



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research



**Marktsegment: Freiverkehr
Branche: Klavierbau**

INVESTMENT RESEARCH

31. OKTOBER 2005

Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenskonflikten und die Haftungserklärung am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

C. BECHSTEIN PIANOFORTEFABRIK AG ⁴⁾

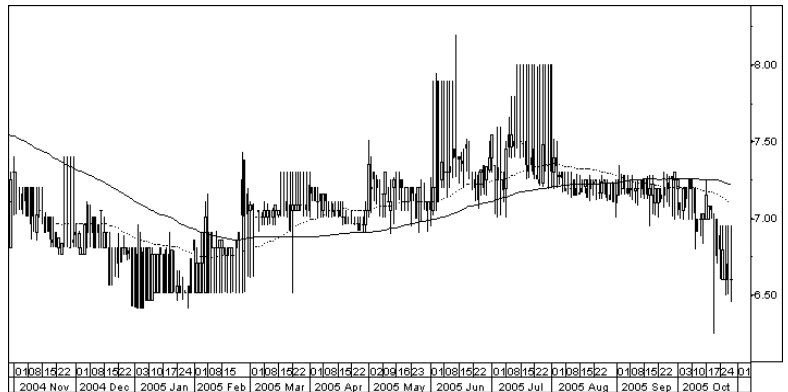
**Kaufen
vorher: -**

Ereignis:

Zwischenbericht per 30.09.2005

Einschätzung:

Kaufen



IR	3	2	2
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Ersteller: Robert Schramm (Analyst)

C. Bechstein Pianofortefabrik AG

- ⇒ **In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres stieg der Umsatz um 8,4% auf 19,3 (17,8) Mio. Euro und liegt nach einem starken dritten Quartal wieder im Rahmen unserer Erwartungen**
- ⇒ **Das EBIT der ersten neun Monate stieg trotz außerordentlicher Belastungen aus der im Juli abgeschlossenen Kapitalerhöhung sowie einem zum Halbjahr eingeleiteten Personalabbau um 9,2% auf 0,7 (0,6) Mio. Euro**
- ⇒ **Das Management bekräftigt den Ausblick auf das Gesamtjahr (Umsatz + 10%), wir behalten unsere Umsatz- und Ergebnisprognose 2005e bei, erhöhen jedoch unsere Ergebnisprognose 2006e leicht unter Herabsetzung der Umsatzschätzung**
- ⇒ **Wir votieren unverändert mit Kaufen bei einem Kursziel von 10,00 Euro**

C. Bechstein Pianofortefabrik AG		Klavierbau		Performance					
Land	GE	Geschäftsjahr	31. Dez	Rel. 1 Monat	-4,5				
Aktienanzahl	1,929	www.bechstein.de		Rel. 3 Monate	-9,1				
Ø Tagesumsatz	5.479	Letzte Dividende	0,30 Euro	Rel. 6 Monate	-17,9				
ISIN	DE0005198006	Zahltag Dividende	04.07.2005	Rel. 12 Monate	-21,6				
Kurs (Frankfurt)	6,60 Euro	Marktkapt. Mio. Euro	12,7	Beta	0,39				
28.10.05 16:00 Uhr		Währung	EUR	Volatilität (60 Tage)	18,8				
52W Hoch	8,19	Datum	28.06.2004	keine Indexzugehörigkeit					
52W Tief	6,25	Datum	20.10.2005						
Aktionäre:	Samick Musical Corp., Südkorea 38,8%; Streubesitz 61,2%								
Beteiligungen:	C. Bechstein Finanzservice GmbH (100%); C. Bechstein CZ s.r.o. (100%); C. Bechstein Center Nederland B.V. (100%), C. Bechstein Center Münster GmbH i.G. (51%)								
Gj	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGv	EV/Umsatz 06e:	0,50	
2003	23,5	2,0	1,4	1,4	1,11	5,7	EV/EBIT 06e:	4,92	
2004	25,6	1,7	1,0	1,0	0,66	11,2	Div-Rendite 05e:	4,5%	
2005e	28,1	2,3	1,7	1,4	0,85	7,7	CAGR Umsatz 03-06e:	9,6%	
2006e	30,9	3,1	2,4	2,0	1,03	6,4	CAGR JÜ 03-06e:	11,7%	
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGvs auf Jahresdurchschnittskursen								RL:	HGB

