



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Auszug aus dem Research Flash

Freitag, den 02.11.2007

Inhaltsverzeichnis

C.Bechstein 4)

2

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.

Mid-/Small Caps

C.Bechstein 4)		DE000519800			
Votum	Kursziel/Kurs	Kennzahlen	2006	2007e	2008e
aktuelles Votum:	Kursziel:	EpS (Euro):	0,77	0,79	1,21
Akkumulieren	9,00 Euro	KGV:	-	10,8	7,1
vorheriges Votum:	Kurs:	Div. (Euro):	0,35	0,35	0,45
Reduzieren	8,57 Euro	Div.Rendite:	-	4,1%	5,3%
letztmals publiziert am:	Xetra:	Performance	3 Monate	6 Monate	1 Jahr
07.02.2007	31.10.2007 12:26	absolut:	2,0%	-5,8%	7,8%

Ersteller: S. Röhle (Analyst)

Anlass: Veröffentlichung der Q3-Zahlen 2007

- Das Zahlenwerk zum Q3 2007 lag umsatzseitig im Rahmen der Erwartungen. Die Ergebnisseite wurde spürbar von einem Sondereffekt belastet
- Der Umsatz stieg auf 7,42 (5,97) Mio. Euro, während das Periodenergebnis -0,32 (-0,18) Mio. Euro betrug
- Bechstein musste vom ehemaligen US-Generalimporteur Samick Music Waren im Wert von 1,13 Mio. Euro zurückkaufen und konnte diese nur ohne Gewinnmarge weiterveräußern
- Die unerwartet deutliche Ausweitung des Working Capitals (u.a. Vorfinanzierung des US-Geschäfts) führte zu einem Anstieg der Finanzverschuldung
- Wir votieren bei einem Kursziel von 9,00 (alt: 9,10) Euro mit Akumulieren

Fazit: Die von der C. Bechstein Pianofortefabrik (Bechstein) am 26.10. vorgelegten Zahlen zum Q3 2007 lagen umsatzseitig im Rahmen unserer Erwartungen. Das Ergebnis wurde jedoch von Sondereffekten stark belastet. Grund hierfür ist die Auflösung der Zusammenarbeit mit Samick Music auf dem US-Markt, die bereits in Q3 2006 zu einem deutlichen Umsatzrückgang führte.

Bechstein erzielte in Q3 2007 einen Umsatz von 7,42 (5,97; unsere Prognose: 7,62) Mio. Euro. Damit erreichte der Umsatz wieder ein normales Niveau. Weiterhin erfreulich verlief der Absatz von margenstarken, eigengefertigten Klavieren (408 (377) Stück), während der Absatz von eigengefertigten Flügeln (87 (103) Stück) rückläufig war. Der Absatzrückgang bei der Handelsware (444 (563) Instrumente) wird weiterhin vom spürbar steigenden Durchschnittserlös je Instrument kompensiert.

Das EBIT belief sich auf -0,11 (-0,04; unsere Prognose: 0,81) Mio. Euro und das Periodenergebnis auf -0,32 (-0,18; unsere Prognose: 0,57) Mio. Euro. Der Rückgang ist auf einen hohen Materialaufwand von 4,13 (2,26; unsere Prognose: 3,12) Mio. Euro zurückzuführen. Bechstein war gezwungen, Lagerbestände der Handelspartner von Samick Music im Wert von 1,13 Mio. Euro zurückzukaufen. Die Instrumente wurden zum Einkaufspreis an Bechstein America ohne Margenaufschlag weiterverkauft.

Für uns überraschend war die Ausweitung des Working Capitals auf 20,93 (31.12.06: 15,55) Mio. Euro. Hier waren wir von einem stärkeren Rückgang bei Vorräten (hoher Bestand an nicht verkaufter Handelsware) und geringeren Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen (Bestandsaufbau bei Bechstein America) ausgegangen. Entsprechend wies Bechstein einen negativen operativen Cashflow von 4,29 (-2,22) Mio. Euro aus und weitete die Finanzverschuldung auf 13,57 (31.12.06: 7,85; 30.06.07: 12,19) Mio. Euro aus.

Wir gehen für Q4 2007 von einem positiven Geschäftsverlauf (Umsatz Oktober: vorläufig +12%) aus und rechnen zum Jahresende - wie im Vorjahr - mit einer Reduzierung des Working Capitals und der Finanzverschuldung. Da das Nettoergebnis in 9M 2007 bei 0,02 (0,40; unsere Prognose: 0,91) Mio. Euro liegt, adjustieren wir unsere Prognose für den Jahresüberschuss 2007e auf 1,52 (alt: 1,87) Mio. Euro (EpS: 0,79 (alt: 0,97) Euro).



Dabei dürfte Bechstein ein höher als erwartetes Beteiligungsergebnis zugute kommen. Für 2008e lassen wir unsere EpS-Prognose unverändert bei 1,21 Euro.

Nach Bekanntgabe der Übernahme von Bechstein Europe im April stieg die Aktie kurzzeitig bis an die 10-Euro-Marke, gab aber im Zuge der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen im September auf fast 7,50 Euro nach. Neben dem herausfordernden Marktumfeld sehen wir die nicht zufriedenstellende und im Vorfeld nicht kommunizierte Ergebnisentwicklung als Belastungsfaktor. Wir halten Bechstein aber für ein solides Unternehmen mit starken Marken für alle Zielgruppen, einer attraktiven Dividendenrendite (über 5%) und einer niedrigen Bewertung (KGV 2008e: 7,1). Eine erfolgreiche Internationalisierung durch Bechstein Europe (v.a. Osteuropa; Loslösung von schwierigem deutschen Markt) und eine weiter positive Entwicklung in den USA könnten der Aktie neue Impulse verleihen. Bei einem Kursziel von 9,00 (alt: 9,10) Euro votieren wir unverändert mit Akkumulieren.



Haftungserklärung

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.

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.

Haftungserklärung

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.

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, Indikatortechnik, 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.



Haftungserklärung

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 zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 02.11.2007

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 auf Grund 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: 02.11.2007

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und

Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt