

**Kaufen** (alt: Kaufen)

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

**Kurs** EUR 4,59  
**Bloomberg** GBQ GR  
**Reuters** GBQG  
**Branche** Beteiligungsgesellschaft

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



Aktien Daten: 29.04.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 31,0 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 20,3 Mio.  
**Buchwert:** EUR 41,3 Mio.  
**Aktienanzahl:** 6,8 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 6,2 Tsd.

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

**Termine:**  
HV 15.06.10

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	3,0	10,0	3,1	16,1	3,9	-
<b>EBIT</b>	1,2	33,3	1,8	11,1	2,3	-
<b>EPS</b>	0,27	0	0,34	-2,9	0,37	-

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 30.04.2010  
Analyst: Torsten Klingner  
+49 (0)40-309537-260  
klingner@ses.de

## Gestiegene Beteiligungserträge und stabiler NAV unterstreichen Portfolioqualität

GBK hat den Jahresabschluss 2009 vorgelegt, wobei es keine Abweichungen zu den vorläufigen Zahlen gab.

### GBK Beteiligungen AG 2009

Angaben in Mio. EUR	2009	2009e	2008	yoy
<b>Erträge</b>	3,6	3,6	3,4	5,9%
<b>EBIT</b>	-0,1	-0,1	2,0	-
<b>Jahresüberschuss</b>	0,1	0,1	2,3	-94,0%
<b>EPS in EUR</b>	0,02	0,02	0,35	-94,3%

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

Trotz des schwierigen Umfelds verbesserten sich die Erträge, bei denen es sich zum Großteil um Ausschüttungen aus den 29 Beteiligungen handelt, um 6% auf EUR 3,6 Mio. Der Anstieg der Erträge konnte aber die fehlenden Veräußerungsgewinne nicht ganz kompensieren, sodass der operative Cash Flow von EUR 1,9 Mio. auf EUR 1,65 Mio. zurück ging. Das EBIT und Nettoergebnis lagen aufgrund von Abschreibungen i.H.v. EUR 1,6 Mio. auf Beteiligungen und die fehlenden Veräußerungsgewinne (VJ: EUR 0,7 Mio.) deutlich unter Vorjahr. Als Dividende sollen für 2009 EUR 0,10 je Aktie ausgeschüttet werden, die durch den erzielten Cash Flow von EUR 0,24 je Aktie klar gedeckt sind.

**Ausblick:** GBK rechnet in 2010 mit Erträgen auf dem Niveau von 2009. Das Ergebnis soll deutlich positiv ausfallen, was einem deutlichen Anstieg entspricht. Da in 2010 angesichts der wirtschaftlichen Erholung mit deutlich geringeren Abschreibungen auf das Portfolio gerechnet wird (SES), dürfte GBK auch ohne Gewinne aus Beteiligungsverkäufen ein EBIT von EUR 1,6 Mio. erzielen (VJ EUR -0,1). Dabei wurden die Prognosen für 2010ff angepasst.

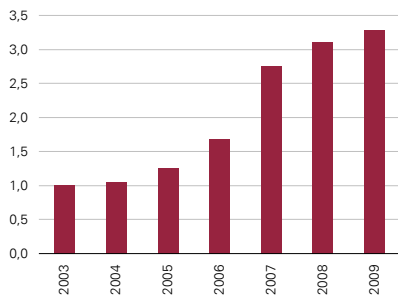
In 2009 hat GBK EUR 5 Mio. in sechs ihrer bestehenden Beteiligungen investiert. 2010 sollen EUR 4-8 Mio. in Beteiligungen investiert werden, wofür liquide Mittel von EUR 14 Mio. zur Verfügung stehen. Im Q1 wurde bereits im Verbund mit der Hannover Finanz eine neue Beteiligung an der FAIST ChemTec GmbH eingegangen. Dabei handelt es sich um die Übernahme des profitablen Geschäftsbereichs Entdröhnung (Akustik- und Kunststoffsysteme zur Geräuschdämmung für die Automobil- und Haushaltsgeräteindustrie) der insolventen AKsys GmbH.

Der **NAV** lag zum 31.12.2009 laut externem Wertgutachten mit EUR 7,13 je Aktie nur geringfügig unter dem Vorjahreswert von EUR 7,25. Sowohl die mehr als stabilen Beteiligungserträge als auch der nahezu unveränderte NAV unterstreichen GBK's Portfolioqualität. Ein Preisabschlag von fast 40% zum NAV ist daher nicht gerechtfertigt. Aufgrund der erwarteten deutlichen Gewinnsteigerung in 2010 wird mit einer positiven NAV-Entwicklung gerechnet (SES).

Auf Basis des NAV lautet das Kursziel unverändert EUR 6,30. Rating Kaufen.

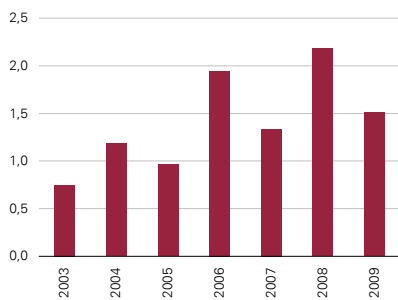
Geschäftsjahresende: 31.12.	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Beteiligungserträge</b>	1,7	2,8	3,1	3,3	3,3	3,6	3,9
yoy	34,8%	63,5%	13,1%	5,5%	0,4%	9,1%	8,3%
<b>Sonstige Erträge</b>	1,5	0,5	1,0	0,3	0,6	0,7	0,7
<b>EBITDA</b>	1,9	1,3	2,2	1,5	2,0	2,3	2,6
<i>EBITDA-Marge</i>	115,3%	48,6%	70,0%	45,9%	60,6%	63,9%	66,7%
<b>EBIT</b>	1,6	-0,2	2,0	-0,1	1,6	2,0	2,3
<i>EBIT-Marge</i>	96,3%	-9,0%	64,0%	-1,7%	48,5%	55,6%	59,0%
<b>Nettoergebnis</b>	2,0	0,3	2,3	0,1	1,8	2,3	2,5
<b>Ergebnis je Aktie</b>	0,44	0,05	0,35	0,02	0,27	0,33	0,37
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,18	0,11	0,28	0,24	0,25	0,38	0,42
<b>Dividende je Aktie</b>	0,20	0,15	0,22	0,10	0,15	0,20	0,20
<i>Dividendenrendite</i>	4,4%	3,3%	4,8%	2,2%	3,3%	4,4%	4,4%
<b>EV/EBITDA</b>	8,4	12,2	7,5	10,8	10,2	10,3	10,1
<b>EV/EBIT</b>	10,1	-	8,2	-	12,7	11,9	11,4
<b>KGV</b>	10,4	91,8	13,1	229,5	17,0	13,9	12,4
<b>ROCE</b>	5,7%	-0,7%	4,7%	-0,1%	3,8%	4,6%	5,1%

**Entwicklung Umsatz**  
in EUR Mio.



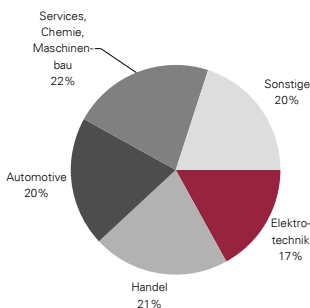
Quellen: GBK Beteiligungen AG

**Entwicklung EBITDA**  
in EUR Mio.



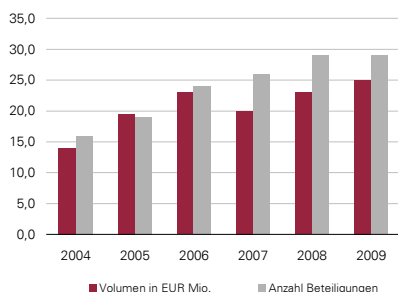
Quellen: GBK Beteiligungen AG

**Portfolio nach Branchen**  
2009



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 30 Jahren als Finanzierungspartner für mittelständische Unternehmen etabliert. Beispiele für erfolgreich abgeschlossene Beteiligungen sind u.a. Aleo Solar, Fielmann, Rossmann, Technotrans und Aixtron.