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

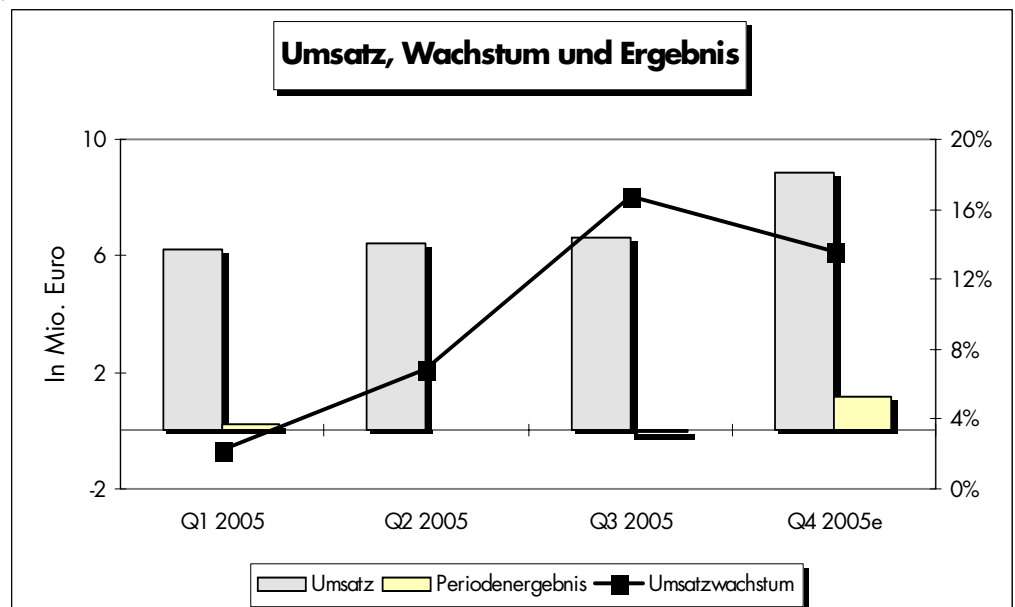
Drittes Quartal 2005 - Umsatzentwicklung

Umsatz nach neun Monaten im Rahmen unserer Erwartung

Am 27.10.2005 veröffentlichte die C. Bechstein Pianofortefabrik AG den Bericht über die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres. Danach stieg der Umsatz um 8,4% auf 19,3 (17,8) Mio. Euro. Mit den Zahlen nach neun Monaten liegt das Unternehmen nach zwei etwas hinter unseren Erwartungen zurückgebliebenen Quartalen wieder im Rahmen unserer Erwartungen für das Gesamtjahr 2005e. Deutlich wird das bei einer quartalsweisen Betrachtungsweise der Geschäftsentwicklung. Danach stieg der Umsatz im dritten Quartal um knapp 17% gegenüber dem Vorjahr auf 6,6 (5,7) Mio. Euro. Für das vierte Quartal des aktuellen Geschäftsjahres erwarten wir Umsätze von 8,9 Mio. Euro. Das impliziert einen Umsatzanteil am Gesamtjahr von etwa 32%. Traditionell ist das vierte Quartal mit einem Umsatzanteil von bis zu 35% das saisonal stärkste Quartal. Außerdem kündigte das Unternehmen auf Grund der Auftragslage für 2006 einen Bestandsaufbau im vierten Quartal an. Wir rechnen mit einer Größenordnung von 0,4 Mio. Euro.

