15,9
Net Gearing	-27,2 %	-19,2 %	-47,2 %	-41,9 %	-34,4 %	-32,9 %	-35,2 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	15,6	103,7	2428,6	2037,8	n.a.	n.a.	n.a.
Acid Test Ratio	7,6	9,3	26,9	22,0	20,4	20,1	21,7
EBITDA / Zinsaufwand	46,0	88,3	267,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	3,1	0,8	0,7	1,9	1,6	2,4	2,5
Free Cash Flow / Umsatz	250,7 %	47,3 %	26,2 %	61,9 %	50,3 %	80,0 %	80,6 %
Adj. Free Cash Flow	1,0	1,9	1,3	2,2	1,9	1,8	2,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	72,7 %	122,1 %	48,8 %	55,5 %	57,8 %	60,0 %	64,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	263,1 %	40,5 %	213,9 %	83,1 %	1341,7 %	133,3 %	108,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,3 %	3,6 %	4,6 %	4,2 %	1,0 %	4,1 %	3,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	37,8 %	45,8 %	300,4 %	64,3 %	562,5 %	56,3 %	58,7 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	n.a.	284,0 %	59,6 %	245,2 %	115,6 %	66,7 %	0,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	n.a.	1490,0 %	103,5 %	3800,0 %	194,7 %	333,3 %	0,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	111,3 %	30,4 %	38,9 %	49,2 %	73,1 %	103,3 %	100,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	0,0 %	0,0 %	n.a.	0,0 %	n.a.	n.a.	n.a.
Inventory processing period (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	52,1	52,1	52,1	52,1
Receivables collection period (Tage)	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Payables payment period (Tage)	4,1	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	102	102	102	102
Bewertung							
Dividendenrendite	2,4 %	4,7 %	3,5 %	5,2 %	2,4 %	3,5 %	4,7 %
P/B	1,1	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/sales	8,7	6,5	4,0	3,5	4,4	4,8	4,2
EV/EBITDA	11,3	5,6	8,1	5,0	7,6	8,0	6,4
EV/EBIT	11,3	6,7	n.m.	5,6	n.m.	12,0	7,1
EV/FCF	3,5	13,7	15,1	5,7	8,7	6,0	5,1
P/E	16,3	9,7	85,0	12,5	212,5	15,7	12,5
P/CF	56,7	29,4	14,9	10,6	14,2	12,0	11,5
Adj. Free Cash Flow Yield	4,6 %	9,0 %	17,7 %	24,9 %	14,3 %	16,7 %	19,4 %

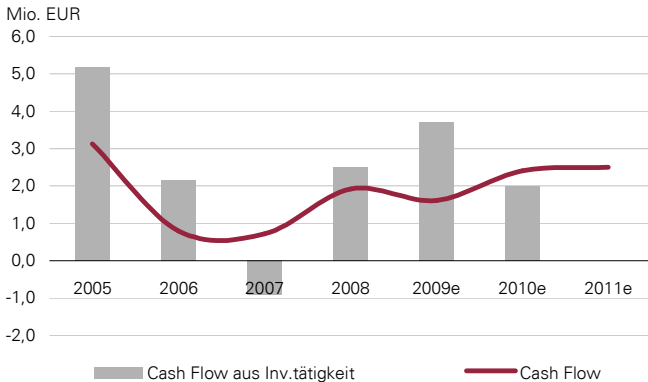
Quellen: GBK (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

GBK NAV

	NAV 31.12.2006	NAV 31.12.2007	NAV 31.12.2008	NAV 31.12.2009e
in Tsd. EUR				
Beteiligungen	20.091	18.615	20.869	19.137
stille Reserven	2.959	7.773	7.773	4.000
Ausleihungen/Ford. an Beteiligungen	2.063	2.871	3.648	5.500
Sonstige Aktiva	967	1.126	1.183	1.083
Liquide Mittel	5.498	19.508	17.911	14.674
Dividende	-900	-1.013	-1.485	-680
Total Aktiva	30.678	48.881	49.899	43.714
Verbindlichkeiten	636	813	989	990
NAV	30.042	48.068	48.910	42.724
NAV pro Aktie	6,68	7,12	7,25	6,33

Quelle: GBK, SES Research

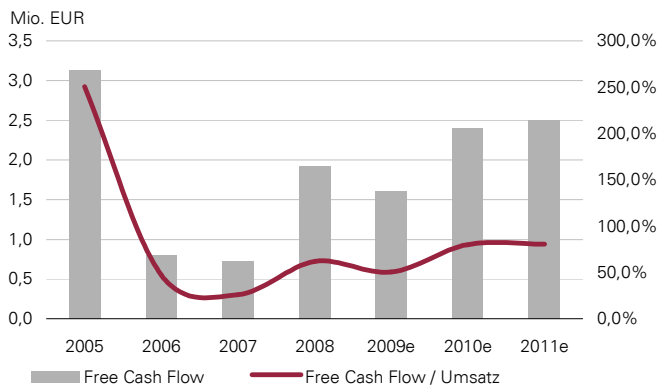
Investitionen und Cash Flow - GBK Beteiligungen AG



