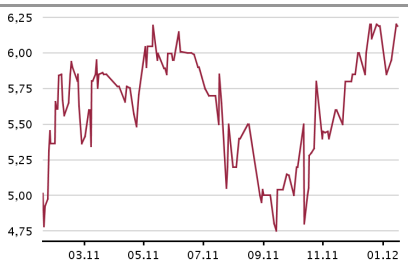


Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 7,30 (alt: 7,30)

Kurs EUR 6,19
Bloomberg GBQ GR
Reuters GBQG
Branche Finanzdienstleister

Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf Mittelstand, enge Kooperation mit der Bet.gesellschaft HANNOVER Finanz, nachhaltige Beteiligungserträge, breite Branchendiversifizierung, ca. 30 Minderheitsbeteiligungen



Aktien Daten: 31.01.2012 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 41,8 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 32,2 Mio.
Buchwert: EUR 41,9 Mio.
Aktienanzahl: 6,8 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 33,3 Tsd.

Aktionäre:
 Freefloat 69,5 %
 Hannover Finanz 10,6 %
 Setubal 9,9 %
 Dirk Roßmann 10,0 %
Termine:

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	4,6	28,3	4,9	0	5,1	0
EBIT	2,6	25,5	2,9	-17,2	3,1	-16,1
EPS	0,38	-34,2	0,38	-15,8	0,40	-15,0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 01.02.2012
 Analyst: Torsten Klingner
 +49 (0)40-309537-260
 tklingner@warburg-research.com

Abschreibungen verhindern Rekordergebnis

GBK hat vorläufige Zahlen für 2011 veröffentlicht.

GBK Beteiligungen 2011 vorläufig

Angaben in Mio. EUR	2011	2011e	2010	yoy
Erträge	5,9	6,0	4,2	40,5%
Jahresüberschuss	1,7	2,6	1,6	8,8%
EPS in EUR	0,25	0,38	0,23	8,7%

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

Die Gesamterträge konnten deutlich auf EUR 5,9 Mio. gesteigert werden, wobei EUR 3,3 Mio. (VJ 3,2 Mio. vor Sonderausschüttung) auf Ausschüttungen der Beteiligungen und EUR 2,6 Mio. (VJ EUR 0) aus einem Beteiligungsverkauf stammen.

Der Jahresüberschuss lag aufgrund von Abschreibungen unter der Schätzung. Dabei mussten insgesamt EUR 1,8 Mio. bei sechs Beteiligungen (WRe EUR 1 Mio.) abgeschrieben werden (Großteil im Druckbereich). Der operative Cash Flow dürfte hingegen einen Rekordwert von ca. EUR 4 erreicht haben.

Ausblick 2012: GBK hat das Beteiligungsportfolio in 2011 durch fünf neue Beteiligungen von EUR 25 Mio. auf EUR 30 Mio. ausgeweitet. Angesichts des 20%igen Anstiegs rechnen wir mit einem mindestens zweistelligen Anstieg der Beteiligungserträge (ohne Verkäufe) im laufenden Jahr. Vor dem Hintergrund des verbesserten Kapitalmarktumfeldes und der damit einhergehenden anziehenden Bewertungsniveaus rechnet Warburg Research mit mindestens einem profitablen Beteiligungsverkauf.

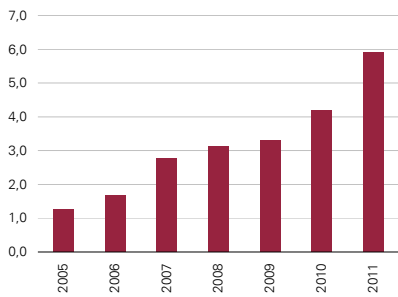
Im Vorjahr hat GBK mit einer großzügigen Dividende von EUR 0,25 je Aktie den gesamten Bilanzgewinn ausgeschüttet. GBK hatte bereits angekündigt eine Mindestdividende von EUR 0,10 je Aktie zahlen zu wollen, die bequem aus den Beteiligungserträgen ohne Verkäufe gezahlt werden kann. Angesichts des hohen Gewinns aus dem Beteiligungsverkauf dürfte die Dividende für 2011 deutlich über der Mindestdividende liegen (WRe EUR 0,20 je Aktie).