Quartalsbetrachtung				
	Q1 2005	Q2 2005	Q3 2005	Q4 2005e
Umsatz	6,2	6,4	6,6	8,9
Periodenergebnis	0,2	0,0	0,0	1,2
Umsatzwachstum	2,3%	6,8%	16,7%	13,6%

Quelle: Independent Research; C. Bechstein Pianofortefabrik AG



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Drittes Quartal 2005 - Umsatzentwicklung

9M Nettoergebnis stieg um 27%

Auch in der Ergebnisentwicklung zeigt sich der große Einfluss des vierten Quartals auf das Gesamtjahr. In den ersten neun Monaten erzielte die C. Bechstein Pianofortefabrik AG ein EBIT von 0,7 (0,6) Mio. Euro. Das entspricht einer EBIT-Marge von 3,6%. Überproportional war die Steigerung des Nettoergebnisses um 27% auf 0,24 (0,19) Mio. Euro. Durch die erhöhte Aktienzahl nach der Kapitalerhöhung verblieb das Ergebnis je Aktie auf dem Niveau des Vorjahres bei 0,12 Euro.

Übersicht der Ergebnisse der ersten neun Monate			
In Mio. Euro	30.09.2005	30.09.2004	Veränderung
Verkaufte Klaviere (Eigenbau)	1.162	1.178	-14%
Verkaufte Flügel (Eigenbau)	301	213	413%
Verkaufte Handelsware	2.003	1.849	8,3%
Umsatz	19,3	17,8	8,4%
EBIT	0,7	0,6	9,2%
EBIT-Marge	3,6%	3,6%	0,0%
Periodenergebnis	0,24	0,19	26,9%
Aktienanzahl	1,9	1,5	415%
Ergebnis pro Aktie (In Euro)	0,12	0,12	0,0%

Quelle: Independent Research; C. Bechstein Pianofortefabrik AG

Positives EBIT trotz außerordentlichem Aufwand

Sehr gut entwickelte sich der Absatz von Flügeln im dritten Quartal. Es konnten 107 Instrumente gegenüber 19 im Vorjahr abgesetzt werden. Da Flügel mit einer erheblich höheren Rohmarge als Klaviere verkauft werden können, entwickelte sich auch, ebenso wie durch die erhöhten Deckungsbeiträge, das Ergebnis im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr positiv. Das EBIT war trotz negativer Bestandsveränderungen und außerordentlicher Belastungen durch die Kapitalerhöhung und den zum Halbjahr begonnenen Personalabbau mit 0,1 (-0,2) Mio. Euro positiv. Das Nettoergebnis des dritten Quartals war ausgeglichen.

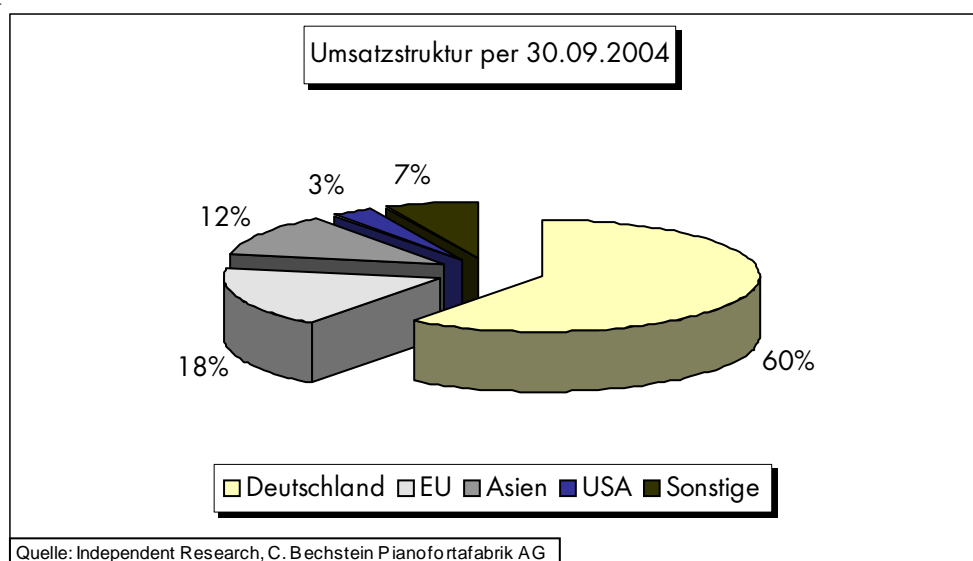
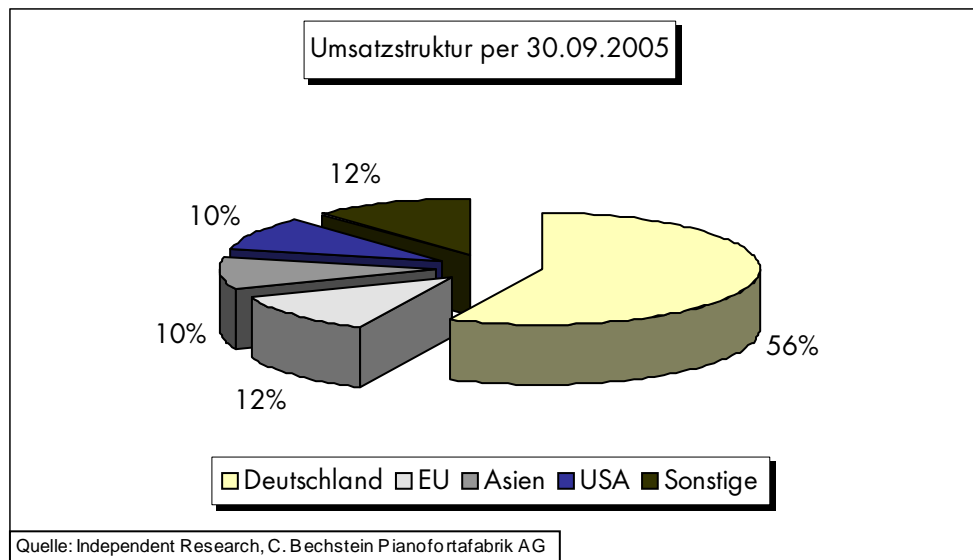
Übersicht der Ergebnisse des dritten Quartals			
In Mio. Euro	Q3 2005	Q3 2004	Veränderung
Verkaufte Klaviere (Eigenbau)	460	377	22,0%
Verkaufte Flügel (Eigenbau)	107	19	463,2%
Verkaufte Handelsware	798	638	25,1%
Umsatz	6,6	5,7	16,7%
EBIT	0,1	-0,2	
EBIT-Marge	1,8%	-2,8%	4,6%
Periodenergebnis	-0,02	-0,33	
Ergebnis pro Aktie (In Euro)	-0,01	-0,22	20,7%

Quelle: Independent Research; C. Bechstein Pianofortefabrik AG

Drittes Quartal 2005 - Geographische Diversifikation

Weiteres Wachstum, besonders im Export

Die Umsatzaufspaltung nach Regionen zeigt wie bereits zum Halbjahr eine Steigerung des Umsatzanteils der USA und den unter Sonstiges aufgeführten Länder Osteuropas einschließlich Russland. Treiber des Wachstums in den USA sind vor allem Flügel aus Eigenproduktion. Erkennbar wird das aus dem durchschnittlichen Instrumentenverkaufspreis, der für die USA bei 16.991 Euro liegt. In deutschen Heimatmarkt beträgt der Durchschnittspreis circa ein Viertel des US-Betrages. Insgesamt sank der Anteil des Inlands am Gesamtumsatz von 60% auf 56%. Die Inlandsumsätze blieben gegenüber dem Vorjahreszeitraum mit 11,0 (10,6) Mio. Euro relativ stabil, während die Auslandsumsätze um 16,5% auf 8,3 (7,1) Mio. Euro zulegen konnten. Auch für das nächste Jahr dürfte der Export der Wachstumstreiber bleiben.



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Anpassung unserer Prognosen

Ergebnisprognosen 2005e weitgehend unverändert

Da die Kapitalerhöhung erst im Juli abgeschlossen wurde, sind die bilanziellen Effekte erst im vorgelegten Zwischenbericht zum 30.09.2005 ersichtlich geworden. Außerdem hat sich die Visibilität der Geschäftsentwicklung für das Gesamtjahr deutlich erhöht. Zusätzlich wurde zum Halbjahr ein Personalabbau in der Fertigung in Seiffenndorf begonnen, der zum Jahresende abgeschlossen sein wird. Aus diesen Gründen passen wir unter Beibehaltung der Umsatzprognose unsere Prognosen für die einzelnen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung für das Jahr 2005e an. Die Ergebniszahlen sind durch die Änderungen per saldo nahezu unbeeinflusst. Auch für das Jahr 2006e führen wir die Anpassungen der Einzelpositionen fort, jedoch unter der Prämisse eines Umsatzwachstums von 10% (alt: 15%). Es ergibt sich eine leichte Verbesserung der EBIT-Prognose, unter Berücksichtigung einer höheren Steuerquote jedoch ein leicht sinkendes Nettoergebnis.

