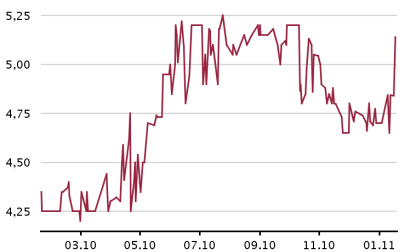


**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 7,00** (alt: 6,30)

**Kurs** EUR 5,14  
**Bloomberg** GBQ GR  
**Reuters** GBQG  
**Branche** Beteiligungsgesellschaft

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



Aktien Daten: 02.02.2011 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 34,7 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 26,2 Mio.  
**Buchwert:** EUR 42,1 Mio.  
**Aktienanzahl:** 6,8 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 18,9 Tsd.

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

**Termine:**  
 HV 16.06.11

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	3,3	27,3	3,6	27,8	3,9	25,6
<b>EBIT</b>	1,6	-6,2	2,0	27,5	2,3	26,1
<b>EPS</b>	0,27	-18,5	0,33	15,2	0,37	16,2

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 03.02.2011  
 Analyst: Torsten Klingner  
 +49 (0)40-309537-260  
 tklingner@warburg-research.com

## Starke vorläufige Zahlen, Prognosen erhöht

GBK Beteiligungen hat vorläufige Zahlen für 2010 veröffentlicht, die operativ über den Schätzungen lagen.

### GBK Beteiligungen AG 2010 vorläufig

Angaben in Mio. EUR	2010	2010e	2009	yoy
<b>Erträge</b>	4,4	3,9	3,6	20,8%
<b>EBITDA</b>	2,3	2,0	1,5	52,3%
<b>Jahresüberschuss</b>	1,5	1,8	0,1	971,4%
<b>EPS in EUR</b>	0,22	0,26	0,02	1000,0%

Die Erträge wurden um 20% auf EUR 4,4 Mio. gesteigert, wobei EUR 4,2 Mio. auf Erträge aus Beteiligungen (Dividenden, Zinsen) und EUR 0,2 Mio. aus sonstigen Erträgen stammen. Ein Teil des Wachstums dürfte auf höhere Zinseinnahmen im Rahmen höherer Ausleihungen an die Beteiligungen zurückzuführen sein. Abgesehen davon ist die Steigerung der Beteiligungserträge bemerkenswert, da diese überwiegend im schwierigen Jahr 2009 erwirtschaftet wurden und GBK 2010 zugeflossen sind. Das zweistellige Wachstum trotz des schwierigen Umfelds unterstreicht die Qualität von GBKs Beteiligungen und die Nachhaltigkeit der Ausschüttungen.

Der Jahresüberschuss lag etwas unter der Prognose, da die Abschreibungen mit EUR 0,8 Mio. (WRe EUR 0,4 Mio.) höher als erwartet ausfielen. Die Abschreibungen, die 2,8% des Portfolios ausmachen, sind Auswirkungen der Krise in 2009, dem sich nicht alle von GBKs 30 Beteiligungen entziehen konnten.

**Weiterer Portfolioausbau:** 2010 hat GBK ihr Portfolio um 10% auf EUR 27,8 Mio. ausgebaut (2009: EUR 5 Mio.). Zudem wurden im Januar 2011 stille Beteiligung an der Biesterfeld Vermögensverwaltung GmbH & Co. KG sowie 9,6% vom Hardwaregeschäft der Kofax plc (Umsatz 90 Mio.) erworben.

**Dividende mit Steigerungspotenzial:** GBK dürfte einen bedeutenden Teil des Jahresüberschusses als Dividende ausschütten. Angesichts des EPS von EUR 0,22 je Aktie dürfte die Dividende von EUR 0,10 auf EUR 0,15 je Aktie angehoben werden, was einer Dividendenrendite von über 3% entspricht. Bei einem um Abschreibungen bereinigten EPS von EUR 0,30 wäre sogar einer deutlichere Steigerung möglich.

**Anpassungen:** In Anbetracht der überraschend positiven Entwicklung der Beteiligungserträge und der kürzlichen Beteiligungskäufe werden die Prognosen für 2011ff erhöht. Auf dieser Basis wird die für 2011 erwartete Dividende von EUR 0,20 auf EUR 0,30 je Aktie erhöht, was einer hohen Dividendenrendite von 6% entspricht. Gewinne aus Beteiligungsverkäufen die angesichts des positiven Kapitalmarkumfelds in 2011 zu erwarten sind, stellen einen zusätzlichen Ergebnistreiber dar.

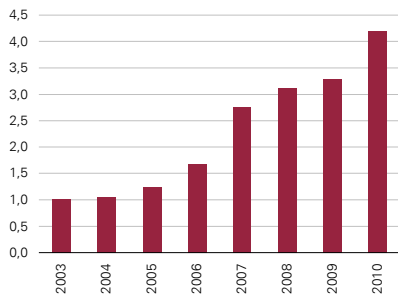
Das NAV-Modell wird zur Bestimmung des Kursziels von 2010 auf 2011 umgestellt. Aufgrund des anhaltend dynamischen Wirtschaftswachstums in Deutschland, das sich positiv auf die Wertentwicklung von GBKs Beteiligungen auswirken sollte, sowie der Ergebnisthesaurierung wird in 2011 mit einem Anstieg des NAV um ca. 5% auf EUR 7,58 je Aktie gerechnet.

**Das Kursziel wird auf Basis des für 2011 erwarteten NAVs auf EUR 7 erhöht (alt: EUR 6,30). Die Kaufempfehlung wird bekräftigt.**

Geschäftsjahresende: 31.12.	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Beteiligungserträge</b>	2,8	3,1	3,3	4,2	4,6	4,9
yoy	63,5%	13,1%	5,5%	27,8%	9,5%	6,5%
<b>Sonstige Erträge</b>	0,5	1,0	0,3	0,2	0,4	0,6
<b>EBITDA</b>	1,3	2,2	1,5	2,3	2,9	3,3
<i>EBITDA-Marge</i>	48,6%	70,0%	45,9%	54,8%	62,0%	67,3%
<b>EBIT</b>	-0,2	2,0	-0,1	1,5	2,6	2,9
<i>EBIT-Marge</i>	-9,0%	64,0%	-1,7%	35,7%	55,4%	59,2%
<b>Nettoergebnis</b>	0,3	2,3	0,1	1,5	2,6	2,9
<b>Ergebnis je Aktie</b>	0,05	0,35	0,02	0,22	0,38	0,43
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,11	0,28	0,24	0,34	0,43	0,49
<b>Dividende je Aktie</b>	0,15	0,22	0,10	0,15	0,30	0,33
<i>Dividendenrendite</i>	3,1%	4,5%	2,1%	3,1%	6,2%	6,8%
<b>EV/EBITDA</b>	13,5	8,3	12,0	8,7	8,1	7,8
<b>EV/EBIT</b>	-	9,0	-	13,4	9,1	8,9
<b>KGV</b>	96,8	13,8	242,0	22,0	12,7	11,3
<b>ROCE</b>	-0,7%	4,7%	-0,1%	3,6%	5,9%	6,6%

**Entwicklung Umsatz**

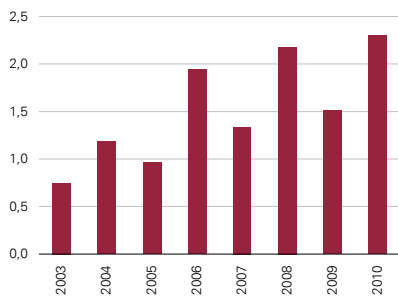
in EUR Mio.



Quellen: GBK Beteiligungen AG

**Entwicklung EBITDA**

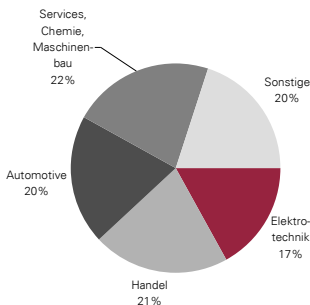
in EUR Mio.



