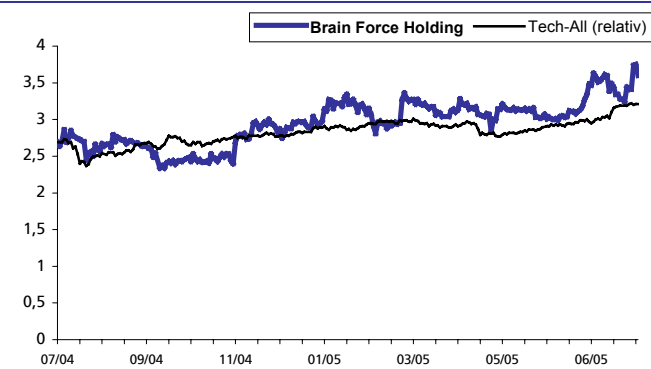




Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Rating: Outperformer (unverändert)
Fairer Wert: 4,65 €

ISIN: AT0000820659 Kurs: 3,60 €
 Reuters: BFCG.F Tech-AS 732,42
 Bloomberg: BFC
 Internet: www.Brainforce.com
 Segment: Prime Standard
 Branche: IT-Dienstleister




Marktkapitalisierung: 36,93 Mio. €
 Hoch / Tief 52 Wochen: 3,76 € / 2,26 €
 Aktienzahl: 10,26 Mio.

Aktionäre: Free Float 73%
 Beko Holding AG 5 %
 H. Fleischmann Privatstiftung 22%

Termine: Zahlen Q2/2005 29.08.05
 Zahlen Q3/2005 28.11.05

Analyst: Felix Ellmann +49 (40) 30 95 37-12

Institutionelle Kundenbetreuung:

 Clemens Schlöter +49 (40) 37 85 52-11
 Johannes Jensen +49 (40) 37 85 52-23
 Henner Rüscheimer +49 (40) 37 85 52-21
 Robert Suckel +49 (40) 37 85 52-22

Strategie

--	-	0	+	++
----	---	---	---	----

Bewertung

--	-	0	+	++
----	---	---	---	----

Performance innerhalb Branche

Under	Market	Out
-------	--------	-----

Performance gegenüber Index

Under	Market	Out
-------	--------	-----

(neu) ■ (alt) ■

Drei auf einen Streich

Highlights

- Die jüngsten drei Akquisitionen der Brain Force bedeuten einen deutlichen Schub für Umsatz- und Ertrag.
- Damit verbunden ist eine Anhebung des fairen Wertes, denn Brain Force konnte günstig akquirieren und setzt seine Finanzkraft sinnvoll ein. Zudem kann man von den getätigten Akquisitionen Synergien erwarten.
- Brain Force hat unter der jetzigen Holdingstruktur eine Vielzahl verschiedenster Service- und Lösungsaktivitäten gebündelt. Dies bietet die Chance auf Synergieeffekte und Cross-Selling, beinhaltet aber auch Risiken, da ein umfangreiches Lösungsangebot auch immer Entwicklungsaufwendungen nach sich zieht.

Anlageurteil

Brain Force hat, nachdem eine sinnvolle Holding-Struktur geschaffen wurde, günstig akquiriert und damit Wert geschaffen. Im Zuge dessen wird das Produktportfolio um interessante Lösungen erweitert, die in die neue Holding-Struktur eingegliedert werden. Wir heben infolge der Akquisitionen unsere Prognosen und unser Kursziel auf 4,65 € (vorher 4,35 €) an. Unser Rating lautet weiter Outperformer. Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen kaum organisches Wachstum und noch keine Synergieeffekte. Sollte sich in den kommenden Quartalen zeigen, dass die Akquisitionen die gewünschten Beiträge liefern, schließen wir eine weitere Prognosenanhebung nicht aus.

Geschäftsjahresende	12/04	12/05	12/06e	12/07e	CAGR
Umsatz	64,4	75,7	90,5	98,3	15,1%
EBITDA	4,1	7,3	9,0	9,9	33,9%
Marge	6,42%	9,68%	9,92%	10,10%	
EBIT	2,4	4,5	5,4	6,0	35,8%
Marge	3,71%	5,92%	5,92%	6,10%	
Nettoerg.	1,8	2,8	3,7	4,4	35,7%
Marge	2,76%	3,67%	4,06%	4,51%	
EpA	0,21	0,27	0,36	0,43	27,9%
Dividende	0,00	0,06	0,06	0,06	n.m.
Rendite	0,00%	1,67%	1,67%	1,67%	
EpA in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 3,60 €					
KUV	0,42	0,36	0,30	0,27	
KGv	17,44	13,30	10,06	8,33	
EV/Umsatz	0,42	0,36	0,30	0,27	
EV/EBITDA	6,52	3,68	3,00	2,72	

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Chancen/ Stärken:

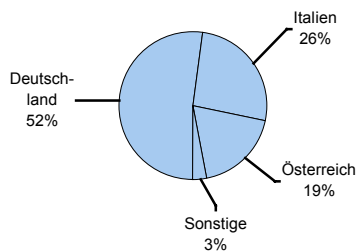
- Der Turn Around ist vollzogen. Brain Force ist nachhaltig profitabel.
- Insbesondere die Drehung der Situation der Brain Force Financial Solutions (ehem. NSE) zeigt, dass Brain Force Akquisitionen gut in den Konzernverbund eingliedern kann. Wir erwarten dies auch für die aktuellen Akquisitionen.
- Der Erwerb von nicht börsennotierten Gesellschaften oder kleineren börsennotierten Unternehmen und die anschließende Integration in einen großen Konzern, führt häufig dazu, dass die Märkte das Ganze höher bewerten als die Summe der Teile. Insbesondere die höhere Fungibilität einer großen Aktiengesellschaft ist gegenüber den Anteilen an kleinen Unternehmen Auslöser einer Aufwertung im Falle eines Erwerbs. Von diesem Gesamtsachverhalt kann Brain Force im Rahmen seiner Akquisitionstätigkeit profitieren. Auch könnten so die immensen Verlustvorträge im Brain Force Konzern (insbesondere FS) gehoben werden.
- Mit einem EV/EBITDA von 3,5 (ohne langfristige Synergieeffekte) sind die jüngsten Akquisitionen sehr günstig.

Risiken/ Schwächen:

- Brain Force hat bereits heute im Vorfeld weiterer Akquisitionen eine sehr unübersichtliche Konzernstruktur und engagiert sich in vielen verschiedenen Bereichen. Kompetenz ist so nicht optimal darstellbar. Insbesondere im ERP-Umfeld und im Bereich „normaler“ Implementations und Service-Leistungen ist die Konkurrenz groß und eine klarere strategische Ausrichtung ggf. sinnvoll.
- Brain Force vereinigt unter dem Dach der Holding eine Vielzahl verschiedener Technologien und Lösungen. Grundsätzlich macht dies das Management komplex. Mit den erfolgten Akquisitionen können sich zudem typische Integrationsprobleme ergeben.
- Brain Force macht sich mit seiner Produkt- und Akquisitionsstrategie in besonderem Maße abhängig von der IT-Konjunktur, die insbesondere Produktunternehmen bei Nachfrageschwankungen hart treffen kann.

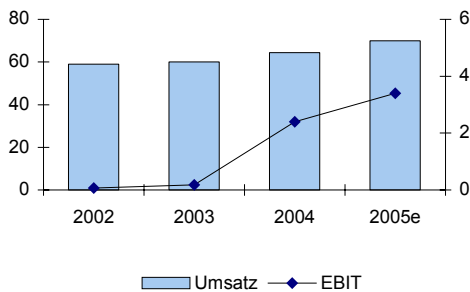
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	---------------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Umsatzstruktur nach Regionen
Geschäftsjahr: 2004 (Gesamt: 64 Mio. €)



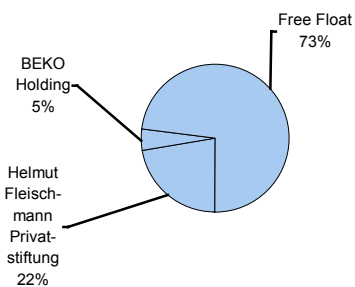
Grafik 1; Quelle: Brain Force

Umsatz und EBIT
in Mio. €



Grafik 2; Quelle: Brain Force

Aktionärsstruktur



Grafik 3; Quelle: Dt. Börse AG

Die Brain Force Holding AG ist eine Holding für Beteiligungen im Software-Umfeld. Grundsätzlich hat die Brain Force Beteiligungen, die zum einen Softwareproduktunternehmen sind und zum anderen aber auch Unternehmen die Implementierungskompetenz haben. Die Gruppe hat heute 856 Mitarbeiter an 13 Standorten, die sich auf acht Länder verteilen. Der Hauptsitz der Brain Force Holding AG ist in Wien, die Kernumsätze werden in Deutschland, Italien und Österreich erwirtschaftet (97%).

Entstehung

Brain Force wurde 1983 gegründet. Im Jahr 1996 wurde die Brain Force Software Österreich zur Konzernmutter, 1998 erfolgte dann die Umwandlung in eine AG mit darauffolgendem IPO am Neuen Markt in Frankfurt 1999. Durch eine Reihe von strategischen Übernahmen im europäischen Ausland, wie z.B. der TEMA Studio di Informatica S.p.A. oder der Beusen Solutions GmbH sowie der Eigengründung von Niederlassungen z.B. in Großbritannien, wuchs das Unternehmen weiter. Die Akquisition der NSE Software AG im Sommer 2003 setzt die Unternehmensstrategie Wachstum durch Akquisition fort. Weitere folgten im Jahr 2005 (Gegenstand dieser Studie).

Geschäftsentwicklung

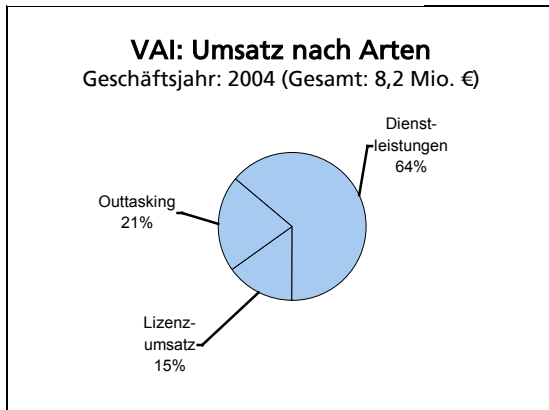
Im Geschäftsjahr 2004 konnte erstmals wieder ein signifikant positives Ergebnis erzielt werden. Auf EBIT-Basis stieg das Ergebnis von 0,18 Mio. € auf 2,4 Mio. €. Der Umsatz legte von 60 auf 64 Mio. € zu. Aufgrund von Veränderungen in der Abschreibungspolitik ist jedoch das EBITDA aussagekräftiger. Es Stieg von 3,0 auf 4,1 Mio. €. Wir rechnen mit einer Fortsetzung dieses Trends in 2005 und erwarten sowohl anorganisches als auch organisches Wachstum.