Ergebnisprognosen 2006e leicht angehoben

Die Veränderungen betreffen insbesondere die Materialaufwandsquote, welche durch den erhöhten Anteil von Umsatz mit Handelsware etwas negativ beeinflusst ist sowie den Personalaufwand. Wir gehen nunmehr von einem Jahresdurchschnitt von 230 (alt: 243) Mitarbeitern in 2005e und 205 (alt: 248) Mitarbeitern in 2006e aus. Die Senkung der Mitarbeiterzahl und damit des Personalaufwands ergibt sich aus dem verstärktem Fremdbezug von Kleinteilen. Die Fertigungstiefe wird dadurch aber nur unwesentlich verringert und es wird kein Know-how aufgegeben.

Veränderung unserer Prognosen

In Mio. Euro	2005e (neu)	2005e (alt)	Veränderung	2006e (neu)	2006e (alt)	Veränderung
Umsatz	28,1	28,1	0,0%	30,9	32,3	-4,3%
Gesamtleistung	29,3	29,4	-0,3%	31,7	33,5	-5,3%
EBITDA	3,7	3,7	0,9%	4,5	4,3	4,4%
EBIT	2,3	2,3	1,5%	3,1	3,0	6,1%
Jahresüberschuss	1,4	1,4	0,8%	2,0	2,1	-3,9%
Ergebnis pro Aktie (In Euro)	0,85	0,85	0,8%	1,03	1,07	-3,9%

Quelle: Independent Research

Gewinn- und Verlustrechnung							
Einheit :	Mio. Euro						
Geschäftsjahresende :	31.12.	2001	2002	2003	2004	2005e	2006e
Rechnungslegungsstandard :	HGB						
1. Umsatzerlöse		20,8	20,3	23,5	25,6	28,1	30,9
Veränderung ggü. Vorjahr		5,9%	-2,7%	16,1%	8,7%	10,0%	10,0%
2. Bestandsveränderungen		1,1	2,0	1,1	0,2	0,4	0,0
3. Andere aktivierte Eigenleistungen		0,1	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8
4. Gesamtleistung		22,0	22,6	25,2	26,5	29,3	31,7
5. Materialaufwand		-10,1	-10,7	-12,2	-10,9	-12,6	-13,5
in % Gesamtleistung		-45,8%	-47,4%	-48,1%	-41,2%	-43,0%	-42,5%
6. Bruttoergebnis vom Umsatz		11,9	11,9	13,1	15,6	16,7	18,2
in % Gesamtleistung		54,2%	52,6%	51,9%	58,8%	57,0%	57,5%
7. Personalaufwand		-6,4	-6,8	-8,0	-8,1	-8,6	-8,6
in % Gesamtleistung		-29,2%	-29,9%	-31,6%	-30,5%	-29,2%	-27,0%
8. Sonstige betriebliche Aufwendungen		-3,3	-3,3	-4,9	-5,0	-4,9	-5,6
in % Gesamtleistung		-15,0%	-14,5%	-19,4%	-18,8%	-16,7%	-17,6%
9. Sonstige Erträge		0,5	0,7	3,2	0,6	0,5	0,4
in % Gesamtleistung		2,2%	3,2%	12,6%	2,4%	1,7%	1,3%
10. EBITDA		2,7	2,6	3,4	3,2	3,7	4,5
in % Gesamtleistung		12,2%	11,4%	13,4%	11,9%	12,7%	14,2%
11. Abschreibungen		-1,0	-1,1	-1,4	-1,5	-1,4	-1,4
in % Gesamtleistung		-4,3%	-4,7%	-5,3%	-5,5%	-4,8%	-4,3%
12. EBIT		1,7	1,5	2,0	1,7	2,3	3,1
in % Gesamtleistung		7,8%	6,7%	8,1%	6,4%	8,0%	9,9%
13. Erträge aus Wertpapieren des Finanzanlagevermögens		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % Gesamtleistung		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
14. Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge		0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
in % Gesamtleistung		0,6%	1,0%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%
15. Aufwendungen aus Verlustübernahme		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % Gesamtleistung		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
16. Zinsen und ähnliche Aufwendungen		-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
in % Gesamtleistung		-2,3%	-2,4%	-2,8%	-2,7%	-2,4%	-2,2%
17. Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit		1,4	1,2	1,4	1,0	1,7	2,4
in % Gesamtleistung		6,2%	5,3%	5,7%	3,9%	5,6%	7,7%
18. Steuern vom Einkommen und Ertrag		0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,4
in % EBT		-	-	-	-0,7%	-11,9%	-17,7%
19. Latente Steuern und sonstige Steuern		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
20. Jahresüberschuss/ -fehlbetrag		1,3	1,2	1,4	1,0	1,4	2,0
in % Gesamtleistung		6,1%	5,3%	5,6%	3,8%	4,9%	6,3%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)		1,286	1,286	1,286	1,514	1,687	1,929
Ergebnis je Aktie in Euro		1,05	0,93	1,11	0,66	0,85	1,03
Dividende je Aktie in Euro		0,40	0,40	0,30	0,30	0,30	0,40
Mitarbeiteranzahl (im Jahresdurchschnitt)		227	231	248	238	230	205

