



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research



**C. BECHSTEIN**

PIANOFORTEFABRIK AG



**Marktsegment: Open Market  
Branche: Klavierbau**

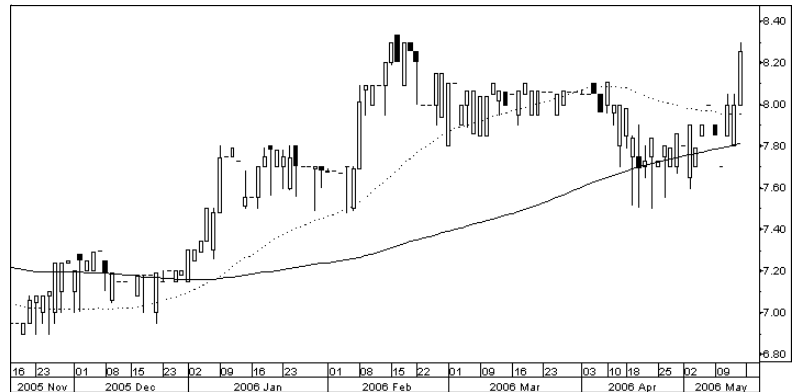
**Update**

**16. Mai 2006**

**Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz 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 Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.**

**C. BECHSTEIN PIANOFORTEFABRIK AG 4)**Kaufen  
vorher: -**Ereignis:**Geschäftsbericht 2005  
Bericht Q1 2006**Einschätzung:**

Kaufen (-)



<b>IR</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

**Ersteller:** Robert Schramm (Analyst)

- ⇒ **Am 13.04.2006 legte Bechstein den Geschäftsbericht 2005 vor, die Ergebnisse lagen leicht unter unseren Erwartungen und dokumentieren einen klaren Trend zu preiswerten Instrumenten**
- ⇒ **Diese Entwicklung ist auch in den Q1-Zahlen vom 24.04.2006 sichtbar und veranlasst uns, die Umsatzprognose für 2006e zu senken; gleichzeitig heben wir jedoch unsere Margenerwartungen an und erweitern unsere Detailprognosen bis 2008e**
- ⇒ **Die Strategie von Bechstein (Absatzsicherung im Inland, Rückführung des Leverage, operative Effizienzsteigerungen) analysieren wir - auch quantitativ - als klar wertsteigernd**
- ⇒ **Wir votieren weiterhin mit Kaufen bei einem unveränderten Kursziel von 10 Euro**

<b>C. Bechstein Pianofortefabrik AG</b>		<b>Klavierbau</b>		<b>Performance</b>				
Land	GE	Geschäftsjahr	31. Dez	Rel. 1 Monat	4,2			
Aktienanzahl	1,929	www.bechstein.de		Rel. 3 Monate	-2,2			
Ø Tagesumsatz	1.685	Letzte Dividende	0,30 Euro	Rel. 6 Monate	3,6			
ISIN	DE0005198006	Zahltag Dividende	04.07.2005	Rel. 12 Monate	-17,0			
Kurs (Xetra)	8,25 Euro	Marktkapt. Mio. Euro	15,9	Beta	n/a			
15.05.06 17:35	Uhr	Währung	EUR	Volatilität (60 Tage)	18,7			
52W Hoch	8,33	Datum	28.06.2004	keine Indexzugehörigkeit				
52W Tief	6,25	Datum	20.10.2005					
Aktionäre:	Schulze/Küpper 25%; Samick Musical Corp., Südkorea 19,5%; Streubesitz 55,5%							
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 (51%); Berlin Bechstein Piano (Shanghai) Co. Ltd., Shanghai, China (10%)							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 07e:	0,5
2004	25,6	1,7	1,0	1,0	0,66	10,6	EV/EBIT 07e:	4,3
2005	27,6	1,8	1,3	1,2	0,70	11,1	Div-Rendite 06e:	3,6%
2006e	29,9	2,7	2,3	1,9	1,01	8,2	CAGR Umsatz 04-07e:	7,8%
2007e	32,0	3,4	2,9	2,4	1,25	6,6	CAGR JÜ 04-07e:	33,8%
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresschlusskursen								RL: HGB

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

# Inhaltsverzeichnis

SWOT-ANALYSE	4
DAS GESCHÄFTSJAHR 2005 UND Q1 2006	
Viertes Quartal 2005	8
Gesamtjahr 2005	8
Erstes Quartal 2006	9
STRATEGIE	
Marke und Produktpalette	11
Absatzsicherung im Inland	11
Erhöhung der Exportquote	12
Internationale Beschaffung und deutsche Fertigung	13
PROGNOSEN 2006e-2008e	14
BEWERTUNG	19
FAZIT	21

## SWOT-ANALYSE

### Stärken

- ⇒ Hoher Bekanntheitsgrad des Markennamens
  - ⇒ Gründung 1873, hohe nationale und internationale Bekanntheit
  - ⇒ Resonanz von bekanntester Instanz, unter anderem Berliner Philharmonie
  - ⇒ Stabile Kundenbasis von Musikliebhabern
  - ⇒ Langfristige Assoziation der Marke mit hochwertiger Qualität durch umfangreiche Investitionen in die eigene Produktion in Seiffhennersdorf gesichert
  
- ⇒ Diversifizierte Produktpalette
  - ⇒ Sechs Produktlinien (von Einsteiger- bis Premiumklasse) sprechen alle Käuferschichten an (Komplettanbieterstrategie)
  - ⇒ Neue Produktlinie der Oberklasse Bechstein Academy seit 2005
  - ⇒ Diversifiziertes Sortiment reduziert Volatilität der Umsatzentwicklung, insbesondere bei derzeitiger Nachfrageverschiebung hin zu preisgünstigen Instrumenten
  - ⇒ Hohe Kundenbindung durch Services (Restauration, Reparatur, Altersermittlung)
  - ⇒ Erschließung neuer Kundengruppen durch Möglichkeit des Mietens von Instrumenten mit anschließender Kaufoption
  
- ⇒ Etablierter Track Record
  - ⇒ Branchenerfahrenes Management
  - ⇒ CEO und Großaktionär Schulze seit 1986 bei Bechstein
  - ⇒ Konstante Profitabilität seit über einer Dekade
  
- ⇒ Aktionärsstruktur
  - ⇒ Seit 2. Februar 2006 wieder eigentümergeführtes Unternehmen (Ehepaar Schulze/Küpper besitzt 25% der Anteile)
  - ⇒ Zeichen für langfristiges Commitment und gute Erfolgsaussichten
  - ⇒ Durch Großaktionär Samick (19,5%) unverändert Zugriff auf die Ressourcen (insbesondere Handelsware und Vertriebsstrukturen) eines der weltgrößten Musikinstrumenteherstellers
  - ⇒ Stabile Aktionärsbasis auch im Free float durch der Marke verbundene Musikliebhaber

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

## Chancen

- ⇒ Erhöhung der Exportquote
  - ⇒ Im Gegensatz zum rückläufigen Inlandsmarkt bietet die internationale Arena Chancen durch langfristige Marktverschiebung
  - ⇒ Wachstumsträger sind vor allem Osteuropa (insbesondere Russland) sowie Asien (vor allem China), während der Markt in Westeuropa rückläufig ist
  - ⇒ Daneben erschließt Bechstein über die Vertriebsstrukturen von Samick (Generalimporteuer) den US-amerikanischen Markt
  - ⇒ Angedacht ist auch die Marktbearbeitung auch über die Eröffnung eines Centers (JV) in New York
  
- ⇒ Internationalisierung der Beschaffung
  - ⇒ Ersatz der Lieferbeziehung mit Petrov durch eine 49%-ige Kapitalbeteiligung der Tochter C. Bechstein CZ s.r.o. an der Bohemia Piano s.r.o.
  - ⇒ Ware aus tschechischer „Bechstein-Fertigung“ wird unter eigenen Markennamen angeboten und bedient das mittlere Preissegment
  - ⇒ Außerdem besteht eine umfangreiche Lieferbeziehung mit dem Großaktionär und strategischen Partner Samick
  - ⇒ Sourcing von Bauteilen für sächsische Fertigung in Osteuropa
  - ⇒ 10%-ige Beteiligung am chinesischen Klavierhersteller Berlin Bechstein Piano (Shanghai) Co. Ltd.
  