Management und Aktionärsstruktur

Der Vorstand der Brain Force Holding AG besteht aus Helmut Fleischmann (CEO) und Wolfgang Lippert (CFO). Die Helmut Fleischmann Privatstiftung hält 22% der Anteile, etwas über 5% hält die BEKO Holding, der Freefloat liegt bei 73%.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

VAI-Lösungen können in ganz Europa vermarktet werden



Grafik 4; Quelle: Brain Force

INDIS stärkt Position in Italien

Kemp ist Produkt - Vertriebspartner für B100

Es tut sich viel...

Brain Force gab Ende Juni 2005 die geplanten Akquisitionen bekannt. Es handelt sich um vier Akquisitionsschritte (VAI (79% +), Indis (100%), Kemp (30%), FJH-asset-Deal „BHW“). Insgesamt hat die Brain Force für die Akquisitionen rund 10 Mio. € Eigenmittel sowie 3 Mio. € Fremdmittel aufgewendet. Es wurde lediglich die Gesamtsumme bekannt gegeben. Über die Einzelnen Kaufpreise wurde nichts bekannt.

VAI

Brain Force übernimmt die niederländische VAI BV (Lösungsanbieter für ein zentralisiertes IT-Management) zu 79% und strebt eine komplette Übernahme der noch nicht vertraglich fixierten 21% einer Mitarbeiterstiftung an. VAI stärkt mit seinen Produkten vor allem die Migrationskompetenz der Brain Force. VAI bietet für Windows-Technologien eine Komplett-Lösung für zentralisiertes System Management (Versions- und Release-Management) sowie Software Migrations- und Roll-out-Projekte. Ziel ist es, die Lösungen des Unternehmens in ganz Europa zu vermarkten. Bislang ist VAI mit ihren 79 Mitarbeitern nur in den Niederlanden aktiv. Bislang läuft das System schon auf 200.000 Workstations bei 200 Kunden. Die Gesellschaft wird voraussichtlich ab 01.09.05 konsolidiert. Der Anbieter erzielte 2004 einen Umsatz von 8,2 Mio. € und verfügt über rund 200 Kunden in diversen Branchen. Das EBIT in 2004 betrug 0,6 Mio. €. Brain Force plant, die Lösungen der VAI international zu vermarkten (vor allem auch in die bestehende Brain Force Kundenbasis) und erwartet eine Vervielfachung des aktuellen Produktumsatzes innerhalb von 2 Jahren.

INDIS

Indis ist mit 52 Mitarbeitern hauptsächlich im Microsoft-Axapta Umfeld tätig. Microsoft-Axapta ist neben Microsoft Navision der wichtigste Business Solutions Zweig von Microsoft (Lösungen für 10–3.000 Mitarbeiter). Außerdem unterstützt INDIS Small and Medium Enterprises (SME) mit seiner ERP-Lösung VSpace. Mit Rund 200 Kunden konnte das Unternehmen im letzten Jahr einen Umsatz in Höhe von rund 4 Mio. € erzielen. Die Gesellschaft wurde zu 100% übernommen und wird vermutlich ab 01.07.05 konsolidiert.

Ziel ist es, Business Unit in Italien weiter auszubauen. Zusammen mit INDIS kann man in Italien das gesamte ERP-Spektrum unterhalb von SAP abdecken und hat gute Chancen Axapta-Partner von Microsoft zu werden. Zusätzlich zu erwarteten vertrieblichen Synergien ergibt sich ein positiver Ergebniseffekt aus Kosteneinsparungen durch das Zusammenlegen zweier Standorte (BF und INDIS) in Mailand.

Minderheitsbeteiligung an Kemp Inc.

Die Brain Force erwirbt im August zudem eine 30% Beteiligung an dem bestehend US Vertriebspartner Kemp Inc., die ein spezielles Netzwerk-Produkt der Brain Force (B100) als OEM in den USA vertreiben. Zudem gibt es eine Option auf den Erwerb weiterer Anteile. Kemp kaufte im Gegenzug für 0,9 Mio. US-\$ Software-Nutzungsrechte. Der Preis für die Beteiligung an dem

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

FJH-Truppe verstärkt Brain Force FS

Unternehmen, das derzeit 5 Mitarbeiter hat, dürfte signifikant unter diesen 0,9 Mio. US-\$ liegen. Brain Force gibt dem Unternehmen zum Vertriebsausbau jedoch noch ein kleineres Darlehen. Per Saldo hat diese Transaktion zunächst einen Gewinn zur Folge, da für 0,9 Mio. € Software-Nutzungsrechte veräußert wurden.

Da der Markt für solche Hardwarekomponenten sehr groß ist und Brain Force in den USA nicht selbst über die notwendigen Vertriebskanäle verfügt, um den B-100 an SMEs zu verkaufen, erscheint dieser Beteiligungserwerb sinnvoll. Der Beteiligungsvertrag sieht vor, dass die Beteiligung im Erfolgsfall aufgestockt werden kann.

Vereinbarung mit FJH über BHW-Projekt

Am 21.06.05 gab die Brain Force bekannt, dass man im Rahmen eines Asset Deals die Projektmannschaft (15 Mitarbeiter) bei einem Projekt der BHW-Leben übernimmt (Volumen insgesamt mind. 6,4 Mio. €). Das Projekt, welches eine Laufzeit von zunächst 2 Jahren hat, ist mit einer EBIT-Marge von ca. 15% kalkuliert. Zu zahlende Lizenz- und anderen Gebühren in Höhe von rund 2,6 Millionen € an die FJH sind in dieser Marge bereits berücksichtigt. Das Projekt betrifft 18 Mitarbeiter, die jetzt für Brain Force in der Niederlassung Hamburg tätig sind. Folgeprojekte mit dem langjährigen Brain Force Kunden BHW sind nicht unwahrscheinlich.

Integration der Brain Force Financial Solutions

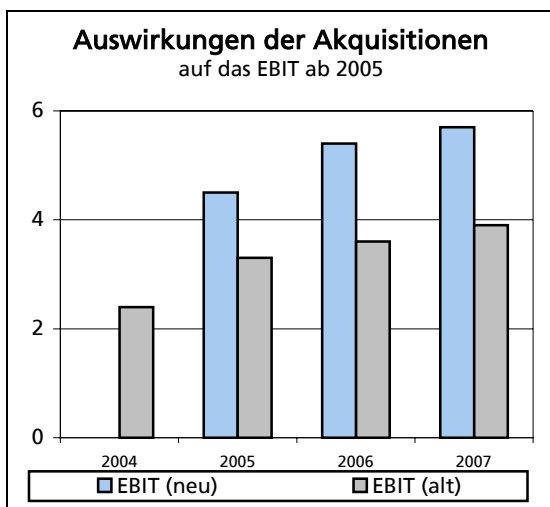
Derzeit hält die Brain Force Holding rund 76% an der Brain Force Financial Solutions (BFS, ehem. NSE). Im Zuge einer Kapitalherabsetzung und anschließender Kapitalerhöhung um 1,5 Mio. € (läuft derzeit) soll der Anteil weiter erhöht werden (durch Ausnutzung unterbliebener Free-Float-Zeichnung). Ob es gelingt, den Anteil zu erhöhen, ist zweifelhaft aber möglich.

Vor allem aber wäre es denkbar, die Kapitalerhöhung seitens der Brain Force teilweise durch Sacheinlage durchzuführen. Man könnte auf diese Weise das oben genannte „BHW-Projekt“ in die BFS einbringen und somit einen Teil der immensen Verlustvorräte in der BFS (rd. 60 Mio. €) schneller heben.

FS-Integration läuft planmäßig

Auswirkungen der Akquisitionen

Brain Force entwickelt sich schrittweise von einem projektbezogenen IT-Dienstleistungsanbieter zu einem Anbieter von IT-Lösungen. Dazu hat man im Lösungsgeschäft neue Kompetenzen hinzugekauft (VAI, INDIS) sowie margenstarkes Beratungsgeschäft erworben („BHW“). Da die Gewinnspanne eigener Softwareprodukte bedeutend höher ist als bei „third-party products“ ist diese Ausrichtung interessant. Es ist unumstritten, dass die Entwicklung neuer komplexer Softwareprodukte in neuen Sektoren sehr kostenintensiv ist. Daher halten wir das vorgehen über Akquisitionen für sinnvoll. Auch die Tatsache, dass man sich in bestehende Kundenbeziehungen „einkaufen“ kann, aus denen sich zusätzlich noch Cross-Selling-Potenziale ergeben können, ist nicht zu vernachlässigen.



Grafik 5; Quelle: Brain Force

Im Zusammenhang mit den Akquisitionen soll nach Einschätzung der Brain Force der Umsatz um 5,2 Mio. € in 2005 und um

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

17,3 Mio. € in 2006 ansteigen. Das EBITDA soll sich um 2,2 respektive 3,7 Mio. € (ohne Synergieeffekte aus der Holdingstruktur der Brain Force) erhöhen. Wir haben dies in etwa in unseren neuen Schätzungen berücksichtigt. Insgesamt würden für die Akquisitionen 10 Mio. € Eigenmittel (darin enthalten auch die eigenen Aktien der Brain Force) und 3 Mio. € Fremdmittel eingesetzt. Ein kleiner Teil des Kaufpreises fließt in 2006 in Form von Earn Outs an das Management, welches komplett an Bord bleibt.

Der EV/EBITDA 2006 beträgt also nur rund 3,5. Dies ist sehr günstig. Langfristig erzielbare Synergieeffekte, die durchaus realistisch und erheblich sind, haben wir in unseren Kennzahlen noch nicht explizit berücksichtigt. Auch positive Effekte aus der Zusammenlegung von Zentralfunktionen etc. sind in unseren Prognosen noch nicht enthalten.

Klare Ausrichtung, klare Struktur, viele Themen

Nach den Akquisitionen weist Brain Force eine Vielzahl verschiedener Beteiligungen auf:

Beteiligungsstruktur der Brain Force Holding	
100% Brain Force Software GmbH (D)	76% Brain Force Financial Solutions AG (BFS)
100% Brain Force Datenverarbeitings GmbH (D)	100% NSE Capital Venture GmbH
100% Brain Force Software S.p.A. (IT)	49% SFP GmbH (D)
100% BFS Brain Force Software AG (CH)	85 % Brain Force Software a.s. (CZ)
100% Brain Force Software B. V. (NL)	100% SBT s.r.o. (Slowakei)
100% Brain Force Software LTD (GB)	79% VAI (NL)
100% Brain Force Software GmbH (A)	100% INDIS (IT)
	30% Kemp Inc. (US)
	Direkt Mittelbar Geplant

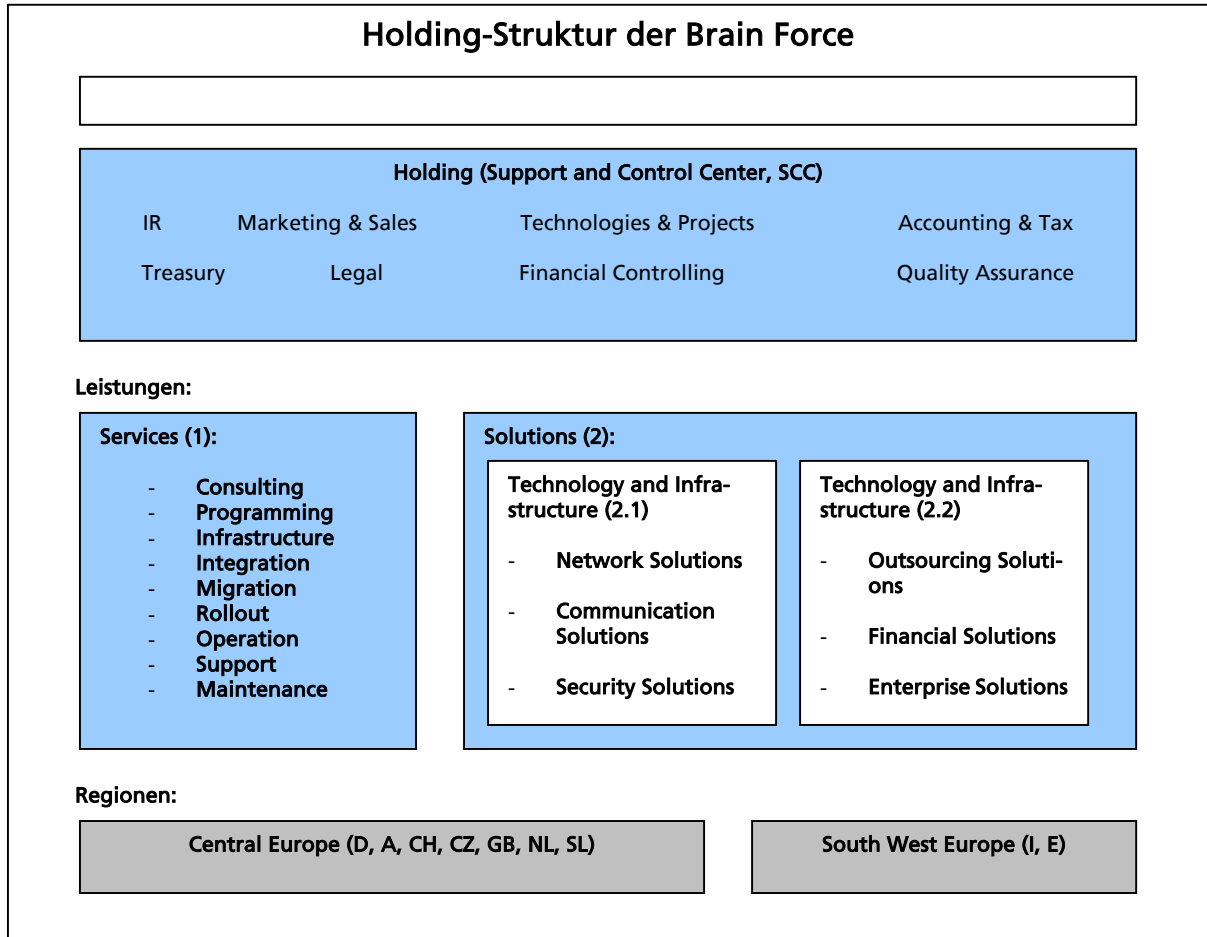
Tabelle 1; Quelle Brain Force, SES Research

Holdingsstruktur birgt Vorteile

Die Vielzahl der Beteiligungen werden jedoch systematisch in eine Holdingstruktur eingeordnet. Brain Force richtet sich klar auf zwei Bereiche aus: Services und Solutions (Lösungskompetenz). Dem übergeordnet ist die Holdingstruktur mit den Zentralfunktionen. Nur so gelingt es, eine Vielzahl von Kompetenzbereichen sinnvoll zu organisieren. Der Nachteil einer solchen breiten Struktur ist die Tatsache, dass man nicht auf allen Gebieten führend sein kann. In nahezu jedem der Bereiche, sofern es sich nicht um Speziallösungen handelt, sind entweder andere Anbieter marktführend (z.B. ERP, Security Solutions) oder man positioniert sich bewusst als Nischenanbieter. Der Vorteil dieser Struktur liegt vor allem in der effizienten Nutzung der Zentralfunktionen sowie in möglichen intersektoralen Cross-Selling Möglichkeiten (durch den Zugang zu IT-Entscheidern). Zudem sind Auslastungsschwankungen in einzelnen Bereichen

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

im Konzern besser auszugleichen. Abgesehen davon ist man nicht abhängig gegenüber Branchenentwicklungen in einzelnen Untersegmenten des Software/IT-Sektors.



Grafik 6; Quelle: Brain Force, SES Research

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

1. Services

Folgende Tabelle zeigt die Servicedienstleistungen, welche die Brain Force in Zusammenhang mit ihrem eigenen Lösungsportfolio (oder Fremdlösungen) erbringt:

1. Services	
Consulting	Im Bereich Consulting (IT) werden eine technische oder business-orientierte Analyse, die Ausarbeitung der dazugehörigen Konzepte sowie die Bewertung von Alternativlösungen mit oder ohne explizite Empfehlung angeboten.
Programmierung	Im Bereich Programmierung reicht das Leistungsspektrum vom Technik- oder Business-orientierten Design, über die individuelle Programmierung bis hin zu Testing-Services.
Infrastructure	Der Bereich Infrastructure umfasst die Installation und das Setup von PCs bzw. Servern und die Implementierung von Middleware oder Datenbanken. Hinzu kommen Dienstleistungen zu Analyse und Consulting, im Netzwerk- und Systemmanagement sowie zur Datenbank-, User- oder Systemadministration.
Integration	Integration umfasst Dienstleistungen von einem Check der Systeme auf Vollständigkeit, technischen Tests, Packaging und technischer Dokumentation. Zu nennen sind außerdem die Planung, Vorbereitung und der Test der Fallback-Lösung sowie das Überleiten des integrierten Systems in den Produktiv-Status.
Migration	Im Bereich Migration werden Projekte zum Wechsel von Systemumgebungen sowie die Analyse und das Erstellen von Pilot-systemen angeboten.
Rollout-Services	Im Bereich Rollout-Services werden Unternehmen beim Rollout einer Middleware-, Datenbank-, Betriebssystem- oder einer anderen Software bzw. einer Plattform im Communication-Bereich oder einer Security-Policy unterstützt.
Operation	Im Bereich Operation besteht die Palette aus Dienstleistungen für das Netzwerk- oder Systemmanagement, die System-, Datenbank- oder User-Administration sowie die Operating- und Jobvorbereitung.
Support	Kunden, die Unterstützung beim Support benötigen, können wählen zwischen First-, Second- oder Third-Level-Support, der entweder remote oder direkt beim Kunden vor Ort (on-site) geleistet wird.
Maintenance	Unter Maintenance sind zahlreiche Wartungs-Services zusammengefasst: Garantieleistung, Bug-fixing, Trouble-shooting, Umsetzung von Änderungen oder rechtlichen Anforderungen sowie Weiterentwicklung.

Tabelle 2; Quelle Brain Force, SES Research

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

2. Solutions

Das Lösungsportfolio gliedert sich in die beiden Unterbereiche „Technology and Infrastructure Solutions“ sowie „Enterprise Solutions“. Das derzeitige Portfolio der Brain Force umfasst folgende Lösungen:

2.1 Technology and Infrastructure Solutions	
Network Solutions	Network Solutions sind Lösungen für das Cable Management (beusenKNV), das System- und Netzwerk-Management, für das IP Load Balancing (IP Load Balancer) sowie Content Switching
Communication Solutions	Communication Solutions vereint Lösungen für das Telephone Systems Management (beusenINKAS), Billing / Accounting (beusenBAS) sowie für Intelligente Netzwerke im Mobilfunk-Bereich.
Security Solutions	Security Solutions bietet Security Consulting / Auditing, Security Projects für Basel II sowie Security Products.

Tabelle 3; Quelle Brain Force, SES Research

Die Enterprise Solutions umfassen folgende Lösungen:

2.2 Enterprise Solutions	
Outsourcing Solutions	Bei Outsourcing Solutions reicht die Bandbreite von Business Process Outsourcing über Application Management Services bis zum First, Second und Third Level-User Help Desk.
Financial Solutions	Das Competence Center Financial Solutions bietet Lösungen für Finanzdienstleister (FINAS). Im einzelnen werden die Bereiche CRM, Sales Solutions, Portfolio Management (Jupiter) und Back Office Solutions (Rebecca) abgedeckt.
Enterprise Solutions	Unter dem Dach von Enterprise Solutions findet sich ein umfangreiches Angebot an branchenunabhängigen Lösungen für geschäftskritische Unternehmens-Lösungen. Den Schwerpunkt stellt dabei das gesamte Umfeld von Microsoft Business Solutions Navision dar, insbesondere die hier angebotenen ERP- und CRM-Anwendungen. Hinzu kommen die Lösungen für Billing / Accounting (beusen BAS) und Management Reporting (Paris).

Tabelle 4; Quelle Brain Force, SES Research

Während die akquirierte VAI (siehe oben) den Bereich der Technology and Infrastructure Solutions ergänzt, gehören die Lösungen der Indis zu den Enterprise Solutions. Insgesamt weist die Brain Force damit ein sehr breites, unspezifiziertes Lösungsportfolio auf. Im Bezug auf die Holdingstruktur würden die Vor- und Nachteile einer solchen Struktur bereits angesprochen.