Quellen: GBK Beteiligungen AG

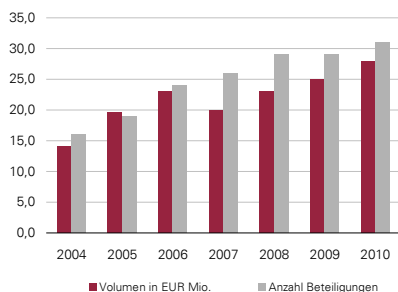
**Portfolio nach Branchen**

2009



Quellen: GBK Beteiligungen AG

**Portfolio in Volumen und Anzahl**



Quellen: GBK Beteiligungen AG

**Unternehmenshintergrund**

Die GBK ist eine börsennotierte Beteiligungsgesellschaft die mit der HANNOVER Finanz GmbH seit 2001 eine enge Kooperation eingegangen ist. 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>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</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>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</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>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>
Personalaufwendungen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstige betriebliche Erträge	1,5	0,5	1,0	0,3	0,2	0,4	0,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,1	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0
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>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	1,6	0,2	1,6	0,8	0,3	0,4
<b>EBITA</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</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>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>
Zinserträge	0,2	0,6	0,8	0,2	0,2	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	0,2	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>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</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>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>
Steuern gesamt	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,2	0,5	0,5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</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>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</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>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>

Quellen: GBK (berichtete Daten), Warburg 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 %	3,6 %	4,4 %	4,1 %
Sonstige betriebliche Erträge	91,9 %	18,7 %	32,7 %	9,5 %	3,6 %	8,7 %	12,2 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	68,1 %	65,1 %	58,3 %	59,0 %	45,2 %	42,4 %	40,8 %
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>54,8 %</b>	<b>62,0 %</b>	<b>67,4 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	19,1 %	57,6 %	6,0 %	47,7 %	19,1 %	6,5 %	8,2 %
<b>EBITA</b>	<b>96,3 %</b>	<b>-9,0 %</b>	<b>64,0 %</b>	<b>-1,7 %</b>	<b>35,7 %</b>	<b>55,4 %</b>	<b>59,2 %</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>35,7 %</b>	<b>55,4 %</b>	<b>59,2 %</b>
Zinserträge	13,7 %	21,0 %	25,3 %	7,4 %	4,8 %	10,9 %	10,2 %
Zinsaufwendungen	1,3 %	0,2 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	12,4 %	20,8 %	25,1 %	7,4 %	4,8 %	10,9 %	10,2 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>108,7 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>89,2 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>40,5 %</b>	<b>66,3 %</b>	<b>69,4 %</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>40,5 %</b>	<b>66,3 %</b>	<b>69,4 %</b>
Steuern gesamt	-8,1 %	-0,4 %	14,1 %	1,4 %	4,8 %	10,0 %	10,4 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>116,8 %</b>	<b>12,2 %</b>	<b>75,1 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>35,7 %</b>	<b>56,4 %</b>	<b>59,0 %</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>35,7 %</b>	<b>56,4 %</b>	<b>59,0 %</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>35,7 %</b>	<b>56,4 %</b>	<b>59,0 %</b>

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

<b>Bilanz GBK</b>							
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	27,8	32,5	36,1
<b>Anlagevermögen</b>	<b>22,8</b>	<b>20,3</b>	<b>23,2</b>	<b>25,0</b>	<b>27,8</b>	<b>32,5</b>	<b>36,1</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	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	1,0	2,3	2,5	2,2	3,3	3,3	3,3
Liquide Mittel	5,5	19,5	17,9	14,7	11,8	8,6	5,9
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>6,5</b>	<b>21,9</b>	<b>20,4</b>	<b>16,9</b>	<b>15,1</b>	<b>11,9</b>	<b>9,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>29,3</b>	<b>42,1</b>	<b>43,6</b>	<b>41,9</b>	<b>42,8</b>	<b>44,4</b>	<b>45,3</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	3,3	4,9	5,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,8	1,2	2,2	0,8	0,8	0,9	0,9
Buchwert	28,6	41,3	42,6	41,3	42,1	43,8	44,7
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>42,1</b>	<b>43,8</b>	<b>44,7</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>42,8</b>	<b>44,4</b>	<b>45,3</b>