- ⇒ Absatzsicherung im Inland
  - ⇒ Eröffnung von zwei neuen Centern in 2005
  - ⇒ Mittlerweile sieben eigene Center im Inland (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Köln, Tübingen, Hannover, Münster); in Q4 2006 ist die Eröffnung eines neuen Hersteller-Centers in Hamburg geplant
  - ⇒ Umsatzanteil der Center in 2005 53% des Inlandsumsatzes, in Q1 2006 bereits 55%
  - ⇒ Konsequente Umsetzung der zu der Kapitalerhöhung 2005 angekündigten Strategie der Absatzsicherung über höhere Markenpräsenz
  
- ⇒ Rückführung der kurzfristigen Verschuldung
  - ⇒ Zweiter Teil der angekündigten Strategie
  - ⇒ Per 31.03.2006 sehr weit fortgeschritten
  - ⇒ Dauerhaftes Wertsteigerungspotential erschlossen

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

## Schwächen

- ⇒ Erhöhte Kapitalbindung durch Absatzförderung
  - ⇒ Eigene Centren erfordern erhöhte Kapitalbindung durch Bevorratung
  - ⇒ Wir kalkulieren im Durchschnitt einen Bedarf von 500T Euro pro Center
  - ⇒ Neueröffnungen sorgen für Mehrbedarf an Kapital
  - ⇒ Insgesamt geringe Ressourcenstärke für einen internationalen Instrumentenhersteller
  
- ⇒ Fertigung in Deutschland
  - ⇒ Standort Seiffhennersdorf verursacht hohe Fixkosten
  - ⇒ Sind in 2006e jedoch stark rückläufig durch Personalanpassungsmaßnahmen in 2005 sowie deutlich sinkende Abschreibungen
  - ⇒ Umfangreichere Investitionen erst wieder ab 2008e nötig
  
- ⇒ Zinsreagibilität
  - ⇒ C. Bechstein Finanzservice GmbH (Mietinstrumente) ist Marketinginstrument
  - ⇒ Ergebnis der Gesellschaft hängt sehr stark an aktuellen Kurzfristzinsen, da die Zinserhöhungen nicht an die Mieter weitergegeben werden können
  - ⇒ Ergebnis unterjährig nicht transparent, Gewinnabführung per 31.12.
  
- ⇒ Geringe Marktmacht
  - ⇒ Zwar gab es bei Bechstein in 2005 keine Preissenkungen und es gelten weltweit die gleichen Preise für die Handelspartner
  - ⇒ Dennoch ist das Unternehmen rückgängigen Durchschnittsumsätzen pro Instrument ausgesetzt
  - ⇒ Resultiert aus einer Verschiebung der Nachfrage zu preisgünstigen Klavieren
  - ⇒ Immer noch hohe Abhängigkeit vom stagnierenden Inlandsmarkt
  - ⇒ Dort geographische Abdeckung mit Lücken
  - ⇒ Geringer Weltmarktanteil von Bechstein (circa 1%)

## Risiken

- ⇒ Wettbewerbsumfeld
  - ⇒ Globaler Verdrängungswettbewerb auf Grund der hohen Marktreife
  - ⇒ Anhaltender Preisdruck, vor allem auch durch asiatische Wettbewerber im Niedrigpreissegment (circa 90-95% des Weltmarktes)
  - ⇒ Lerneffekte und Markenübernahmen können Eintritt dieses Wettbewerbs in hochpreisige Marktsegmente eröffnen
  - ⇒ Mittleres Preissegment verliert stark an Bedeutung
  - ⇒ Bechstein in dem Verdrängungswettbewerb jedoch erfolgreich
  - ⇒ Wesentliche Gründe sind Markenbekanntheit und starke Vertriebswege
  
- ⇒ Inlandsmarkt
  - ⇒ Wandel der Lebensstile, Musikausbildung nicht länger staatlicher Schwerpunkt
  - ⇒ Digitalpianos bieten günstigere Einstiegsmöglichkeiten
  - ⇒ Hohe Konjunktursensibilität der Nachfrage nach hochwertigen Instrumenten
  - ⇒ Mehrwertsteuererhöhung ab 2007 dürfte im laufenden Jahr für Vorzieheffekte sorgen, danach jedoch die Inlandsnachfrage zumindest temporär beeinträchtigen
  - ⇒ Insbesondere im Mietgeschäft mit Kaufoption Vorzieheffekte zu erwarten
  - ⇒ Außerdem mögliche Belastung des Inlandsmarktes durch den Verkauf von 900 gebrauchten Instrumenten aus dem Bestand eines insolventen Händlers

## Das Geschäftsjahr 2005 und Q1 2006

### Viertes Quartal 2005

*Der Trend zu Instrumenten des unteren Preissegments...*

Die saisonal traditionell stärkste Periode des Geschäftsjahres trug auch in 2005 überproportional zu Umsatz und Ergebnis der C. Bechstein Pianofortefabrik AG (Bechstein) bei. Umsatz und Gesamtleistung stiegen deutlich gegenüber den Vorquartalen als auch dem Vergleichszeitraum aus dem Vorjahr. EBIT und Nettoergebnis blieben jedoch weitgehend stabil. Verantwortlich dafür war ausschließlich eine verschlechterte Rohermarge. Sie dürfte das Resultat der Bestandsänderungseffekte sowie einer veränderten Umsatzstruktur mit einem stärkeren Gewicht von Instrumenten des Niedrigpreissegments sein.