Kunden

Breite Kundenbasis

Im Laufe seiner langen Unternehmensgeschichte konnte Brain Force eine breite Kundenbasis aufbauen, folgende Tabelle zeigt einen Auszug dieser:

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

Referenzkunden der Brain Force		
Deutschland		
ADAC	E-Plus	Landeshauptstadt München
BMW	Fraunhofer Gesellschaft	Deutsche Steinkohle AG (DSAG)
Bosch	NetCologneStihl	Berliner Verkehrsbetriebe (BVG)
EADSEon	Goethe-Universität Frankfurt	EWE AG
Infineon	RWE-Net	Mitteldeutscher Rundfunk
Siemens	RWTH Aachen	Vattenfall Europe
Hewlett-Packard	AMB Generali	Flughafen Leipzig/Halle
DaimlerChrysler	BHWDKV	RWE Power AG
Deutsche Börse	Gothaer	SVO Energie GmbH Celle
Deutsche Bank	AsstellBS Bayern	Viterra Energy Services
Deutsche Post PrintCom	LBS Hamburg	Barmer Ersatzkasse
Allianz	T-Mobile	Leucom
Commerzbank	Rohde & Schwarz	EAM
Österreich		
Böhler Edelstahl	Erste BankEBV-Leasing	ORF P.S.K. Datendienst
IBM Österreich	Esso	Raiffeisen Informatik Zentrum
Hella	EVVA	Raiffeisen Bausparkasse
Sun Microsystems	AMB Generali	Siemens Business Services
Datenverarbeitung Tirol (DVT)	Iveco	Spardat
AventisAXA	Kapsch	TKL Tiefkühllogistik
Bank Austria	Magistrat Linz	Wienstrom (e&i)
BAWAG	Magistrat Wien	Wiener Städtische
BILLA-REWE	Mobilkom	Zürich Kosmos
Connect Austria (one)	MAN/ÖAF	Zumtobel
Schweiz		
Helvetia Patria Versicherung	ABB Alstom Power	Schweizerische National Bank
IBM	ABB Corporate Research	UBSWTO
Kantonsverwaltung Solothurn	Rieter Machine Works Ltd.	Zürich Versicherungen
Tschechien		
Pojiš ovna eské spo itelny (m. of ERSTE Group)		ABN AMRO Asset Management (CZ)
Komer ní pojiš ovna Komer ní banky (member of Sociéte Générale Group)		HVB Bank Czech Republic a.s.
		VUB Slovakia
Italien		
CarGlass	General Electric	Wacker-Chemie
EDS	Kraft Foods	EDS
Hewlett-Packard	ABB	Pirelli
Sviluppo Italia	Fiat	Microstrategy
Niederlande		
Alcatel Bell	Ministerie van Justitie	SENS
Amsterdams Uitbureau	NATO	SKF Nederland
CMG	NS Railinfrabeheer	Tweede Kamer den Haag
Conseil de l'Union Européenne	Politie Hollands Midden	UPC
EDSEssent Kabelcom	Provincie Overijssel	van Buuren
Euronext	RaboBank ICT	Volvo Cars Europe Industry

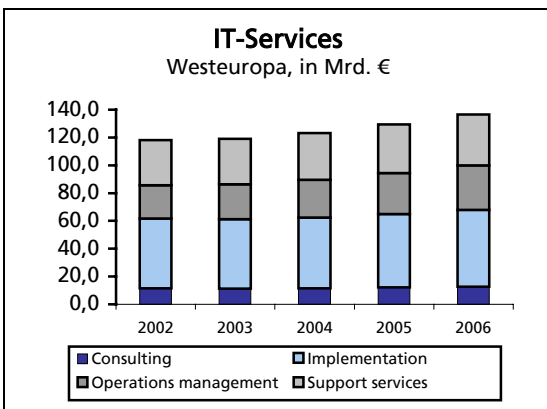
Tabelle 5; Quelle: Brain Force

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

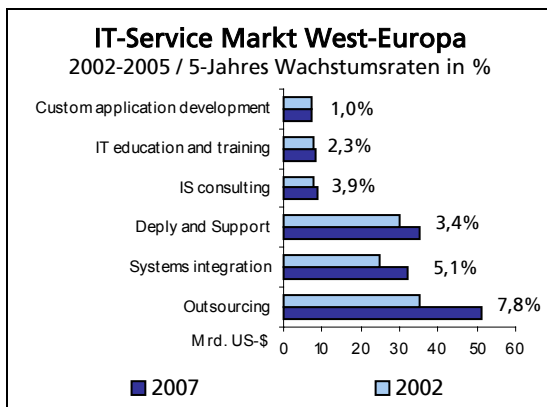
Konklusion

Die Akquisitionen der Brain Force lassen sich unter zwei Schlagworten zusammenfassen. Zum einen waren sie relativ günstig und zum anderen bergen sie Synergieeffekte. Neben dem organisatorischen Vorteil, dass Zentralfunktionen und Marketing von der Holding übernommen werden (Skaleneffekt), ergibt sich umfangreiches Cross Selling Potenzial, da Brain Force nun weitere Speziallösungen in seine breite, europäische Kundenbasis vermarkten kann.