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

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

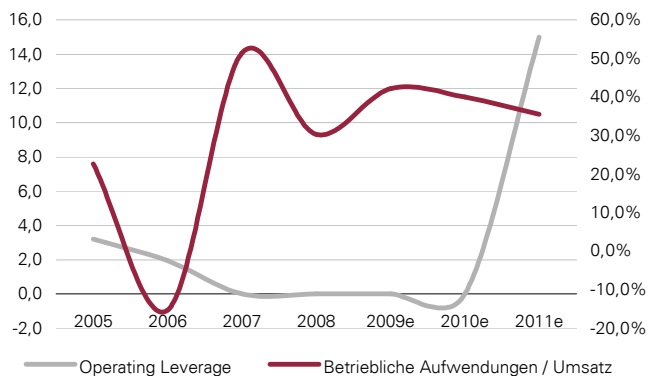
Free Cash Flow Generation - GBK Beteiligungen AG



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

- hohe Portfoliodiversifizierung stabilisiert FCF

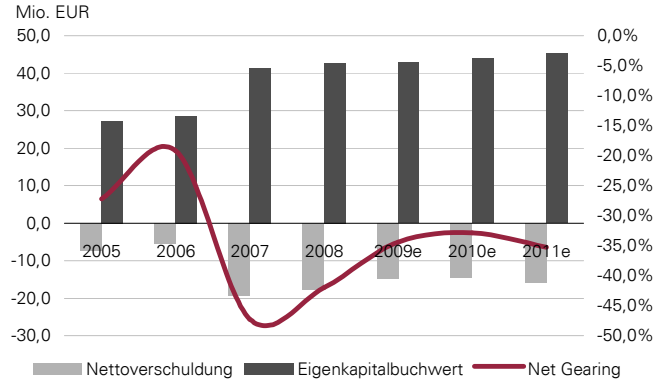
Operating Leverage - GBK Beteiligungen AG



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

- OL durch Veräußerungsgewinne und Abschreibungen verzerrt

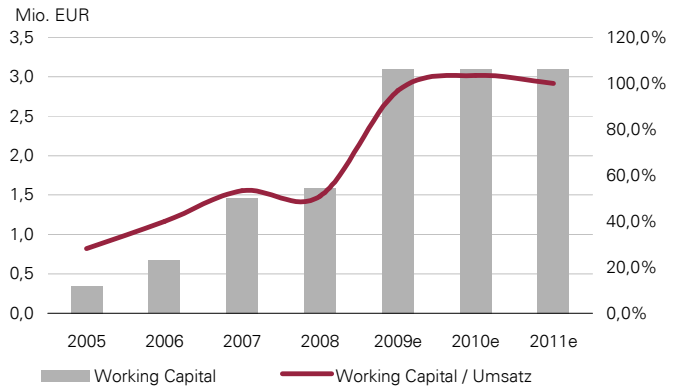
Bilanzqualität - GBK Beteiligungen AG



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

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

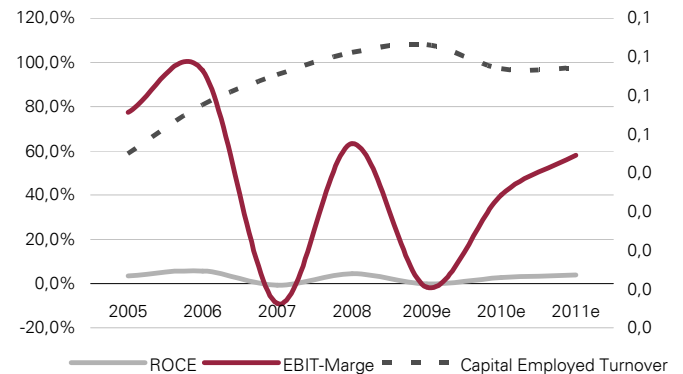
Working Capital - GBK Beteiligungen AG



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

- WC zum Großteil Ausleihungen an Beteiligungen

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.

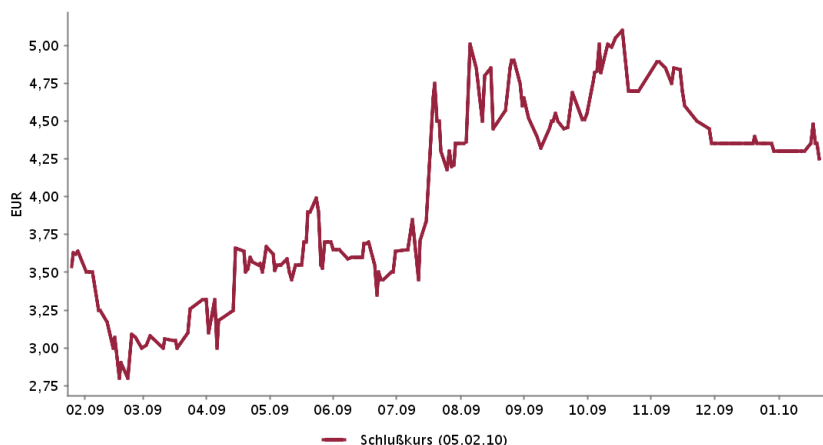
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	110	54%
Halten	60	30%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	16	8%
Gesamt	203	

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	83	62%
Halten	37	28%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	10	7%
Gesamt	134	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
GBK Beteiligungen AG am 08.02.10**



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		

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	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	Fabrice Farigoule Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2664 ffarigoule@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	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	Felix Schulte Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com