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

<b>Bilanz GBK</b>							
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 %	64,9 %	73,2 %	79,7 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>77,7 %</b>	<b>48,1 %</b>	<b>53,3 %</b>	<b>59,6 %</b>	<b>64,9 %</b>	<b>73,2 %</b>	<b>79,7 %</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 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	3,5 %	5,6 %	5,7 %	5,3 %	7,7 %	7,4 %	7,3 %
Liquide Mittel	18,8 %	46,3 %	41,1 %	35,2 %	27,5 %	19,5 %	13,0 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>22,3 %</b>	<b>51,9 %</b>	<b>46,7 %</b>	<b>40,5 %</b>	<b>35,2 %</b>	<b>26,9 %</b>	<b>20,3 %</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 %	78,9 %	76,0 %	74,5 %
Kapitalrücklage	7,7 %	10,2 %	9,8 %	10,2 %	10,0 %	9,6 %	9,4 %
Gewinnrücklagen	7,0 %	4,9 %	5,6 %	5,9 %	7,7 %	10,9 %	12,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	6,1 %	2,9 %	5,0 %	2,0 %	1,9 %	2,1 %	2,0 %
Buchwert	97,6 %	98,1 %	97,8 %	98,5 %	98,4 %	98,6 %	98,6 %
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>98,6 %</b>	<b>98,6 %</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), Warburg Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung GBK**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,0	0,3	2,3	0,1	1,5	2,6	2,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	1,6	0,2	1,6	0,8	0,3	0,4
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>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</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	0,0	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	0,0	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>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</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	-3,6	-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>-3,6</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	-2,0
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>-2,0</b>
Veränderung liquide Mittel	-1,9	14,0	-1,6	-3,2	-2,0	-3,1	-2,7
<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>12,8</b>	<b>9,6</b>	<b>6,9</b>

Quellen: GBK (berichtete Daten), Warburg 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 %	45,2 %	38,0 %	32,7 %
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 %	35,7 %	55,4 %	59,2 %
EBITDA / Operating Assets	-32366,7 %	n.a.	-36350,0 %	-75500,0 %	n.a.	n.a.	n.a.
ROA	8,6 %	1,7 %	10,1 %	0,6 %	5,4 %	8,0 %	8,0 %
<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	n.a.	n.a.	n.a.
Capital Employed Turnover	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	5,8 %	-0,7 %	4,7 %	-0,1 %	3,6 %	5,9 %	6,5 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	6,9 %	3,8 %	5,2 %	3,6 %	5,5 %	6,6 %	7,4 %
ROE	6,9 %	0,8 %	5,5 %	0,3 %	3,6 %	5,9 %	6,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	7,1 %	1,0 %	5,6 %	0,3 %	3,6 %	6,0 %	6,5 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	7,1 %	1,0 %	5,6 %	0,3 %	3,6 %	6,0 %	6,5 %
ROIC	6,7 %	0,8 %	5,4 %	0,3 %	3,5 %	5,8 %	6,4 %
<b>Solvenz</b>							
Nettoverschuldung	-5,5	-19,5	-17,9	-14,7	-11,8	-8,6	-5,9
Net Gearing	-19,2 %	-47,2 %	-42,0 %	-35,7 %	-27,9 %	-19,7 %	-13,2 %
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	153,6	121,8	93,9
Acid Test Ratio	9,3	26,9	20,6	26,1	23,2	18,4	14,2
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	2,3	2,9	3,3
Free Cash Flow / Umsatz	47,3 %	26,2 %	61,4 %	50,1 %	54,7 %	62,9 %	67,1 %
Adj. Free Cash Flow	1,9	1,3	2,2	1,5	2,3	2,9	3,3
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	122,1 %	48,8 %	55,7 %	44,6 %	50,0 %	52,0 %	56,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	40,5 %	213,9 %	81,8 %	1177,1 %	153,2 %	111,6 %	113,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,6 %	4,6 %	4,2 %	1,5 %	1,5 %	4,9 %	6,9 %
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 %	67,5 %	78,1 %	77,1 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	284,0 %	59,6 %	242,9 %	149,8 %	85,7 %	108,7 %	81,6 %
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 %	450,0 %	1666,7 %	1000,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	30,4 %	38,9 %	48,9 %	48,6 %	51,4 %	58,7 %	55,1 %
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	3,9 %	2,9 %	4,3 %	1,9 %	2,9 %	5,8 %	6,4 %
P/B	1,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/sales	11,9	7,3	6,4	6,1	5,5	5,7	5,9
EV/EBITDA	10,3	15,0	9,2	13,3	10,0	9,2	8,8
EV/EBIT	12,4	n.m.	10,1	n.m.	15,4	10,3	10,0
EV/FCF	25,2	27,8	10,5	12,2	10,0	9,0	8,8
P/E	11,7	102,8	14,7	257,0	23,4	13,5	12,0
P/CF	35,5	18,0	17,0	25,1	15,1	12,0	10,5
Adj. Free Cash Flow Yield	4,9 %	9,6 %	10,2 %	6,9 %	10,0 %	11,1 %	11,4 %