### Übersicht der Ergebnisse des vierten Quartals 2005

In Mio. Euro	Q4 2005	Q4 2004	Veränderung	Differenz zur Prognose	IR Prognose
Verkaufte Klaviere (Eigenbau)	538	536	0,4%	-	-
Verkaufte Flügel (Eigenbau)	139	90	54,4%	-	-
Verkaufte Handelsware	1.049	756	38,8%	-	-
Umsatz	8,3	7,8	6,5%	-6%	8,9
Veränderung gegenüber Vorjahr	6,5%	n.a.	-	-7%	13,6%
Gesamtleistung	8,7	7,8	10,8%	-15%	10,3
Veränderung gegenüber Vorjahr	10,8%	n.a.	-	-20%	30,8%
EBIT	1,1	1,1	-4,0%	-34%	1,6
EBIT-Marge (in % Umsatz)	13,1%	14,5%	-14%	-29%	18,5%
Periodenergebnis	0,9	0,9	3,8%	-22%	1,2
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	17	15	-	-	-
Ergebnis pro Aktie (in Euro)	0,43	0,59	-27,1%	-39%	0,71

Quelle: Independent Research, C. Bechstein Pianofortefabrik AG

### Gesamtjahr 2005

*...ist sowohl in Q4 2005...*

Die Entwicklung des vierten Quartals beeinflusste das Gesamtjahr 2005 wesentlich. Zwar konnten insgesamt 12,3% mehr Instrumente (5.192 statt 4.622) abgesetzt werden. Dennoch stieg der Umsatz nur um 7,9% auf 27,6 (Vj: 25,6; unsere Prognose: 28,1) Mio. Euro. Erfreulich war vor diesem Hintergrund aber die 45,2%-ige Steigerung des Absatzes eigener Flügel, die gleichzeitig die höchste Rohmarge aufweisen.

*...als auch im Gesamtjahr 2005...*

Jedoch verfehlte Bechstein auch ergebnisseitig unsere Prognosen in allen Positionen, wenn auch nur leicht. Das EBIT stieg unterproportional zum Umsatz (leicht überproportional zur Gesamtleistung) um 5,4% auf 1,8 (1,4; unsere Prognose: 2,1) Mio. Euro. Durch Verbesserungen im Finanzergebnis - Resultat der konsequenten Umsetzung der Strategie der Rückführung der kurzfristigen Verbindlichkeiten - konnte das Nettoergebnis deutlich um 16,8% auf 1,2 (1,0; unsere Prognose: 1,3) Mio. Euro gesteigert werden. Bei einer auf 1,7 (1,5) Mio. Stück erhöhten Aktienanzahl ergibt sich daraus ein EpS von 0,70 (0,66; unsere Prognose: 0,76) Euro. Der Hauptversammlung, die am 14.07.2006 stattfindet, wird eine unveränderte Dividende von 0,30 (unsere Prognose: 0,30) Euro vorgeschlagen.

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

### Übersicht der Jahresergebnisse 2005

In Mio. Euro	2005	2004	Veränderung	Differenz zur Prognose	IR Prognose
Verkaufte Klaviere (Eigenbau)	1.700	1.714	-0,8%	-	-
Verkaufte Flügel (Eigenbau)	440	303	45,2%	-	-
Verkaufte Handelsware	3.052	2.605	17,2%	-	-
Umsatz	27,6	25,6	7,9%	-2%	28,1
Veränderung gegenüber Vorjahr	7,9%	8,7%	-0,9%	-2%	10,0%
Gesamtleistung	28,3	27,2	3,9%	-5%	29,8
Veränderung gegenüber Vorjahr	3,9%	-4,3%	8,2%	-6%	9,7%
EBIT	1,8	1,7	5,4%	-15%	2,1
EBIT-Marge (in % Umsatz)	6,5%	6,7%	-0,2%	-13%	7,5%
Periodenergebnis	1,2	1,0	16,8%	-9%	1,3
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	17	15	-	-	-
Ergebnis pro Aktie (in Euro)	0,70	0,66	4,8%	-9%	0,76
Dividende pro Aktie (in Euro)	0,30	0,30	0,0%	0%	0,30

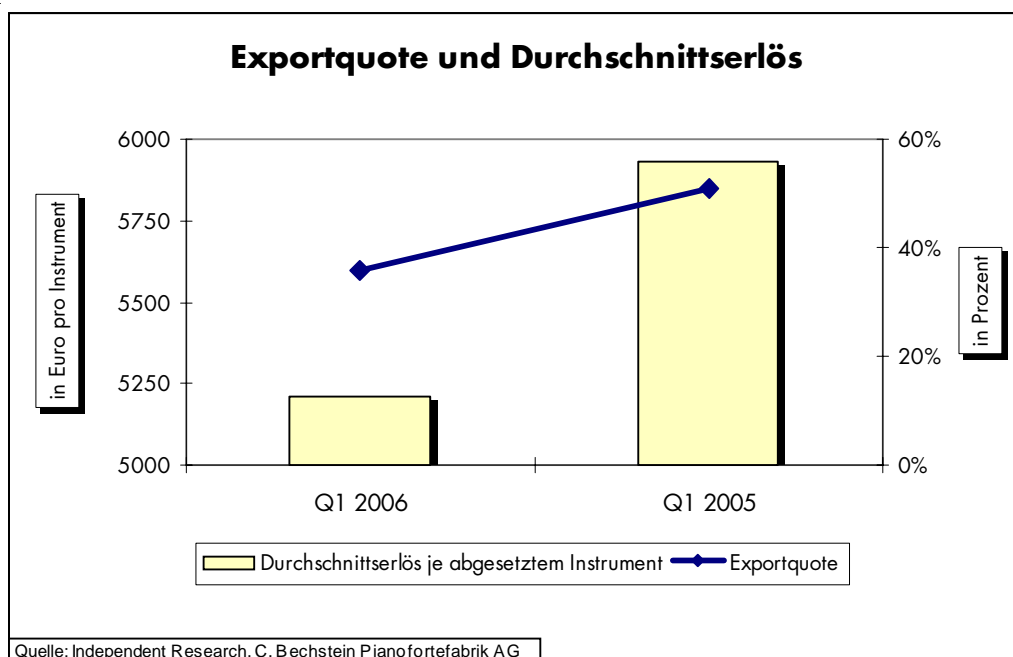
Quelle: Independent Research, C. Bechstein Pianoortefabrik AG

### Erstes Quartal 2006

...und in Q1 2006 ersichtlich

Auch der am 24. April 2006 vorgelegte Bericht zum ersten Quartal 2006 bestätigt das Bild des Vorquartals beziehungsweise des Gesamtjahres 2006. Während die Zahl der verkauften Instrumente stark anstieg (exklusive der Flügel aus einem stichtagsbedingten Rückgang des Exports), blieben Umsatz und Gesamtleistung lediglich stabil und damit deutlich hinter unseren Prognosen zurück. Ursache dürfte wie bereits zuvor erläutert die Nachfrageverschiebung zu Instrumenten des unteren Preissegments sein. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend vor allem im Inland Bedeutung hat.

Die in Folge dessen leicht schwächere Rohmarge konnte durch eine Reduktion der Fixkosten in der Fertigung in Seifhennersdorf (Personalanpassungsmaßnahme in 2005, Rück-



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

Übersicht der Ergebnisse des ersten Quartals 2006					
In Mio. Euro	Q1 2006	Q1 2005	Veränderung	Differenz zur Prognose	IR Prognose
Verkaufte Klaviere (Eigenbau)	409	365	12,1%	-	-
Verkaufte Flügel (Eigenbau)	96	95	1,1%	-	-
Verkaufte Handelsware	692	587	17,9%	-	-
Umsatz	6,2	6,2	0,5%	-9%	6,8
Veränderung gegenüber Vorjahr	0,5%	2,3%	-18%	-10%	10,0%
Gesamtleistung	6,3	6,4	-2,4%	-12%	7,1
Veränderung gegenüber Vorjahr	-2,4%	-6,2%	3,7%	-13%	10,9%
EBIT	0,4	0,4	-0,3%	-18%	0,5
EBIT-Marge (in % Umsatz)	6,3%	6,3%	0,0%	-10%	7,0%
Periodenergebnis	0,3	0,2	24,1%	-28%	0,4
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	1,9	1,7	-	-	-
Ergebnis pro Aktie (in Euro)	0,14	0,13	8,5%	-28%	0,20