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 Zusammenarbeit der GBK mit der 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.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>
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
<b>Gesamtleistung</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rohertrag</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>
Personalaufwendungen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Sonstige betriebliche Erträge	1,5	0,5	1,0	0,3	0,6	0,7	0,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,1	1,8	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	1,6	0,2	1,6	0,4	0,3	0,3
<b>EBITA</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Zinserträge	0,2	0,6	0,8	0,2	0,4	0,5	0,5
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,2	0,6	0,8	0,2	0,4	0,5	0,5
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,8</b>	<b>0,3</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,8</b>	<b>0,3</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>
Steuern gesamt	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,2	0,3	0,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung GBK**

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
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 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Rohertrag</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Personalaufwendungen	8,5 %	5,0 %	4,4 %	4,6 %	3,0 %	2,8 %	2,6 %
Sonstige betriebliche Erträge	91,9 %	18,7 %	32,7 %	9,5 %	18,2 %	19,4 %	18,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	68,1 %	65,1 %	58,3 %	59,0 %	54,6 %	52,8 %	48,7 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>115,3 %</b>	<b>48,6 %</b>	<b>70,0 %</b>	<b>45,9 %</b>	<b>60,6 %</b>	<b>63,9 %</b>	<b>66,7 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	19,1 %	57,6 %	6,0 %	47,7 %	12,1 %	8,3 %	7,7 %
<b>EBITA</b>	<b>96,3 %</b>	<b>-9,0 %</b>	<b>64,0 %</b>	<b>-1,7 %</b>	<b>48,5 %</b>	<b>55,6 %</b>	<b>59,0 %</b>
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 %
<b>EBIT</b>	<b>96,3 %</b>	<b>-9,0 %</b>	<b>64,0 %</b>	<b>-1,7 %</b>	<b>48,5 %</b>	<b>55,6 %</b>	<b>59,0 %</b>
Zinserträge	13,7 %	21,0 %	25,3 %	7,4 %	12,1 %	13,9 %	12,8 %
Zinsaufwendungen	1,3 %	0,2 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	12,4 %	20,8 %	25,1 %	7,4 %	12,1 %	13,9 %	12,8 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>108,7 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>89,2 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>60,6 %</b>	<b>69,4 %</b>	<b>71,8 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>108,7 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>89,2 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>60,6 %</b>	<b>69,4 %</b>	<b>71,8 %</b>
Steuern gesamt	-8,1 %	-0,4 %	14,1 %	1,4 %	6,1 %	6,9 %	7,2 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>116,8 %</b>	<b>12,2 %</b>	<b>75,1 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>54,6 %</b>	<b>62,5 %</b>	<b>64,6 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>116,8 %</b>	<b>12,2 %</b>	<b>75,1 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>54,6 %</b>	<b>62,5 %</b>	<b>64,6 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>116,8 %</b>	<b>12,2 %</b>	<b>75,1 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>54,6 %</b>	<b>62,5 %</b>	<b>64,6 %</b>