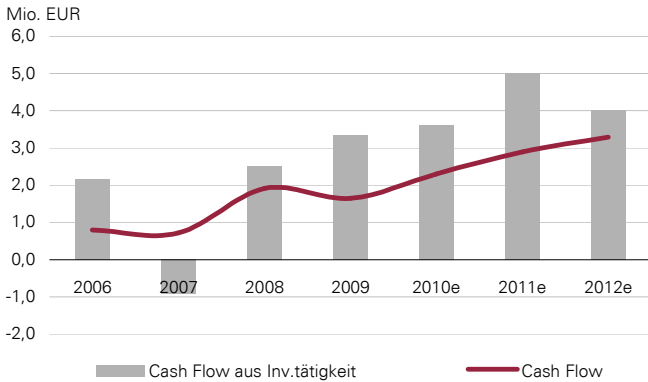
Quellen: GBK (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

## GBK NAV

	NAV 31.12.2007	NAV 31.12.2008	NAV 31.12.2009	NAV 31.12.2010e	NAV 31.12.2011e
in Tsd. EUR					
<b>Beteiligungen</b>	<b>18.615</b>	<b>20.869</b>	<b>22.686</b>	<b>27.791</b>	<b>32.491</b>
stille Reserven	7.773	7.773	7.500	7.600	8.300
Ausleihungen/Ford. an Beteiligungen	2.871	3.648	3.920	2.700	2.700
Sonstige Aktiva	1.126	1.183	592	593	593
Liquide Mittel	19.508	17.911	14.739	11.762	8.642
Dividende	-900	-1.013	-1.485	-675	-1.013
Total Aktiva	48.993	50.371	47.952	49.771	51.714
Verbindlichkeiten	813	989	650	550	550
Buchwert	40.407	41.609	39.802	41.621	42.864
Buchwert je Aktie	5,99	6,16	5,90	6,17	6,35
NAV	48.180	49.382	47.302	49.221	51.164
NAV pro Aktie	7,14	7,32	7,01	7,29	7,58
NAV mit Peer Group-Abschlag					6,97

Quelle: GBK, Warburg Research

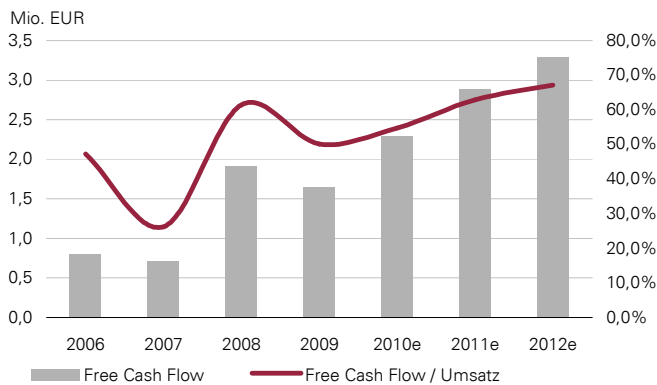
**Investitionen und Cash Flow - GBK Beteiligungen AG**



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

- sukzessiver Portfolioaufbau
- in 2010 EUR 2,7 Mio. in neue Bet. investiert

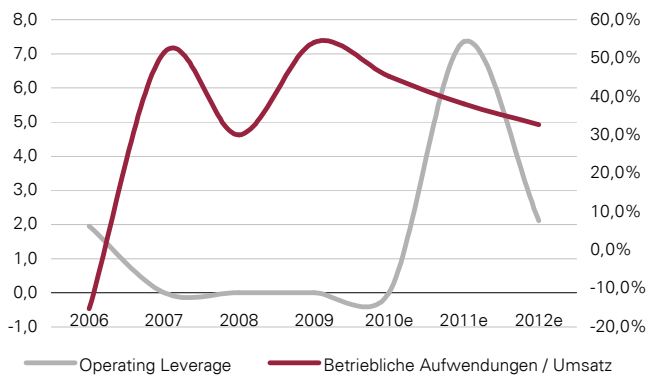
**Free Cash Flow Generation - GBK Beteiligungen AG**



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

- stabiler FCF durch hohe Portfoliodiversifizierung
- Portfolioaufbau treibt Cash Flow

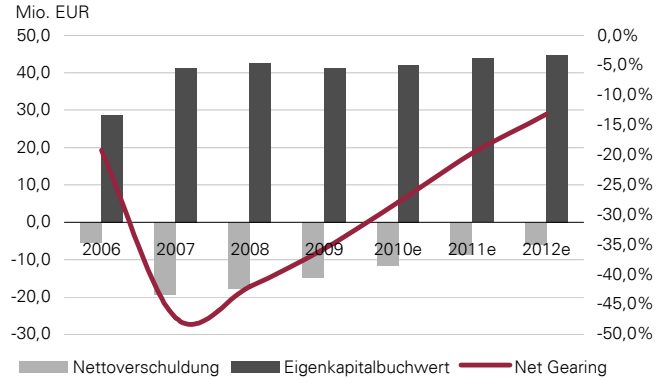
**Operating Leverage - GBK Beteiligungen AG**



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

- OL durch Veräußerungsgewinne und Abschreibungen verzerrt

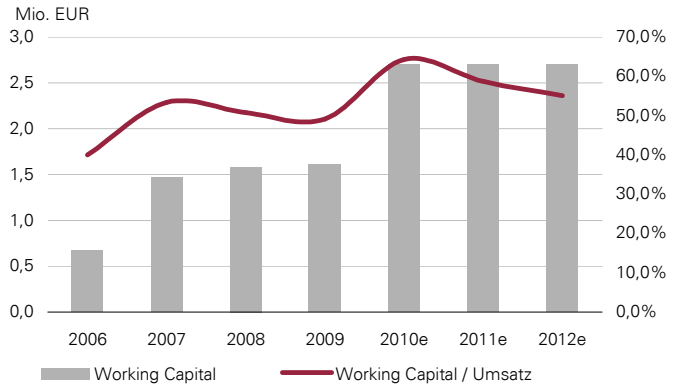
**Bilanzqualität - GBK Beteiligungen AG**



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

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

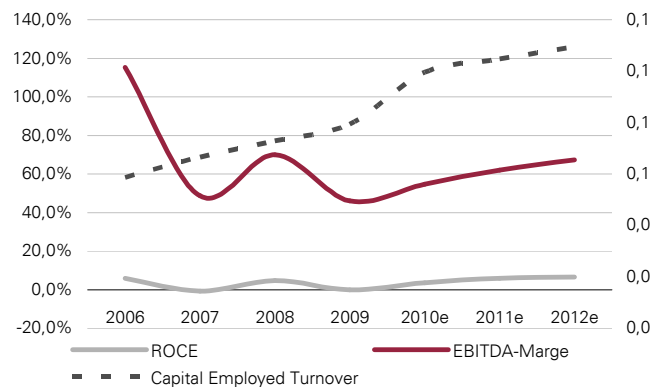
**Working Capital - GBK Beteiligungen AG**



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

- WC zum Großteil Ausleihungen an Beteiligungen

**ROCE Entwicklung - GBK Beteiligungen AG**



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

- Margen durch Portfolioverkäufe verzerrt

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg 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 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 KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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 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 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 Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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 Warburg 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 Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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.