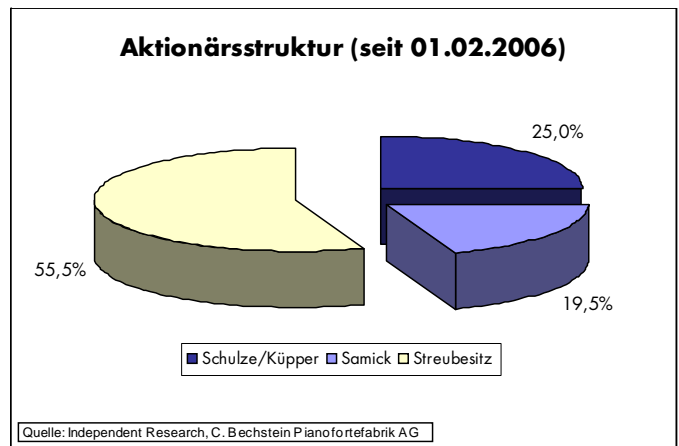
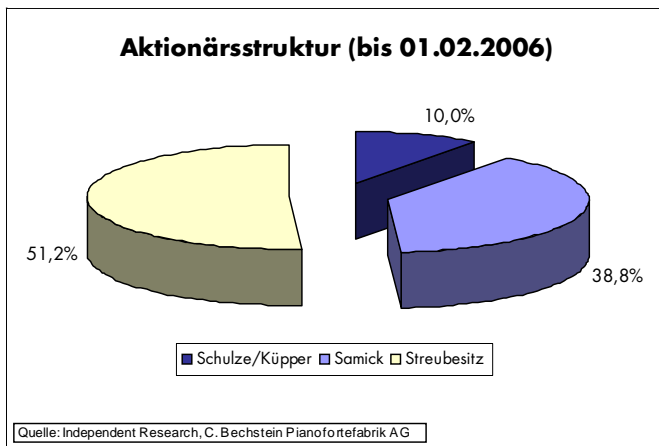
Quelle: Independent Research, C. Bechstein Pianoortefabrik AG

Die stabilen Ergebnis-  
margen...

gang der Abschreibungen durch zeitliche Entfernung zum Höhepunkt des Investitionszyklus aufgewogen werden. Das EBIT blieb somit stabil bei 0,4 (0,4; unsere Prognose: 0,5) Mio. Euro. Die EBIT-Marge von 6,3% konnte gehalten werden.

...sind Ausdruck interner  
Effizienzverbesserungen

Auf Nettoebene verdiente Bechstein mit 0,3 (0,2; unsere Prognose: 0,4) Mio. Euro 24,1% mehr als im Vorjahresquartal. Bei mittlerweile ausstehenden 1,9 (1,7) Mio. Aktien entspricht das einem EpS von 0,14 (0,13; unsere Prognose: 0,20) Euro. Auch in Q1 2006 stammt der Verbesserungseffekt aus dem Finanzergebnis - eine direkte Folge der Rückführung des Leverage. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten sind jetzt auf einem angemessenen Niveau angelangt.



Bechstein jetzt wieder  
eigentümergeführtes Unter-  
nehmen

Neben dem operativen Geschäft war das erste Quartal 2006 auch durch eine Änderung in der Aktionärsstruktur geprägt. Per 1. Februar 2006 hält das Vorstandsehepaar Schulze (CEO) und Küpper (Marketing/PR/Vertrieb) nun 25% der Aktien, während die Beteiligung der Samick Musical Corporation nur noch 19,5% beträgt. Damit führt Samick den Beteiligungsabbau, der im Zuge der Kapitalerhöhungen 2004 und 2005 begonnen wurde, fort. Das Bechstein nun wieder ein eigentümergeführtes Unternehmen ist, zeigt das langfristige Commitment und die Erfolgsaussichten. Wir hatten den Schritt bereits in unserer Flash Note vom 08.02.2006 positiv bewertet.

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

**Strategie**

**Marke und Produktpalette**

Starker Markenname...

...und breite Produktpalette

Ausgehend von einem starken Markennamen - Bechstein wurde bereits 1853 gegründet und weist einen hohen nationalen und internationalen Bekanntheitsgrad auf - und einer breiten Produktpalette zielt die Strategie des Unternehmens auf die Sicherung der inländischen Absätze und das Nutzen internationaler Wachstumschancen. Mit sechs Produktlinien von der Einsteiger- bis zur Premiumklasse spricht Bechstein alle Käuferschichten an und kann sich so einem rückgängigen deutschen Markt anpassen. Die Volatilität der Umsatzentwicklung wird damit verringert. Endgültige Marktdaten für 2005 liegen aktuell noch nicht vor, sie werden Thema einer unserer folgenden Studien sein.



**Absatzsicherung im Inland**

Absatzsicherung im Inland...

Ursachen der schwachen inländischen Nachfrage sind struktureller (Musik kein Bildungsschwerpunkt mehr) und konjunktureller Natur (hohe Konjunktursensibilität der Nachfrage, allgemein schwaches Konsumklima). Temporär könnte der Markt auch durch eine

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

---

*...über eigene Center...*

---

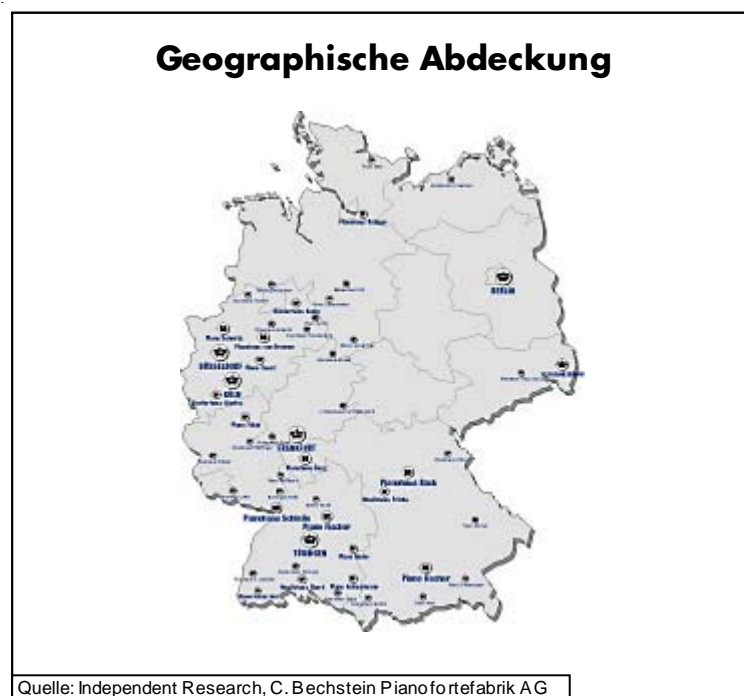
Schwemme an Gebrauchsinstrumenten (insgesamt circa 900) aus der Insolvenz eines Händlers eine Belastung erfahren. Dem gegenüber dürften sich Vorzieheffekte aus der Mehrwertsteuererhöhung im zweiten Halbjahr realisieren. Wir gehen insbesondere bei den Mietinstrumenten mit Kaufoption - einer Marketingstrategie von Bechstein zur Erschließung neuer Kundengruppen - von Vorzieheffekten aus, denn der mögliche Erwerbspreis wird bereits bei Mietabschluss festgelegt. Die Ergebnisbeiträge für Bechstein sind unterjährig nicht transparent, da ein Gewinnabführungsbetrag per 31.12. besteht. Die Kurzfristzinssätze nehmen jedoch Einfluss auf die Ergebnisentwicklung der Tochtergesellschaft.