Quelle: Independent Research; C. Bechstein Pianoortefabrik AG

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Kapitalflussrechnung							
Einheit :	Mio. Euro	2001	2002	2003	2004	2005e	2006e
Geschäftsjahresende :	31.12.						
Rechnungslegungsstandard :	HGB						
Periodenergebnis		1,3	1,2	1,4	1,0	1,4	2,0
Abschreibungen auf Gegenstände des AV		0,9	1,0	1,4	1,5	1,4	1,4
Abnahme (Zunahme) der Rückstellungen		0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,0
Erträge und Aufwendungen Bilanzierungshilfe		0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zunahme (Abnahme) des Sonderpostens Zuwendungen		-0,2	-0,3	-1,7	0,0	0,0	0,0
Gewinn (Verlust) aus Anlageabgängen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abnahme (Zunahme) der Vorräte, Forderungen aus L/L usw.		-2,7	-3,3	0,9	-3,6	-2,0	-2,2
Zunahme (Abnahme) der Verbindlichkeiten aus L/L usw.		-2,3	2,2	0,8	2,4	-2,8	1,6
I. Cash flow aus laufender Geschäftstätigkeit		-2,9	0,8	3,0	1,2	-1,9	2,8
Investitionen in Sachanlagen		-1,0	-2,1	-2,6	-0,7	-0,2	-0,7
Investitionen in immaterielle Anlagen		0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Investitionen in Finanzanlagen		0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	0,0
Einzahlungen aus Abgängen des Sachanlagevermögens		0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Anlageabgänge zu Buchwerten		0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Cash flow aus Investitionstätigkeit		-1,0	-2,1	-3,0	-1,0	-0,7	-0,8
Einzahlung aus Kapitalerhöhung		0,5	0,0	0,0	1,6	2,9	0,0
Auszahlungen für Dividenden		-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6
Einzahlungen aus der Aufnahme von Krediten		3,7	1,3	1,6	1,2	0,0	0,6
Auszahlungen aus der Tilgung von Krediten		0,0	0,0	-0,7	-0,8	-1,5	-0,8
Investitionszuwendungen		0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Cash flow aus Finanzierungstätigkeit		3,8	1,2	0,4	1,7	0,9	-0,8
Zahlungswirksame Veränderung der Finanzmittelfonds		-0,1	0,0	0,4	1,8	-1,6	1,2
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode		0,2	0,1	0,1	0,5	2,3	0,7
IV. Finanzmittelfonds am Ende der Periode		0,1	0,1	0,5	2,3	0,7	2,0