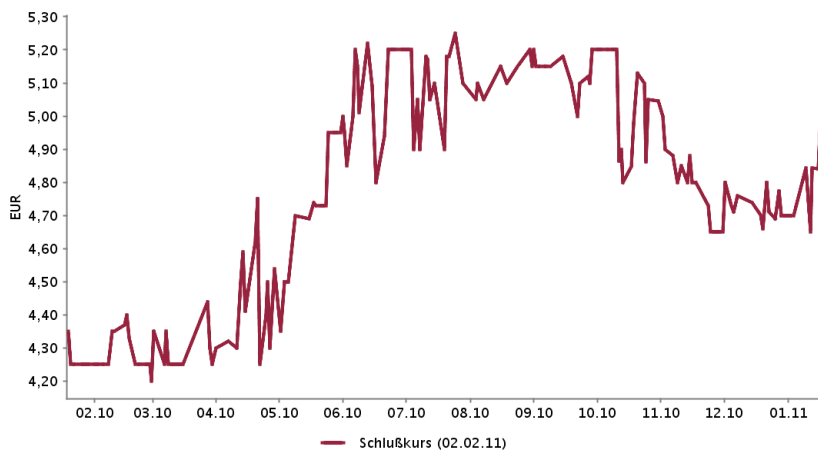
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	102	56%
Halten	58	32%
Verkaufen	9	5%
Empf. ausgesetzt	12	7%
<b>Gesamt</b>	<b>181</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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	72	69%
Halten	27	26%
Verkaufen	3	3%
Empf. ausgesetzt	2	2%
<b>Gesamt</b>	<b>104</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
GBK Beteiligungen AG am 03.02.11**



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.

## Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | [www.warburg-research.com](http://www.warburg-research.com)  
 Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | [info@warburg-research.com](mailto:info@warburg-research.com)



WARBURG RESEARCH

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 <a href="mailto:cbruns@warburg-research.com">cbruns@warburg-research.com</a>	<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 40 309537-230 <a href="mailto:fbreiter@warburg-research.com">fbreiter@warburg-research.com</a>	<b>Thomas Rau</b>	+49 40 309537-220 <a href="mailto:trau@warburg-research.com">trau@warburg-research.com</a>
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>	<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 <a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>	<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>	<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a>	<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>	<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>	<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>	<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 <a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 <a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@warburg-research.com</a>	<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 <a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>
<b>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>	<b>Katrin Wauker</b> Business Support	+49 40 309537-200 <a href="mailto:kwauker@warburg-research.com">kwauker@warburg-research.com</a>
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b> Business Support	+49 40 309537-100 <a href="mailto:fschmidt-petersen@warburg-research.com">fschmidt-petersen@warburg-research.com</a>
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 <a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>	<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@warburg-research.com</a>
<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>		

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)  
 Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com)



M. M. WARBURG & CO  
1798

<b>Barbara C. Launer-Effler</b> Head of Equities	+49 40 3282-2636 <a href="mailto:blauner-effler@mmwarburg.com">blauner-effler@mmwarburg.com</a>	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 <a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 <a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bölsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>	<b>Philippe Lorrain</b> Equity Sales	+49 40 3282-2664 <a href="mailto:plorrain@mmwarburg.com">plorrain@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2665 <a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>	<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:wmoeller@mmwarburg.com">wmoeller@mmwarburg.com</a>	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2663 <a href="mailto:awessel@mmwarburg.com">awessel@mmwarburg.com</a>