NAV: Der NAV wird mit dem Jahresabschluss im April veröffentlicht. Trotz der vorgenommenen Abschreibungen dürfte der NAV vor dem Hintergrund des profitablen Beteiligungsverkaufs und der antizyklischen Portfolioausweitung etwa auf dem Vorjahresniveau von EUR 8,13 je Aktie liegen. In 2012 wird nach der Portfoliovereinigung mit keinen weiteren Abschreibungen im Druckbereich gerechnet.

Die Kaufempfehlung wird mit einem Kursziel von EUR 7,30 bestätigt (Basis NAV).

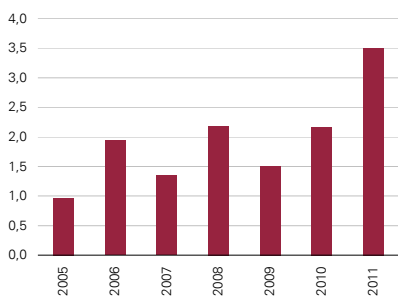
Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	2,8	3,1	3,3	4,2	5,9	4,9	5,1
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	63,5 %	13,1 %	5,5 %	27,2 %	41,1 %	-16,9 %	4,1 %
Rohertrag	2,8	3,1	3,3	4,2	5,9	4,9	5,1
<i>Rohertragsmarge</i>	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EBITDA	1,3	2,2	1,5	2,2	3,5	2,8	3,0
<i>EBITDA-Marge</i>	48,6 %	70,0 %	45,9 %	51,7 %	59,3 %	57,1 %	58,8 %
EBIT	-0,2	2,0	-0,1	1,3	3,2	2,4	2,6
<i>EBIT-Marge</i>	-9,0 %	64,0 %	-1,7 %	31,7 %	54,2 %	49,0 %	51,0 %
Jahresüberschuss	0,3	2,3	0,1	1,6	1,7	2,2	2,3
EPS	0,05	0,35	0,02	0,23	0,25	0,32	0,34
Free Cash Flow je Aktie	0,11	0,28	0,24	0,23	0,65	0,38	0,40
Dividende	0,15	0,22	0,10	0,25	0,20	0,20	0,20
<i>Dividendenrendite</i>	2,4 %	3,6 %	1,6 %	4,0 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
EV/Umsatz	10,9	9,6	9,1	7,2	5,2	6,6	6,4
EV/EBITDA	22,4	13,7	19,9	13,9	8,7	11,5	11,0
EV/EBIT	n.m.	15,0	n.m.	22,6	9,5	13,4	12,6
KGV	123,8	17,7	309,5	26,9	24,8	19,3	18,2
ROCE	-0,7 %	4,7 %	-0,1 %	3,2 %	7,6 %	5,7 %	6,0 %
Adj. Free Cash Flow Yield	4,5 %	7,3 %	5,0 %	7,2 %	11,5 %	8,7 %	9,1 %

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



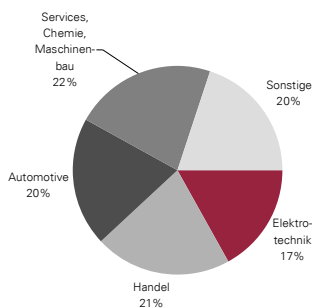
Quellen: GBK Beteiligungen AG

Entwicklung EBITDA
in EUR Mio.



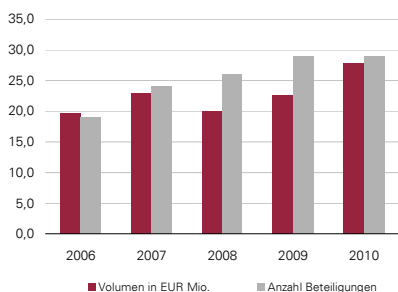
Quellen: GBK Beteiligungen AG

Portfolio nach Branchen
2010



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.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	2,8	3,1	3,3	4,2	5,9	4,9	5,1
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	2,8	3,1	3,3	4,2	5,9	4,9	5,1
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rohertrag	2,8	3,1	3,3	4,2	5,9	4,9	5,1
Personalaufwendungen	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	1,0	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,8	1,8	1,9	2,0	2,6	2,2	2,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1,3	2,2	1,5	2,2	3,5	2,8	3,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,6	0,2	1,6	0,8	0,3	0,4	0,4
EBITA	-0,2	2,0	-0,1	1,3	3,2	2,4	2,6
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	-0,2	2,0	-0,1	1,3	3,2	2,4	2,6
Zinserträge	0,6	0,8	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,6	0,8	0,2	0,3	-1,3	0,5	0,5
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,3	2,8	0,2	1,6	1,9	2,9	3,1
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,3	2,8	0,2	1,6	1,9	2,9	3,1
Steuern gesamt	0,0	0,4	0,0	0,1	0,2	0,7	0,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,3	2,3	0,1	1,6	1,7	2,2	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	0,3	2,3	0,1	1,6	1,7	2,2	2,3
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,3	2,3	0,1	1,6	1,7	2,2	2,3

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

Gewinn- und Verlustrechnung GBK

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
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	5,0 %	4,4 %	4,6 %	4,0 %	3,4 %	4,1 %	3,9 %
Sonstige betriebliche Erträge	18,7 %	32,7 %	9,5 %	3,6 %	6,8 %	6,1 %	5,9 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	65,1 %	58,3 %	59,0 %	47,9 %	44,1 %	44,9 %	43,1 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	48,6 %	70,0 %	45,9 %	51,7 %	59,3 %	57,1 %	58,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	57,6 %	6,0 %	47,7 %	20,0 %	5,1 %	8,2 %	7,8 %
EBITA	-9,0 %	64,0 %	-1,7 %	31,8 %	54,2 %	49,0 %	51,0 %
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	-9,0 %	64,0 %	-1,7 %	31,8 %	54,2 %	49,0 %	51,0 %
Zinserträge	21,0 %	25,3 %	7,4 %	7,2 %	8,5 %	10,2 %	9,8 %
Zinsaufwendungen	0,2 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	20,8 %	25,1 %	7,4 %	7,2 %	-22,0 %	10,2 %	9,8 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	11,8 %	89,2 %	5,6 %	38,9 %	32,2 %	59,2 %	60,8 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	11,8 %	89,2 %	5,6 %	38,9 %	32,2 %	59,2 %	60,8 %
Steuern gesamt	-0,4 %	14,1 %	1,4 %	1,3 %	3,2 %	14,8 %	15,2 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	12,2 %	75,1 %	4,3 %	37,6 %	29,0 %	44,4 %	45,6 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12,2 %	75,1 %	4,3 %	37,6 %	29,0 %	44,4 %	45,6 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	12,2 %	75,1 %	4,3 %	37,6 %	29,0 %	44,4 %	45,6 %

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

Bilanz GBK							
in EUR Mio.							
	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
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	20,3	23,2	25,0	27,8	27,9	30,5	32,1
Anlagevermögen	20,3	23,2	25,0	27,8	27,9	30,5	32,1
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	2,3	2,5	2,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Liquide Mittel	19,5	17,9	14,7	11,9	11,4	9,6	9,0
Umlaufvermögen	21,9	20,4	16,9	15,1	14,7	12,9	12,3
Bilanzsumme (Aktiva)	42,1	43,6	41,9	42,9	42,6	43,4	44,4
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8
Kapitalrücklage	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Gewinnrücklagen	2,1	2,5	3,3	4,2	4,3	5,1	6,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,2	2,2	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4
Buchwert	41,3	42,6	41,3	42,3	41,9	42,7	43,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	41,3	42,6	41,3	42,3	41,9	42,7	43,7
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rückstellungen gesamt	0,8	0,9	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
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	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten	0,8	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Bilanzsumme (Passiva)	42,1	43,6	41,9	42,9	42,6	43,4	44,4

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

Bilanz GBK							
in % der Bilanzsumme							
	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
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	48,1 %	53,3 %	59,6 %	64,8 %	65,5 %	70,3 %	72,3 %
Anlagevermögen	48,1 %	53,3 %	59,6 %	64,8 %	65,5 %	70,3 %	72,3 %
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	5,6 %	5,7 %	5,3 %	7,5 %	7,6 %	7,4 %	7,3 %
Liquide Mittel	46,3 %	41,1 %	35,2 %	27,7 %	26,8 %	22,2 %	20,3 %
Umlaufvermögen	51,9 %	46,7 %	40,5 %	35,3 %	34,4 %	29,7 %	27,6 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	80,2 %	77,4 %	80,6 %	78,7 %	79,2 %	77,8 %	76,0 %
Kapitalrücklage	10,2 %	9,8 %	10,2 %	10,0 %	10,0 %	9,8 %	9,6 %
Gewinnrücklagen	4,9 %	5,6 %	7,8 %	9,9 %	10,0 %	11,7 %	13,7 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,9 %	5,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,9 %	-0,9 %	-0,9 %
Buchwert	98,1 %	97,8 %	98,5 %	98,5 %	98,3 %	98,4 %	98,4 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	98,1 %	97,8 %	98,5 %	98,5 %	98,3 %	98,4 %	98,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Rückstellungen gesamt	1,9 %	2,1 %	1,3 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,5 %
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	0,0 %	0,1 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindlichkeiten	1,9 %	2,3 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,5 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung GBK

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,3	2,3	0,1	1,6	1,7	2,2	2,3
Abschreibung Anlagevermögen	1,6	0,2	1,6	0,8	0,3	0,4	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	0,0	-0,5	-0,3	0,0	2,4	0,0	0,0
Cash Flow	1,9	2,0	1,4	2,4	4,4	2,6	2,7
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,3	-0,1	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,2	-0,1	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	0,7	1,9	1,6	1,6	4,4	2,6	2,7
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	-1,6	-7,6	-4,9	-4,0	-2,2	-3,0	-2,0
Erlöse aus Anlageabgängen	2,6	5,1	1,6	0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	0,9	-2,5	-3,3	-3,7	-2,2	-3,0	-2,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,9	-1,0	-1,5	-0,7	-1,7	-1,4	-1,4
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	13,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	12,4	-1,0	-1,5	-0,7	-1,7	-1,4	-1,4
Veränderung liquide Mittel	14,0	-1,6	-3,2	-2,8	0,5	-1,8	-0,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	19,5	17,9	14,7	11,9	12,4	10,6	10,0

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

Kennzahlen GBK

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	51,4 %	30,0 %	54,1 %	48,3 %	40,7 %	42,9 %	41,2 %
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	-9,0 %	64,0 %	-1,7 %	31,7 %	54,2 %	49,0 %	51,0 %
EBITDA / Operating Assets	n.a.	-36350,0 %	-75500,0 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROA	1,7 %	10,1 %	0,6 %	5,7 %	6,1 %	7,1 %	7,2 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Operating Assets Turnover	n.a.	-519	-1.644	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Capital Employed Turnover	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kapitalverzinsung							
ROCE	-0,7 %	4,7 %	-0,1 %	3,2 %	7,6 %	5,7 %	6,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	3,8 %	5,2 %	3,6 %	5,2 %	8,3 %	6,6 %	6,9 %
ROE	0,8 %	5,5 %	0,3 %	3,7 %	4,1 %	5,1 %	5,3 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	1,0 %	5,6 %	0,3 %	3,8 %	4,1 %	5,1 %	5,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	1,0 %	5,6 %	0,3 %	3,8 %	4,1 %	5,1 %	5,4 %
ROIC	0,8 %	5,4 %	0,3 %	3,7 %	4,0 %	5,0 %	5,2 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-19,5	-17,9	-14,7	-11,9	-11,4	-9,7	-9,0
Net Gearing	-47,2 %	-42,0 %	-35,7 %	-28,2 %	-27,3 %	-22,6 %	-20,7 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	2428,6	363,9	169,5	1891,3	1831,6	1609,7	1531,6
Acid Test Ratio	26,9	20,6	26,1	22,1	21,4	18,8	17,9
EBITDA / Zinsaufwand	267,6	363,5	n.a.	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	0,7	1,9	1,6	1,6	4,4	2,6	2,7
Free Cash Flow / Umsatz	26,2 %	61,4 %	50,1 %	37,9 %	74,7 %	52,6 %	53,4 %
Adj. Free Cash Flow	1,3	2,2	1,5	2,2	3,5	2,8	3,0
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	48,8 %	55,7 %	44,6 %	50,4 %	56,1 %	42,3 %	43,6 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	213,9 %	81,8 %	1177,1 %	100,8 %	257,9 %	118,4 %	117,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,6 %	4,2 %	1,5 %	2,3 %	4,3 %	4,7 %	5,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	300,4 %	63,5 %	482,1 %	107,3 %	78,9 %	62,1 %	58,1 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	59,6 %	242,9 %	149,8 %	95,0 %	37,3 %	61,2 %	39,2 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	103,5 %	4067,7 %	314,3 %	475,7 %	733,3 %	750,0 %	500,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	38,9 %	48,9 %	48,6 %	48,0 %	40,7 %	49,0 %	47,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	n.a.	0,0 %	0,0 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Inventory processing period (Tage)	n.a.	52,1	52,1	52,1	52,1	52,1	52,1
Receivables collection period (Tage)	0,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Payables payment period (Tage)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	102	102	102	102	102	102
Bewertung							
Dividendenrendite	2,4 %	3,6 %	1,6 %	4,0 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
P/B	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/sales	10,9	9,6	9,1	7,2	5,2	6,6	6,4
EV/EBITDA	22,4	13,7	19,9	13,9	8,7	11,5	11,0
EV/EBIT	n.m.	15,0	n.m.	22,6	9,5	13,4	12,6
EV/FCF	41,6	15,7	18,2	18,9	6,9	12,5	12,1
P/E	123,8	17,7	309,5	26,9	24,8	19,3	18,2
P/CF	21,7	20,5	30,3	17,5	9,5	16,2	15,3
Adj. Free Cash Flow Yield	4,5 %	7,3 %	5,0 %	7,2 %	11,5 %	8,7 %	9,1 %

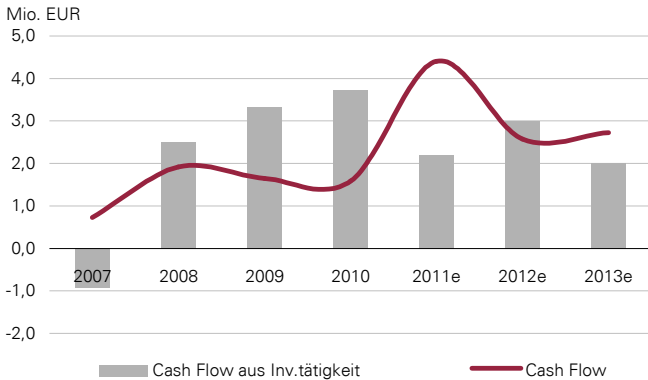
Quellen: GBK (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

GBK NAV

	NAV 2009	NAV 2010	NAV 2011e	NAV 2012e
in Tsd. EUR				
Beteiligungen	22,7	25,1	27,9	30,5
stille Reserven	7,5	14,3	14,0	14,0
Ausleihungen/Ford. an Beteiligungen	3,9	5,1	2,4	2,4
Sonstige Aktiva	0,6	0,8	0,8	0,8
Liquide Mittel	14,7	11,9	11,4	9,6
Dividende	-0,7	-1,7	-1,4	-1,4
Total Aktiva	48,8	55,6	55,2	56,0
Verbindlichkeiten	0,7	0,7	0,7	0,7
Buchwert	40,6	40,6	40,5	41,4
Buchwert je Aktie	6,02	6,01	6,01	6,13
NAV	48,1	54,9	54,5	55,4
NAV pro Aktie	7,13	8,13	8,08	8,20
NAV mit Liquidations-Abschlag			7,20	7,32

Quelle: Warburg Research, GBK

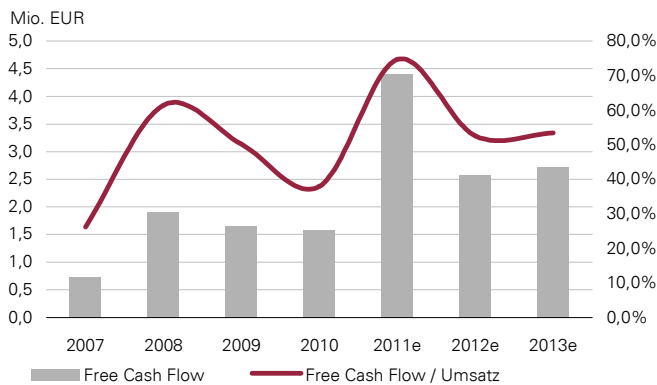
Investitionen und Cash Flow - GBK Beteiligungen AG



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

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

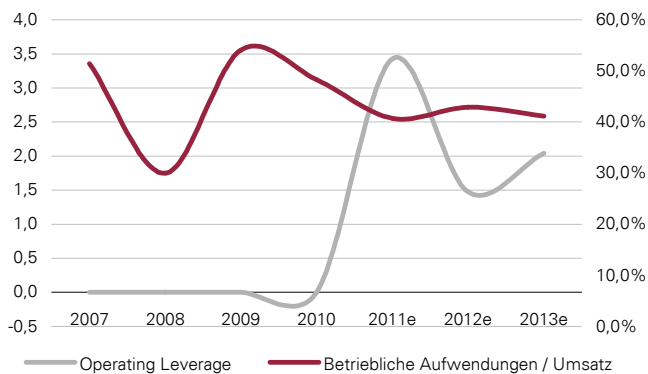
Free Cash Flow Generation - GBK Beteiligungen AG



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

- stabiler FCF durch hohe Portfoliodiversifizierung
- Portfolioaufbau treibt Cash Flow