---

*...und Fachhändler*

---

Dem schwachen Inlandmarkt begegnet Bechstein mit der Eröffnung neuer eigener Center (Fachhändler). Mittlerweile betreibt das Unternehmen sieben Hersteller-Center im Inland (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Köln, Tübingen, Hannover, Münster), von denen zwei im abgelaufenen Jahr eröffnet wurden. Für Q4 2006 ist die Eröffnung eines weiteren Centers in Hamburg geplant. Damit setzt Bechstein seine kommunizierte Strategie konsequent um. Neben Hersteller-Centren kooperiert das Unternehmen mit Fachhandelspartnern. Die geographische Abdeckung weist dennoch Lücken auf.

**Erhöhung der Exportquote**

---

*Langfristige Wachstumschancen...*

---

Im Gegensatz zum Inland bietet die internationale Arena Wachstumschancen durch langfristige Marktverschiebungen. Wachstumsbereiche liegen in Osteuropa (insbesondere Russland) und Asien. Daneben erschließt sich Bechstein über Samick als Generalimporteur auch zunehmend den US-amerikanischen Markt. Angedacht ist die Eröffnung eines Centers in New York als Joint Venture. Eine deutlich gesteigerte Exportquote würde Überraschungspotenziale bei Umsatz und Ergebnis eröffnen, denn der Produktmix ist oftmals höherwertiger als im Inland (höherer Anteil an Flügeln). Jedoch weist auch der

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

*...sind nur auf internationalen Märkten zu finden*

Weltmarkt einen langfristigen Abwärtstrend (aktuelle Daten im nächsten Update) auf. Das Umfeld im reifen Klaviermarkt ist von Verdrängungswettbewerb geprägt. Insbesondere die asiatischen Competitors agieren preisaggressiv. Bechstein tritt jedoch weltweit mit den gleichen Listenpreisen auf. Unseres Ermessens sichert das ein gehobenes Markenimage.

### Internationale Beschaffung und deutsche Fertigung

*Internationale Lieferbeziehungen...*

Während die Eigenproduktion in Seiffhennersdorf erfolgt, wird die Handelsware aus dem Ausland bezogen. Die größten Lieferungen kommen von Samick. Die Lieferbeziehung mit dem tschechischen Lieferanten Petrov wurde beendet und durch eine 49%-ige Kapitalbeteiligung der Tochter C. Bechstein CZ s.r.o. an der Bohemia Piano s.r.o. ersetzt.

### Internationale Beschaffung und Vertrieb



Quelle: Independent Research, C. Bechstein Pianofortefabrik AG

*...und Beteiligungen*

Der Erwerb der Beteiligung erfolgte in Q1 2006. Daneben erfolgt auch das Sourcing von Bauteilen für die Eigenproduktion überwiegend in Osteuropa. Die Fertigungstiefe wird dadurch aber nur unwesentlich verringert. Know-how wird nicht aufgegeben. Zusätzlich zur Beteiligung in Tschechien besteht eine 10%-ige Beteiligung am chinesischen Klavierhersteller Berlin Bechstein Piano (Shanghai). Wir gehen davon aus, dass der Beteiligungserwerb auch künftig Bestandteil der Strategie von Bechstein sein wird.

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

## Prognosen 2006e-2008e

### Wir senken unsere Umsatzwachstumsprognosen...

Bechstein verfehlte unsere letztmalig im Update vom 31.10.2005 überarbeitete Gesamtjahresprognose 2005. Daneben wurden auch unsere Erwartungen zum ersten Quartal 2006 enttäuscht. Vor diesem Hintergrund überarbeiten wir unsere Schätzungen für 2006e (Senkung der Umsatz-, Gesamtleistungs- und EBIT-Prognose; Anhebung der Jahresüberschuss-, und EpS-Erwartung durch verbessertes Finanzergebnis). Wir tragen damit der Umsatzstrukturverschiebung hin zu Instrumenten der unteren Preisklassen Rechnung, die auch in 2006e vorherrschen sollte. Überraschungspotenzial besteht durch mögliche Großaufträge aus Exportmärkten. Bechstein geht in seiner Unternehmens-Guidance von einem Wachstum von 10% in diesem Jahr aus.

Prognoseveränderung				
In Mio. Euro	2006e (neu)	2006e (alt)	2007e	2008e
Umsatz	29,9	30,9	32,0	33,8
Veränderung gegenüber Vo rjahr	8,6%	12,2%	6,9%	5,6%
Gesamtleistung	30,2	32,1	32,3	34,1
Veränderung gegenüber Vo rjahr	6,9%	13,6%	7,0%	5,6%
EBIT	2,7	2,9	3,4	3,9
EBIT-Marge (in % Umsatz)	9,0%	9,3%	10,6%	11,4%
Jahresüberschuss	1,9	1,8	2,4	2,7
Nettomarge (in % Umsatz)	6,5%	5,8%	7,5%	8,1%
Ergebnis pro Aktie (in Euro)	1,01	0,93	1,25	1,41
Dividende pro Aktie (in Euro)	0,40	0,40	0,50	0,50

Quelle: Independent Research

### ...erhöhen aber unsere Ergebnisschätzungen...

Daneben erstellen wir erstmals auch Detailprognosen für die Jahre 2007e und 2008e, die bisher nur in Umsatz- und EBIT-Entwicklung in Phase II unseres DCF-Modells enthalten waren. Durch die niedrigere Basis des Jahres 2006e und durch gesenkte Wachstumserwartungen verändern sich unsere Umsatz- und Ergebniserwartungen für 2007e (bisher Umsatz: 34,0; EBIT: 3,2 Mio. Euro) und 2008e (bisher Umsatz: 37,4; EBIT: 3,6 Mio. Euro). Während wir die Umsatzerwartung deutlich senken, rechnen wir mit steigenden Ergebnismargen, die vor allem aus den Personalanpassungsmaßnahmen 2005 sowie bis 2008e stetig absinkenden Abschreibungen resultieren.