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

**Bilanz GBK**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
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	22,8	20,3	23,2	25,0	29,6	34,3	38,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>22,8</b>	<b>20,3</b>	<b>23,2</b>	<b>25,0</b>	<b>29,6</b>	<b>34,3</b>	<b>38,0</b>
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	0,5	0,5	0,5
Sonstige Vermögensgegenstände	1,0	2,3	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Liquide Mittel	5,5	19,5	17,9	14,7	10,8	7,3	4,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>6,5</b>	<b>21,9</b>	<b>20,4</b>	<b>16,9</b>	<b>13,5</b>	<b>10,0</b>	<b>7,5</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>29,3</b>	<b>42,1</b>	<b>43,6</b>	<b>41,9</b>	<b>43,1</b>	<b>44,3</b>	<b>45,5</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	22,5	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8
Kapitalrücklage	2,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Gewinnrücklagen	2,1	2,1	2,5	2,5	3,6	4,8	6,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,8	1,2	2,2	0,8	0,8	0,8	0,8
Buchwert	28,6	41,3	42,6	41,3	42,4	43,7	44,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>28,6</b>	<b>41,3</b>	<b>42,6</b>	<b>41,3</b>	<b>42,4</b>	<b>43,7</b>	<b>44,8</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rückstellungen gesamt	0,6	0,8	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6
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	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>29,3</b>	<b>42,1</b>	<b>43,6</b>	<b>41,9</b>	<b>43,1</b>	<b>44,3</b>	<b>45,5</b>

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

**Bilanz GBK**

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
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	77,7 %	48,1 %	53,3 %	59,6 %	68,7 %	77,4 %	83,5 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>77,7 %</b>	<b>48,1 %</b>	<b>53,3 %</b>	<b>59,6 %</b>	<b>68,7 %</b>	<b>77,4 %</b>	<b>83,5 %</b>
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 %	1,2 %	1,1 %	1,1 %
Sonstige Vermögensgegenstände	3,5 %	5,6 %	5,7 %	5,3 %	5,1 %	5,0 %	4,9 %
Liquide Mittel	18,8 %	46,3 %	41,1 %	35,2 %	25,0 %	16,5 %	10,5 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>22,3 %</b>	<b>51,9 %</b>	<b>46,7 %</b>	<b>40,5 %</b>	<b>31,3 %</b>	<b>22,6 %</b>	<b>16,4 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	76,8 %	80,2 %	77,4 %	80,6 %	78,3 %	76,2 %	74,2 %
Kapitalrücklage	7,7 %	10,2 %	9,8 %	10,2 %	9,9 %	9,6 %	9,4 %
Gewinnrücklagen	7,0 %	4,9 %	5,6 %	5,9 %	8,3 %	10,9 %	13,2 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	6,1 %	2,9 %	5,0 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %	1,8 %
Buchwert	97,6 %	98,1 %	97,8 %	98,5 %	98,4 %	98,5 %	98,5 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>97,6 %</b>	<b>98,1 %</b>	<b>97,8 %</b>	<b>98,5 %</b>	<b>98,4 %</b>	<b>98,5 %</b>	<b>98,5 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Rückstellungen gesamt	2,2 %	1,9 %	2,1 %	1,3 %	1,3 %	1,2 %	1,2 %
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	0,2 %	0,0 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>2,4 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>1,6 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>1,4 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

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

**Kapitalflussrechnung GBK**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,0	0,3	2,3	0,1	1,8	2,3	2,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	1,6	0,2	1,6	0,4	0,3	0,3
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,3	0,0	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,3	-1,3	-0,1	0,3	-0,5	0,0	0,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,2	-1,2	-0,1	0,3	-0,5	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>
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	-4,8	-1,6	-7,6	-4,9	-5,0	-5,0	-4,0
Erlöse aus Anlageabgängen	2,6	2,6	5,1	1,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,5	-0,9	-1,0	-1,5	-0,7	-1,0	-1,4
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	13,3	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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,5</b>	<b>12,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,4</b>
Veränderung liquide Mittel	-1,9	14,0	-1,6	-3,2	-4,0	-3,5	-2,5
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>5,5</b>	<b>19,5</b>	<b>17,9</b>	<b>14,7</b>	<b>10,8</b>	<b>7,3</b>	<b>4,8</b>

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

## Kennzahlen GBK

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	-15,3 %	51,4 %	30,0 %	54,1 %	39,4 %	36,1 %	33,3 %
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	96,3 %	-9,0 %	64,0 %	-1,7 %	48,5 %	55,6 %	59,0 %
EBITDA / Operating Assets	-32366,7 %	n.a.	-36350,0 %	-75500,0 %	400,0 %	460,0 %	520,0 %
ROA	8,6 %	1,7 %	10,1 %	0,6 %	6,1 %	6,6 %	6,6 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Operating Assets Turnover	-281	n.a.	-519	-1.644	6,6	7,2	7,8
Capital Employed Turnover	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	5,7 %	-0,7 %	4,7 %	-0,1 %	3,8 %	4,6 %	5,1 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	6,8 %	3,8 %	5,1 %	3,5 %	4,7 %	5,3 %	5,8 %
ROE	6,9 %	0,8 %	5,5 %	0,3 %	4,2 %	5,2 %	5,6 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	7,1 %	1,0 %	5,6 %	0,3 %	4,3 %	5,2 %	5,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	7,1 %	1,0 %	5,6 %	0,3 %	4,3 %	5,2 %	5,7 %
ROIC	6,7 %	0,8 %	5,4 %	0,3 %	4,2 %	5,1 %	5,5 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-5,5	-19,5	-17,9	-14,7	-10,8	-7,3	-4,8
Net Gearing	-19,2 %	-47,2 %	-42,0 %	-35,7 %	-25,4 %	-16,7 %	-10,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	103,7	2428,6	363,9	169,5	137,5	102,1	76,3
Acid Test Ratio	9,3	26,9	20,6	26,1	20,8	15,4	11,5
EBITDA / Zinsaufwand	88,3	267,6	363,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	0,8	0,7	1,9	1,6	1,7	2,6	2,8
Free Cash Flow / Umsatz	47,3 %	26,2 %	61,4 %	50,1 %	51,5 %	70,8 %	72,3 %
Adj. Free Cash Flow	1,9	1,3	2,2	1,5	2,0	2,3	2,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	122,1 %	48,8 %	55,7 %	44,6 %	54,5 %	56,9 %	59,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	40,5 %	213,9 %	81,8 %	1177,1 %	94,3 %	113,3 %	111,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,6 %	4,6 %	4,2 %	1,5 %	3,1 %	5,5 %	8,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	45,8 %	300,4 %	63,5 %	482,1 %	56,3 %	60,0 %	53,6 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	284,0 %	59,6 %	242,9 %	149,8 %	151,5 %	138,9 %	102,6 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	1490,0 %	103,5 %	4067,7 %	314,3 %	1250,0 %	1666,7 %	1333,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	30,4 %	38,9 %	48,9 %	48,6 %	56,5 %	58,8 %	54,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	0,0 %	n.a.	0,0 %	0,0 %	n.a.	n.a.	n.a.
Inventory processing period (Tage)	n.a.	n.a.	52,1	52,1	52,1	52,1	52,1
Receivables collection period (Tage)	0,0	0,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Payables payment period (Tage)	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	102	102	102	102	102
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	4,4 %	3,3 %	4,8 %	2,2 %	3,3 %	4,4 %	4,4 %
P/B	1,1	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/sales	9,7	5,9	5,3	5,0	6,2	6,6	6,8
EV/EBITDA	8,4	12,2	7,5	10,8	10,2	10,3	10,1
EV/EBIT	10,1	n.m.	8,2	n.m.	12,7	11,9	11,4
EV/FCF	20,6	22,7	8,5	9,9	12,0	9,3	9,3
P/E	10,4	91,8	13,1	229,5	17,0	13,9	12,4
P/CF	31,7	16,1	15,2	22,5	14,1	12,2	11,0
Adj. Free Cash Flow Yield	6,0 %	11,8 %	12,5 %	8,4 %	10,8 %	10,7 %	10,7 %

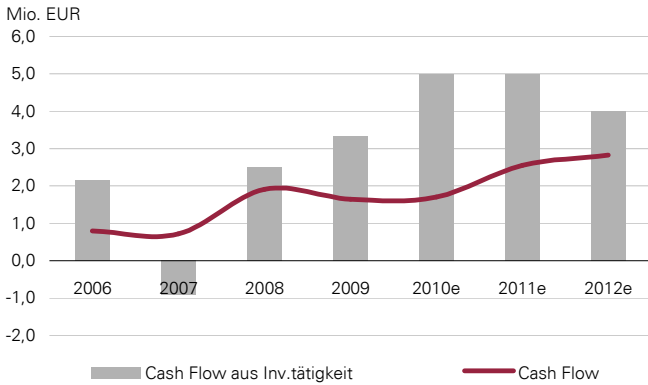
Quellen: GBK (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**GBK NAV**

	NAV 31.12.2006	NAV 31.12.2007	NAV 31.12.2008	NAV 31.12.2009
in Tsd. EUR				
<b>Beteiligungen</b>	<b>20.091</b>	<b>18.615</b>	<b>20.869</b>	<b>22.686</b>
stille Reserven	2.959	7.773	7.773	7.500
Ausleihungen/Ford. an Beteiligungen	2.063	2.871	3.648	3.920
Sonstige Aktiva	967	1.126	1.183	592
Liquide Mittel	5.498	19.508	17.911	14.739
Dividende	-900	-1.013	-1.485	-680
Total Aktiva	30.678	48.881	49.899	48.757
Verbindlichkeiten	636	813	989	650
NAV	30.042	48.068	48.910	48.107
NAV pro Aktie berichtet	6,68	7,12	7,25	7,13
NAV mit Peer Group-Abschlag von gut 10%				6,27

Quelle: GBK, SES Research

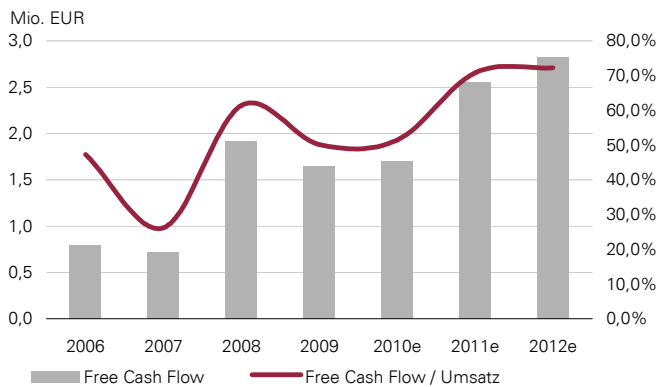
**Investitionen und Cash Flow - GBK Beteiligungen AG**



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

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

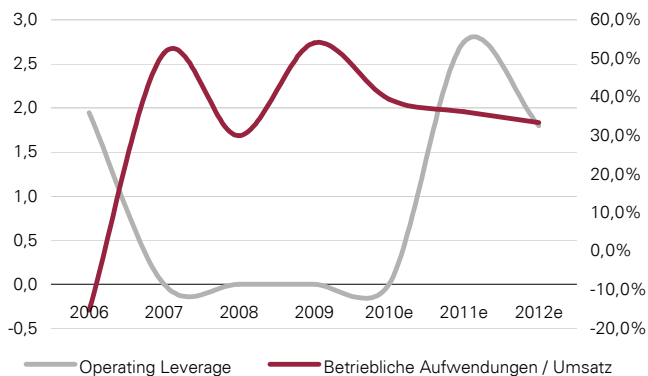
**Free Cash Flow Generation - GBK Beteiligungen AG**



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

- hohe Portfoliodiversifizierung stabilisiert FCF

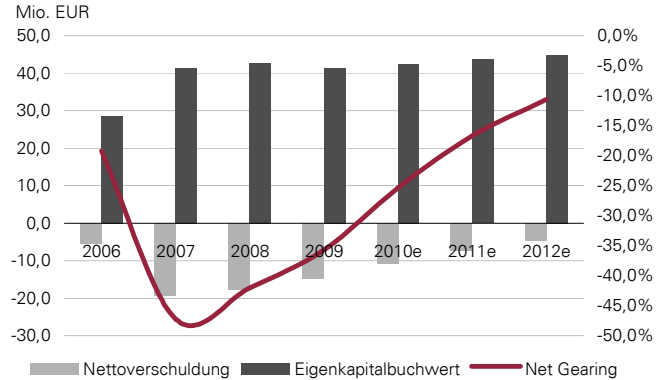
**Operating Leverage - GBK Beteiligungen AG**



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

- OL durch Veräußerungsgewinne und Abschreibungen verzerrt

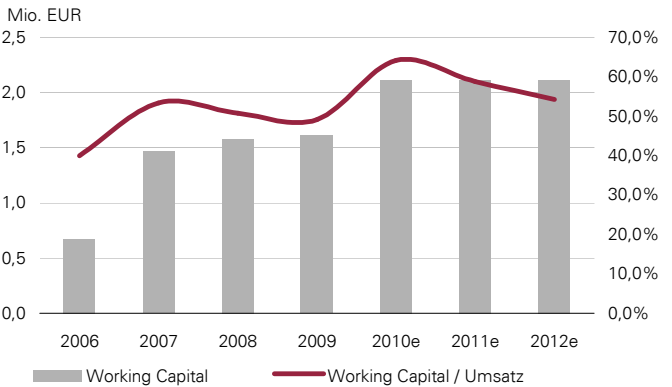
**Bilanzqualität - GBK Beteiligungen AG**



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

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

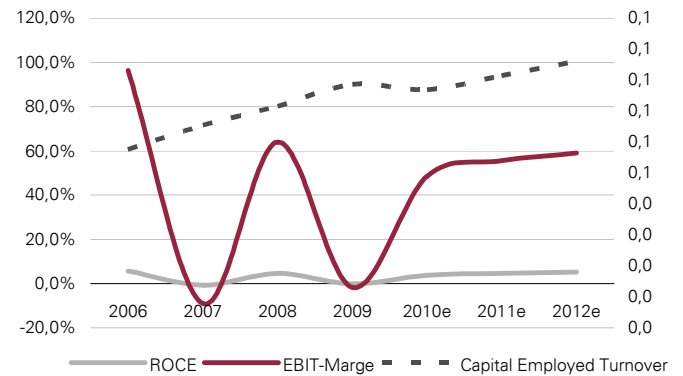
**Working Capital - GBK Beteiligungen AG**



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.

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.

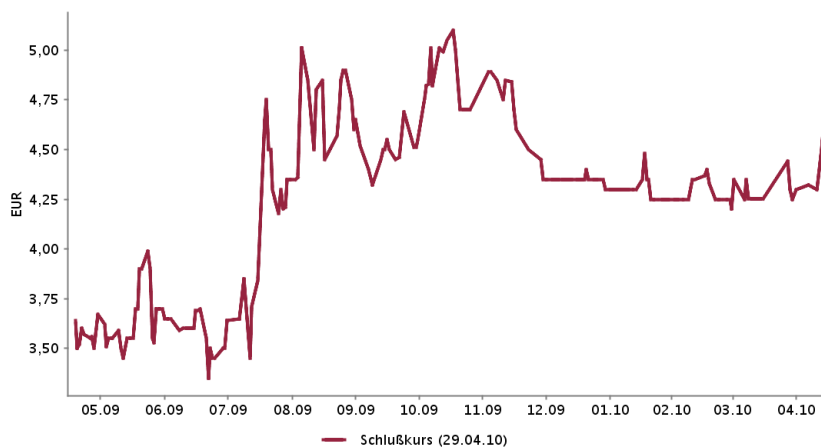
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	111	55%
Halten	57	28%
Verkaufen	11	5%
Empf. ausgesetzt	22	11%
<b>Gesamt</b>	<b>201</b>	

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	86	63%
Halten	35	26%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	14	10%
<b>Gesamt</b>	<b>137</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
GBK Beteiligungen AG am 30.04.10**



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

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

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Wibke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com