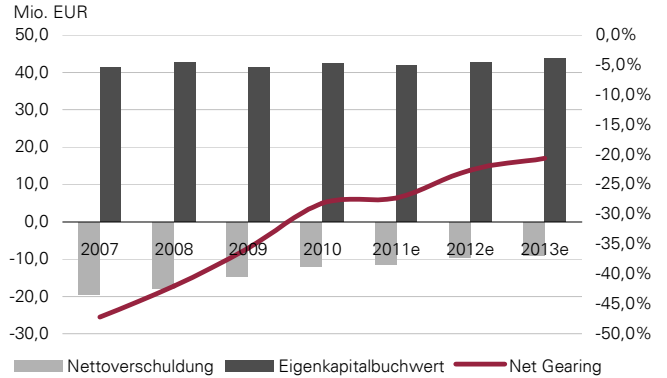
Operating Leverage - GBK Beteiligungen AG



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

- OL durch Veräußerungsgewinne und Abschreibungen verzerrt

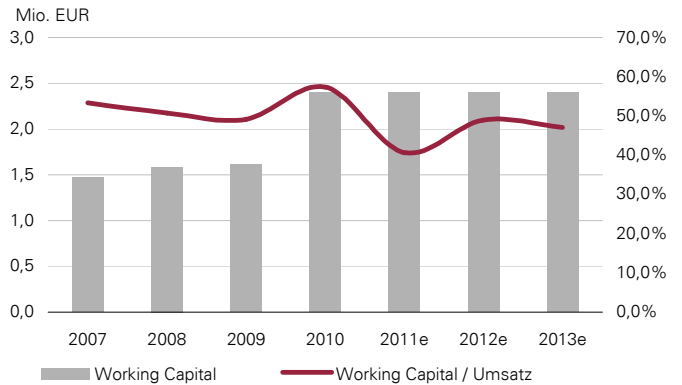
Bilanzqualität - GBK Beteiligungen AG



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

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

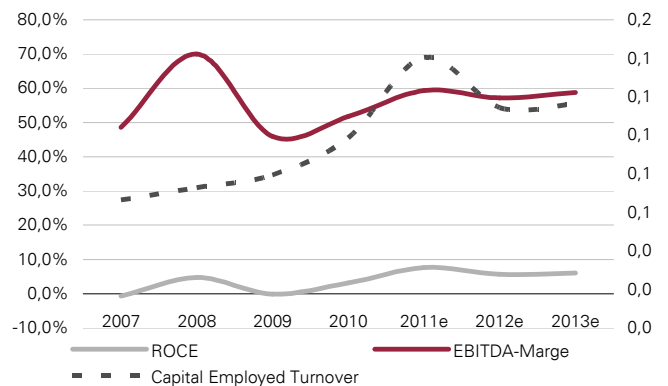
Working Capital - GBK Beteiligungen AG



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.

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.

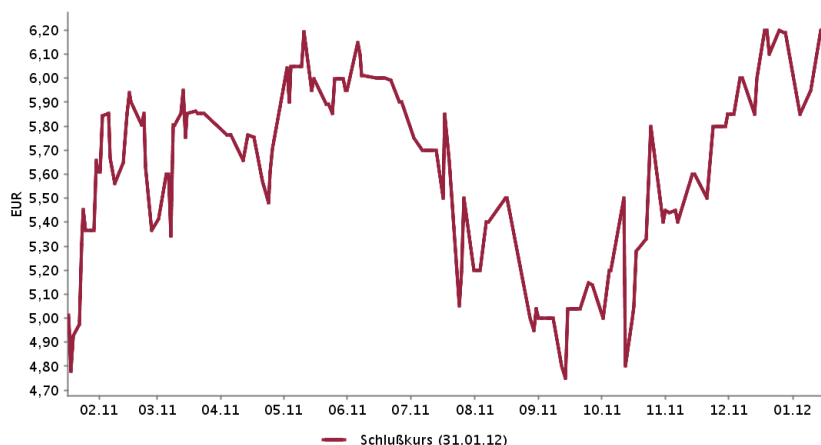
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	129	72%
Halten	43	24%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	179	

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	93	72%
Halten	32	25%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	2	2%
Gesamt	130	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
GBK Beteiligungen AG am 01.02.12**



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
 Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Malte Räter	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com		
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com
 Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO
1798

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Philippe Lorrain Equity Sales	+49 40 3282-2664 plorrain@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
		Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com