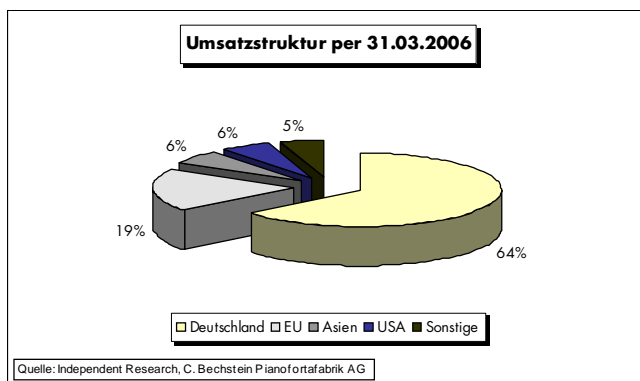
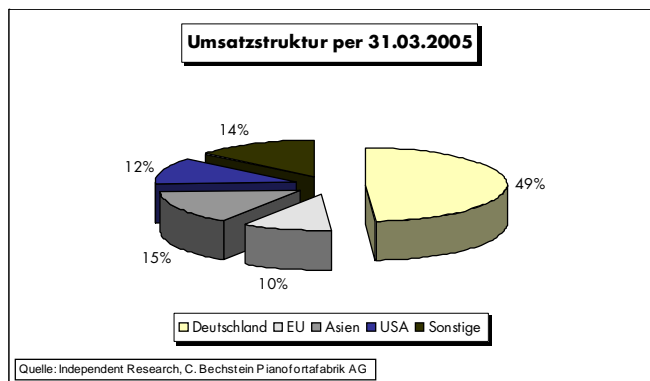
### ...bei andauernden bilanziellen Verbesserungen

Bilanziell sind die Jahre 2006e-2008e vor allem durch den Investitionszyklus geprägt, der auf seinem derzeitigen Tief verharren dürfte. Das sich aus den kumulierten Abschreibungen ergebende Durchschnittsalter der technischen Anlagen und Maschinen betrug per 31.12.2005 7,8 Jahre. Wir rechnen erst in 2008e wieder mit anziehenden Investitionen. Durch die prognostizierte gute Ergebnisentwicklung sollte die Eigenkapitalquote weiterhin steigen. Der Leverage dürfte durch weiter sinkende Finanzverbindlichkeiten und stabile Kurzfristverschuldung wie im abgelaufenen Geschäftsjahr abnehmen.

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

*Neues Center Hamburg bereits in unseren Prognosen enthalten*

In unseren Prognosen berücksichtigen wir bereits die Eröffnung eines eigenen Centers in Hamburg in Q4 2006. Den typischen Bedarf an zum Verkauf bereitzuhaltenden Instrumenten schätzen wir im Umfang von circa 0,5 Mio. Euro. Bechstein veröffentlicht keine Umsatzzahlen auf vergleichbarer Flächenbasis, per Ende des ersten Quartals 2006 stieg der Umsatz in Deutschland aber absolut und relativ. Dabei stieg der Umsatz in den eigenen Centren um 27% gegenüber dem Vorjahr.



*Deutlich steigender ROE...*

Das strategische Konzept der Absatzsicherung wird also von den Q1-Zahlen bestätigt. Trotz des Überraschungspotenzials des Exports in den verbleibenden Quartalen stehen unsere gesenkten Umsatzprognosen nun im Einklang mit den langfristigen theoretischen Wachstumspotenzialen von Bechstein, die sich aus Return on Equity und Thesaurierungsrate ohne die Einwerbung neuer Eigenmittel ergeben. Zur Ermittlung des ROE nutzen wir ein erweitertes DuPont-Modell, aus dem unter anderem auch die deutliche Abnahme des Leverage hervorgeht. Trotz des sinkenden Hebels durch die Rückführung der Verschuldung und steigenden Steuerzahlungen ermitteln wir einen deutlich steigenden ROE, der die Bedeutung der Effizienzsteigerungen unterstreicht.

*...durch interne Effizienzverbesserungen*

ROE und Wachstum								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e
EBIT-Marge (adjustiert)	7,8%	6,7%	8,1%	6,4%	6,5%	9,0%	10,6%	11,4%
Total asset turnover	99,7%	80,4%	89,2%	81,7%	97,6%	102,5%	105,0%	106,0%
Zinsaufwandsrate	2,4%	2,1%	2,6%	2,3%	2,3%	1,7%	1,9%	2,0%
Leverage-Multiplikator	217,2%	244,8%	235,4%	233,4%	165,8%	168,1%	151,6%	145,8%
Steuereinbehaltungssatz	100,0%	100,0%	100,0%	99,3%	95,3%	86,6%	84,3%	83,2%
Return on equity	11,7%	7,9%	10,7%	7,0%	6,4%	10,2%	11,7%	12,2%
Thesaurierungsrate	61,8%	57,0%	72,9%	54,8%	56,8%	60,3%	59,9%	64,6%
Langfristiges Wachstumspotential	7,2%	4,5%	7,8%	3,8%	3,6%	6,2%	7,0%	7,9%
Umsatzwachstum	5,9%	-2,7%	16,1%	8,7%	7,9%	8,6%	6,9%	5,6%

Quelle: Independent Research, C. Bechstein Pianoortefabrik AG

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

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>									
<b>Einheit :</b>	Mio. Euro								
<b>Geschäftsjahresende :</b>	31.12.								
<b>Rechnungslegungsstandard :</b>	HGB	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006e</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>
<b>1. Umsatzerlöse</b>		<b>20,8</b>	<b>20,3</b>	<b>23,5</b>	<b>25,6</b>	<b>27,6</b>	<b>29,9</b>	<b>32,0</b>	<b>33,8</b>
Veränderung ggü. Vorjahr		5,9%	-2,7%	16,1%	8,7%	7,9%	8,6%	6,9%	5,6%
2. Bestandsveränderungen		1,1	2,0	1,1	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
3. Andere aktivierte Eigenleistungen		0,1	0,4	0,6	0,8	0,5	0,2	0,2	0,2
4. Sonstige betriebliche Erträge		0,5	0,7	3,2	0,6	0,4	0,1	0,2	0,2
<b>5. Gesamtleistung</b>		<b>22,5</b>	<b>23,4</b>	<b>28,4</b>	<b>27,2</b>	<b>28,3</b>	<b>30,2</b>	<b>32,3</b>	<b>34,1</b>
6. Materialaufwand		-10,1	-10,7	-12,2	-10,9	-12,2	-13,1	-14,0	-14,7
in % Gesamtleistung		-44,8%	-45,9%	-42,8%	-40,3%	-43,3%	-43,2%	-43,2%	-43,1%
<b>7. Bruttoergebnis vom Umsatz</b>		<b>12,4</b>	<b>12,6</b>	<b>16,3</b>	<b>16,2</b>	<b>16,0</b>	<b>17,2</b>	<b>18,4</b>	<b>19,4</b>
in % Gesamtleistung		55,2%	54,1%	57,2%	59,7%	56,7%	56,8%	56,8%	56,9%
8. Personalaufwand		-6,4	-6,8	-8,0	-8,1	-8,2	-8,1	-8,5	-9,0
in % Gesamtleistung		-28,6%	-29,0%	-28,1%	-29,8%	-29,0%	-26,8%	-26,3%	-26,2%
9. Sonstige betriebliche Aufwendungen		-3,3	-3,3	-4,9	-5,0	-4,7	-5,1	-5,4	-5,6
in % Gesamtleistung		-14,7%	-14,0%	-17,2%	-18,3%	-16,6%	-16,9%	-16,6%	-16,4%
<b>10. EBITDA</b>		<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>
in % Gesamtleistung		11,9%	11,0%	11,9%	11,6%	11,1%	13,0%	14,0%	14,3%
11. Abschreibungen		-1,0	-1,1	-1,4	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0
in % Gesamtleistung		-4,2%	-4,6%	-4,7%	-5,4%	-4,7%	-4,1%	-3,5%	-2,9%
<b>12. EBIT</b>		<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>
in % Gesamtleistung		7,7%	6,5%	7,2%	6,3%	6,4%	8,9%	10,5%	11,3%
13. Sonstiges Finanzergebnis		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % Gesamtleistung		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
14. Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge		0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % Gesamtleistung		0,6%	1,0%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
15. Erträge aus Gewinnabführung		0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
in % Gesamtleistung		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
16. Zinsen und ähnliche Aufwendungen		-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
in % Gesamtleistung		-2,3%	-2,3%	-2,5%	-2,6%	-2,3%	-1,7%	-1,8%	-1,9%
<b>17. EBT</b>		<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>
in % Gesamtleistung		6,0%	5,2%	5,0%	3,8%	4,4%	7,5%	8,9%	9,7%
18. Steuern vom Einkommen und Ertrag		0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6
in % EBT		0,0%	0,0%	0,0%	-0,7%	-4,7%	-13,4%	-16,7%	-16,8%
19. Latente Steuern und sonstige Steuern		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>20. Jahresüberschuss/ -fehlbetrag</b>		<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>
in % Gesamtleistung		6,0%	5,1%	5,0%	3,7%	4,2%	6,4%	7,5%	8,0%
Anzahl der Aktien (durchschnittlich ausstehend, gewichtet, in Mio. St.)		1,3	1,3	1,3	1,5	1,7	1,9	1,9	1,9
<b>Ergebnis je Aktie in Euro</b>		<b>1,05</b>	<b>0,93</b>	<b>1,11</b>	<b>0,66</b>	<b>0,70</b>	<b>1,01</b>	<b>1,25</b>	<b>1,41</b>
<b>Dividende je Aktie in Euro</b>		<b>0,40</b>	<b>0,40</b>	<b>0,30</b>	<b>0,30</b>	<b>0,30</b>	<b>0,40</b>	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>