Quelle: Independent Research; C. Bechstein Piano fortefabrik AG

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Bilanz							
Einheit :	Mio. Euro						
Geschäftsjahresende :	31.12.	2001	2002	2003	2004	2005e	2006e
Rechnungslegungsstandard :	HGB						
Aktiva							
Aufwendungen zur Erweiterung und Ingangsetzung des Betriebs		0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen		7,9	9,0	12,1	12,3	11,6	11,0
I. Immaterielle Vermögensgegenstände		0,0	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3
II. Sachanlagen		7,8	8,6	11,3	11,3	10,2	9,6
III. Finanzanlagen		0,1	0,2	0,3	0,7	1,1	1,1
Umlaufvermögen		12,8	15,9	13,9	18,7	19,2	22,6
I. Vorräte		7,3	10,3	10,1	11,4	12,2	13,1
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		5,3	5,5	3,3	5,0	6,2	7,6
III. Kassenbestand		0,1	0,1	0,5	2,3	0,7	2,0
IV. Wertpapiere		0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten		0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1
Bilanzsumme		20,9	25,2	26,4	31,3	30,8	33,7
Passiva							
Sonderposten für Zuwendungen		1,5	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital		9,6	10,3	11,2	13,4	17,3	18,7
I. Gezeichnetes Kapital		3,9	3,9	3,9	4,5	5,8	5,8
II. Kapitalrücklage		2,9	2,9	2,9	3,8	5,5	5,5
III. Gewinnrücklagen		1,9	2,3	3,0	4,1	4,6	5,5
IV. Jahresüberschuss		0,9	1,2	1,4	1,0	1,4	2,0
Rückstellungen		1,4	1,4	1,6	1,5	1,4	1,4
Verbindlichkeiten		8,3	11,9	13,6	16,4	12,2	13,6
I. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten		7,0	8,3	9,3	9,7	8,2	8,0
II. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen		0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
III. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		0,7	2,1	1,9	1,7	1,4	1,6
IV. Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen		0,0	0,0	0,0	2,4	0,8	1,7
V. Sonstige Verbindlichkeiten		0,7	1,4	2,4	2,5	1,7	2,2
Bilanzsumme		20,9	25,2	26,4	31,3	30,8	33,7
Quelle: Independent Research; C. Bechstein Pianofortefabrik AG							

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

BEWERTUNGBewertung über DCF-Modell

Die Unternehmensbewertung erfolgt wie in den bisherigen Studien über ein Discounted Cash Flow (DCF)-Modell. Dabei werden folgende Annahmen unterstellt:

Der risikofreie Zins wird mit 4,0% angegeben. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 7,0%, auf das Fremdkapital auf 4,0%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,3. Die langfristige Bilanzstruktur wird mit 70% Eigenkapital und 30% Fremdkapital angegeben. Die Eigenkapital-Quote zum Ende des dritten Quartals 2005 betrug 54,1% und spiegelt die Effekte der Kapitalerhöhung wider. Aus diesen Prämissen ergibt sich ein Weighted average cost of capital von 10,68%.

DCF-Modell										
in Mio. Euro	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	28,1	30,9	34,0	37,4	41,2	45,3	47,6	49,9	52,4	55,1
Wachstum Umsatz	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	8,0%	9,9%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
EBIT	2,3	3,1	3,2	3,6	3,9	4,3	4,5	4,7	5,0	5,2
- Ertragssteuern	-0,2	-0,4	-1,2	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9
+ Abschreibungen	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Operativer Brutto Cash-Flow	3,4	4,1	3,4	3,8	4,1	4,5	4,8	5,0	5,3	5,5
-/+ Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen	-4,8	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-0,7	-0,8	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1
Free Cash-Flow	-2,0	2,7	1,8	2,0	2,2	2,5	2,6	2,7	2,9	3,1
Barwerte	-2,0	2,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2
Summe Barwerte	11,1									
Terminalwert	11,0									
										in % vom Gesamtwert : 50%
Wert des operativen Geschäfts	22,1									
+ Überschüssige liquide Mittel	0,3									
- Zinstragendes Fremdkapital	-3,0									
Marktwert Eigenkapital	19,4									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	19									
Kurs in Euro	10,06									
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	70%	Fremdkapital:	30%	
Risikofreie Rendite:	4,00%	Beta:	1,30	Risikoprämie FK:	4,00%
		Risikoprämie:	7,00%	Tax-Shield:	37,00%
		Zins EK:	13,10%	Zins FK:	5,04%
Wachstumsrate FCF:	0,0%	WACC:	10,68%	Datum:	28.10.2005

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fairer Wert von 10,06 Euro

Auf Basis unserer angepassten Gewinn- und Verlust- sowie der Kapitalflussrechnung und der Bilanz schätzen wir die Periode bis 2006e im Detail. In Phase III des Modells gehen wir von keinem weiteren Wachstum des Free Cash Flow (FCF) aus. Ausgehend von dem vorliegenden Zwischenbericht und unseren Prognosen haben wir Anpassungen im Modell vorgenommen. Unter Berücksichtigung dieser Annahmen ergibt sich zum Modellierungszeitpunkt ein Marktwert des Eigenkapitals von 19,4 (alt: 22,6) Mio. Euro. Bei einer nunmehr auf 1,929 Mio. Stück erhöhten Aktienanzahl entspricht das einem Kurs je Aktie von 10,06 (alt: 11,71) Euro.

FAZITErhöhung der erwarteten Ergebnismargen

Die vorgelegten Zahlen bestätigen uns in den bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr. Die Strategie der Absatzsicherung im Inland durch den Aufbau eigener Centren und das Wachstum des Exports in die Zielländer erweist sich als erfolgreich. Für 2006e reduzieren wir zwar die Umsatzschätzung von +15% auf +10%, erwarten jedoch deutlich höhere Ergebnismargen auf Grund der Verschiebung des Produktmix, Anpassungen in der Personalstruktur sowie dem Wegfall von außerordentlichen Aufwendungen des Geschäftsjahres 2005.

Kursziel 10,00 Euro

Unser DCF-Modell ergibt unter Einbeziehung der erläuterten Anpassungen einen fairen Wert je Aktie von 10,06 Euro. Unterstützt wird unsere Einschätzung des Potenzials der Aktie der C. Bechstein Pianofortefabrik AG durch einen für 2005e errechneten Buchwert je Aktie von 8,97 Euro und ein KGV 2006e von 6,4. Auch anhand dieser beiden Bewertungsmethoden zeigt sich eine deutliche Diskrepanz zwischen aktuellem Börsenwert und fairem Wert der Aktie. Die jüngsten Kursabschläge sind nicht fundamental begründet. Wir votieren weiterhin mit Kaufen und einem unveränderten Kursziel von 10,00 Euro.

Ausgewählte Kennzahlen						
In Mio. Euro	2001	2002	2003	2004	2005e	2006e
Eigenkapital	9,6	10,3	11,2	13,4	17,3	18,7
Bilanzsumme	20,9	25,2	26,4	31,3	30,8	33,7
Eigenkapitalquote	46,0%	40,9%	42,5%	42,9%	56,2%	55,6%
Eigenkapitalrentabilität	14,0%	11,6%	12,7%	7,5%	8,3%	10,6%
Umsatz je Mitarbeiter (in TEuro)	91,7	87,7	94,8	107,4	122,3	150,9
EBIT pro Mitarbeiter (in TEuro)	7,6	6,6	8,2	7,2	10,2	15,3
EV/Umsatz	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBIT	9,0	10,2	7,6	9,0	6,6	4,9
KGV	6,3	7,1	6,0	10,0	7,7	6,4
Buchwert je Aktie	4,98	5,33	5,81	6,95	8,97	9,70
KBV	1,3	1,2	1,1	0,9	0,7	0,7
Dividendenrendite	6,06%	6,06%	4,55%	4,55%	4,55%	6,06%

Quelle: Independent Research

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 20% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 20% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 20% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 20% aufweisen.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliot-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG (<http://www.bafin.de>).

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 31.10.2005

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen


- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen C. Bechstein Pianofortefabrik AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 31.10.2005

**Independent Research GmbH
Staufenstr. 46
60323 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

 Independent Research

Staufenstrasse 46
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de