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**

<b>Kapitalflussrechnung</b>									
<b>Einheit :</b>	Mio. Euro								
<b>Geschäftsjahresende :</b>	31.12.	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006e</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>
<b>Rechnungslegungsstandard :</b>	HGB								
Periodenergebnis		1,3	1,2	1,4	1,0	1,2	1,9	2,4	2,7
Abschreibungen auf Gegenstände des AV		0,9	1,0	1,4	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0
Abnahme (Zunahme) der Rückstellungen		0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Erträge und Aufwendungen Bilanzierungshilfe		0,1	0,1	0,0	0,0	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	0,0	0,0
Gewinn (Verlust) aus Anlageabgängen		0,0	0,0	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	1,1	-1,2	-0,1	-0,8
Zunahme (Abnahme) der Verbindlichkeiten aus L/L usw.		-2,3	2,2	0,8	2,4	-3,9	-0,1	0,1	0,1
<b>I. Cash flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>		<b>-2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>3,0</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>
Investitionen in Sachanlagen		-1,0	-2,1	-2,6	-0,7	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9
Investitionen in immaterielle Anlagen		0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Finanzanlagen		0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus Abgängen des Sachanlagevermögens		0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlageabgänge zu Buchwerten		0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>II. Cash flow aus Investitionstätigkeit</b>		<b>-1,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>
Einzahlung aus Kapitalerhöhung		0,5	0,0	0,0	1,6	2,9	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Dividenden		-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,8	-1,0
Ein- bzw. Auszahlungen aus der Aufnahme (Tilgung) von Krediten		3,7	1,3	0,9	0,4	-3,0	-0,5	-0,5	-0,5
Investitionszuwendungen		0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>III. Cash flow aus Finanzierungstätigkeit</b>		<b>3,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,5</b>
Zahlungswirksame Veränderung der Finanzmittelfonds		-0,1	0,0	0,4	1,8	-1,8	0,4	1,6	0,7
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode		0,2	0,1	0,1	0,5	2,3	0,5	0,9	2,5
<b>IV. Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>		<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>

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**

<b>Bilanz</b>											
<b>Einheit :</b> <b>Geschäftsjahresende :</b> <b>Rechnungslegungsstandard :</b>		Mio. Euro 31.12. HGB		<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006e</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>
<b>Aktiva</b>											
Aufwendungen zur Erweiterung und Inangasetzung des Betriebs		0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>		<b>7,9</b>	<b>9,0</b>	<b>12,1</b>	<b>12,3</b>	<b>11,0</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>
in % Bilanzsumme		37,9%	35,7%	46,1%	39,4%	38,9%	35,6%	32,9%	31,2%		
I.	Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,3	0,5	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3		
II.	Sachanlagen	7,8	8,6	11,3	11,3	9,5	8,9	8,5	8,4		
III.	Finanzanlagen	0,1	0,2	0,3	0,7	1,2	1,3	1,3	1,3		
<b>Umlaufvermögen</b>		<b>12,8</b>	<b>15,9</b>	<b>13,9</b>	<b>18,7</b>	<b>17,1</b>	<b>18,6</b>	<b>20,3</b>	<b>21,8</b>		
in % Bilanzsumme		61,1%	63,3%	52,7%	59,8%	60,5%	63,8%	66,5%	68,3%		
I.	Vorräte	7,3	10,3	10,1	11,4	11,2	12,1	12,0	12,6		
II.	Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	5,3	5,5	3,3	5,0	5,4	5,7	5,9	6,0		
III.	Kassenbestand	0,1	0,1	0,5	2,3	0,5	0,9	2,5	3,2		
IV.	Wertpapiere	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
<b>Rechnungsabgrenzungsposten</b>		<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
in % Bilanzsumme		0,1%	0,6%	1,2%	0,8%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%		
<b>Bilanzsumme</b>		<b>20,9</b>	<b>25,2</b>	<b>26,4</b>	<b>31,3</b>	<b>28,3</b>	<b>29,2</b>	<b>30,5</b>	<b>31,9</b>		
<b>Passiva</b>											
Sonderposten für Zuwendungen		1,5	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>		<b>9,6</b>	<b>10,3</b>	<b>11,2</b>	<b>13,4</b>	<b>17,0</b>	<b>18,5</b>	<b>20,1</b>	<b>21,9</b>		
in % Bilanzsumme		46,0%	40,9%	42,5%	42,9%	60,3%	63,3%	66,0%	68,6%		
I.	Gezeichnetes Kapital	3,9	3,9	3,9	4,5	5,8	5,8	5,8	5,8		
II.	Kapitalrücklage	2,9	2,9	2,9	3,8	5,5	5,5	5,5	5,5		
III.	Gewinnrücklagen	1,9	2,3	3,0	4,1	4,6	5,3	6,5	7,9		
IV.	Jahresüberschuss	0,9	1,2	1,4	1,0	1,2	1,9	2,4	2,7		
<b>Rückstellungen</b>		<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>		
in % Bilanzsumme		6,8%	5,4%	6,1%	4,6%	5,9%	6,0%	5,9%	5,8%		
<b>Verbindlichkeiten</b>		<b>8,3</b>	<b>11,9</b>	<b>13,6</b>	<b>16,4</b>	<b>9,5</b>	<b>9,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,2</b>		
in % Bilanzsumme		39,9%	47,1%	51,4%	52,5%	33,8%	30,8%	28,1%	25,6%		
I.	Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	7,0	8,3	9,3	9,7	6,7	6,2	5,7	5,2		
II.	Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0		
III.	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,7	2,1	1,9	1,7	0,8	0,9	1,0	1,0		
IV.	Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	0,0	0,0	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0		
V.	Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen mit Beteiligungsverhältnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1		
VI.	Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	1,4	2,4	2,5	1,7	1,7	1,8	1,9		
<b>Bilanzsumme</b>		<b>20,9</b>	<b>25,2</b>	<b>26,4</b>	<b>31,3</b>	<b>28,3</b>	<b>29,2</b>	<b>30,5</b>	<b>31,9</b>		

Quelle: Independent Research, C. Bechstein Pianofortefabrik AG

## Bewertung

### DCF-Modell

DCF-Modell...

Die Unternehmensbewertung von Bechstein erfolgt wie in den bisherigen Studien anhand unseres Discounted Cash Flow (DCF)-Modells. Grundlage sind unsere Detailschätzungen bis 2008e. Sie fließen in die erste Phase des DCF-Modells ein. In der zweiten Stufe gehen wir von einer konstanten EBIT-Marge auf dem Niveau von 2008e (11,4%) und einer CAGR des Umsatzes von 5,0% (aus Vorsichtsgründen unter dem langfristigen theoretischen Wachstumspotenzial). In der dritten Phase des Modells nehmen wir kein weiteres Wachstum des Free Cash Flow an. Des Weiteren werden folgende Annahmen unterstellt:

...mit WACC 11,4%

Der risikofreie Zins wird mit 4,0% angegeben. Die erwartete Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, auf das Fremdkapital auf 4,0%. Darüber hinaus kalkulieren wir fundamental ein Beta von 1,3. Die langfristige Bilanzstruktur, errechnet als Mittelwert der Bilanz der Jahre 2006e bis 2008e mit 65,9% Eigenkapital und 34,1% Fremdkapital, dient als Proxy der Marktwerte der Finanzierungsstruktur. Aus diesen Prämissen ergibt sich ein Weighted Average Cost of Capital von 11,4%.

<b>DCF-Modell</b>										
in Mio. Euro	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	29,9	32,0	33,8	35,5	37,3	39,1	41,1	43,1	45,3	47,6
Wachstum Umsatz	8,6%	6,9%	5,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	9,0%	10,6%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
<b>EBIT</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>
- Ertragssteuern	-0,3	-0,5	-0,6	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0
+ Abschreibungen	1,2	1,1	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Operativer Brutto Cash-Flow</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>
-/+ Investitionen in das Netto umlaufvermögen	-1,2	0,0	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-0,7	-0,8	-0,9	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4
<b>Free Cash-Flow</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>
<b>Barwerte</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
Summe Barwerte	13,5									
Terminalwert	7,2									
										in % vom Gesamtwert : 35%
Wert des operativen Geschäfts	20,7									
+ Überschüssige liquide Mittel	0,9									
- Zintragendes Fremdkapital	-1,7									
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>19,8</b>									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	19									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>10,29</b>									
Quelle: Independent Research										

<b>Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:</b>					
Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	65,9%	Fremdkapital:	34,1%	
Risikofreie Rendite:	4,0%	Beta:	1,3	Risikoprämie FK:	4,0%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield:	29,8%
		Zins EK:	11,4%	Zins FK:	5,6%
Wachstumsrate FCF:	0,0%	WACC:	11,4%	Datum:	16.05.2006

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

Sensitivitätsanalyse					
		Diskontierungszinssatz			
		10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
Wachstum	0,0%	10,79	<b>10,29</b>	9,82	9,39
	0,5%	11,01	10,48	9,99	9,54
	1,0%	11,25	10,68	10,17	9,70
	1,5%	11,51	10,91	10,37	9,87

Quelle: Independent Research

Fairer Wert 10,29 Euro

Unter Berücksichtigung der diversen Prämissen ergibt sich zum Modellierungszeitpunkt ein Marktwert des Eigenkapitals von 19,8 Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 1,9 Mio. Stück entspricht das einem Kurs von 10,29 Euro. Die Sensitivitätsanalyse zeigt ausschließlich Werte (Minimum: 9,39 Euro) weit über dem aktuellen Kurs von 8,25 Euro und betont die Bedeutung des ermittelten Potenzials.

Sehr niedrige Bewertungsrelationen der Aktie

Unser Kursziel findet auch durch die aktuellen Bewertungsrelationen der Aktie von Bechstein Bestätigung. Auf Basis des aktuellen Kurses wird die Aktie lediglich mit einem KGV 2007e von 6,6; einem KBV von 0,8 sowie einer Dividendenrendite von 4,8% gehandelt. Da wir jedoch deutlich steigenden Ergebnisse und einen wesentlich höheren ROE kalkulieren, halten wir die derzeitigen Bewertungsrelationen für ungerechtfertigt niedrig.

Ausgewählte Kennzahlen								
auf Basis der durchschnittlich im Umlauf befindlichen Aktien	2001	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Jahresschlusskurs bzw. aktueller Kurs (in Euro)	5,25	5,80	6,90	7,00	7,75	8,25	8,25	8,25
Market Cap (in Mio. Euro)	6,8	7,5	8,9	10,6	13,1	15,9	15,9	15,9
Enterprise Value (in Mio. Euro)	9,8	10,9	11,7	11,1	14,8	16,8	14,7	13,5
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,6	0,5	0,4
EV/EBIT	5,7	7,2	5,8	6,5	8,2	6,2	4,3	3,5
KGV	5,0	6,2	6,2	10,6	11,1	8,2	6,6	5,8
Dividende je Aktie (in Euro)	0,40	0,40	0,30	0,30	0,30	0,40	0,50	0,50
Dividendenrendite	7,6%	6,9%	4,3%	4,3%	3,9%	4,8%	6,1%	6,1%
Buchwert je Aktie (in Euro)	7,47	8,00	8,71	8,86	10,10	9,58	10,43	11,34
KBV	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7

Quelle: Independent Research, C. Bechstein Piano fortefabrik AG

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

## Fazit

- ⇒ Die von Bechstein vorgelegten Zahlen für 2005 und Q1 2006 lagen leicht unter unseren Prognosen
- ⇒ Ursache ist eine Verschiebung der Umsatzstruktur hin zu preisgünstigeren Instrumenten
- ⇒ Wir senken unsere Umsatzerwartungen für 2006e und erweitern unsere Detailprognosen bis 2008e mit ebenfalls niedrigeren Umsatzeinschätzungen als bislang
- ⇒ Gleichzeitig heben wir auf Grund von Effizienzverbesserungen unsere Ergebniserwartungen an
- ⇒ Das Exportgeschäft birgt zusätzliches Überraschungspotenzial
- ⇒ Die eingeschlagene Strategie halten wir für zielführend, bereits umgesetzte Maßnahmen waren wie zu den Kapitalerhöhungen kommuniziert und klar wertsteigernd
- ⇒ Wir votieren unverändert mit Kaufen bei einem Kursziel von 10 Euro
- ⇒ Die aktuellen Bewertungsrelationen der Aktie halten wir für ungerechtfertigt niedrig

## Disclaimer

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

**Hinweis zum Anlageurteil: Seit 01.01.2006 verwendet Independent Research neue Prozentgrenzen (15% statt 20%) bei dem für das entsprechende Anlageurteil veranschlagten Kurspotenzial.**

### 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

## 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 abgezinnten 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, Elliott-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>).

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 16.05.2006**

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: 16.05.2006**

**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](mailto:info@irffm.de)