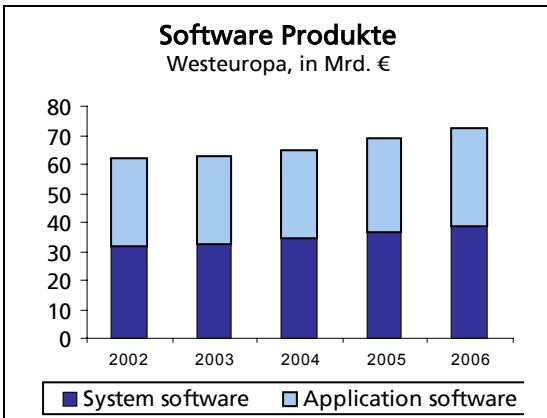
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	--------------------	----------	-----------	------------



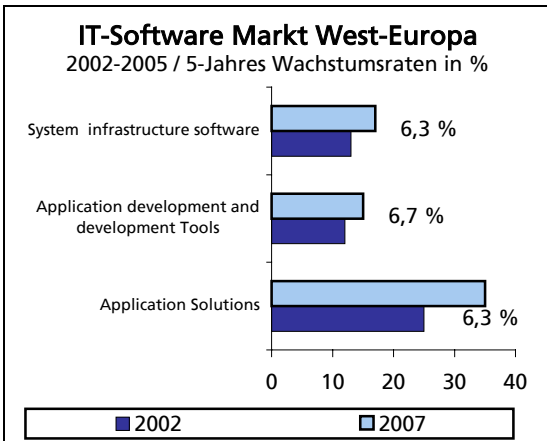
Grafik 7; Quelle: EITO



Grafik 8; Quelle: IDC



Grafik 9; Quelle: EITO



Grafik 10; Quelle: IDC

Der Markt der Brain Force lässt sich in die Bereiche IT-Services und Software unterteilen. Als relevanten Markt sehen wir hier West-Europa an. Zur Veranschaulichung des Marktumfeldes ziehen wir Prognosen verschiedener Marktforscher heran (EITO, IDC), die sich etwas in der Herangehensweise unterscheiden (verschiedenen Größenordnungen und Terminologien). Zusammen jedoch vermitteln diese Zahlen einen guten Eindruck über die Marktsituation des Software/IT Sektors in WestEuropa.

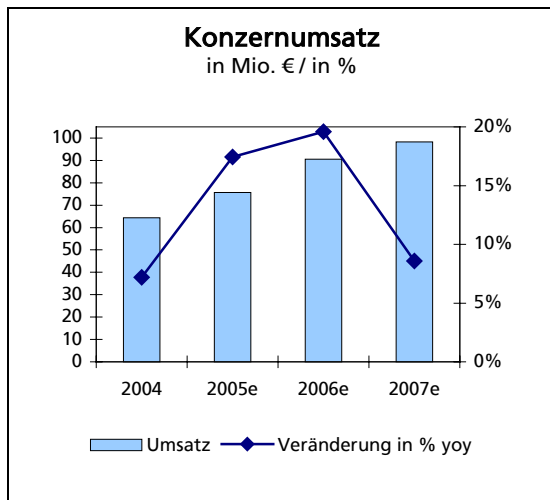
IT Services West-Europa

Der Markt für IT-Services in Europa wächst nur noch sehr langsam (EITO). Die jährliche Wachstumsrate von 2004–2006 beträgt lediglich noch rund 5%. Mit 120 Mrd. € ist das Volumen des Gesamtmarktes allerdings hoch. Ein marktüberdurchschnittliches Wachstum dürfte nur durch Verdrängung oder eine spezielle Positionierung zu erzielen sein. IDC prognostiziert für einzelne Segmente zwar höhere Wachstumsraten (insbesondere Outsourcing), jedoch wird aus Sicht der Marktentwicklung deutlich, dass für den IT Services Bereich Wachstumsraten von unter 10% angesetzt werden müssen.

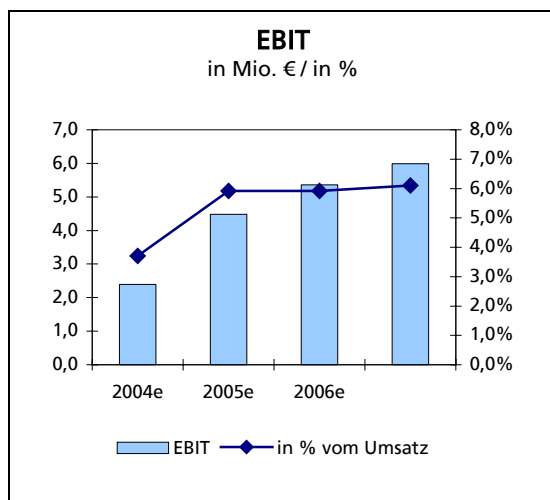
IT-Software Markt West-Europa

Ein ähnliches Bild zeigt sich für den Software-Markt, dem ebenfalls nur sehr geringe Wachstumsraten zugestanden werden. EITO rechnet hier mit jährlich gut 5%. IDC ist hier für einzelne Segmente etwas optimistischer, wie die untere Grafik zeigt. Ein hohes Marktwachstum ist aber auch im Bereich der Software nicht absehbar. Auch hier kommt es auf eine geschickte Positionierung an. Wachstum dürfte hier auch nur durch Verdrängung oder in Nischenmärkten möglich sein.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	-----------------	-----------	------------



Grafik 11; Quelle: Brain Force, SES Research



Grafik 12; Quelle: Brain Force, SES Research

Umsatz & Ertrag

Aufgrund der angekündigten Akquisitionen nehmen wir eine Anhebung unserer Prognosen vor. Im Jahr 2005 rechnen wir akquisitionsbedingt mit einer Verbesserung des Umsatzes um gut 5 Mio. € (konsolidierter Anteil) und einer Verbesserung des EBITDA um rund 2,2 Mio. €. Für 2006, in dem die Akquisitionen erstmals vollkonsolidiert werden, rechnen wir mit einer Erhöhung des Umsatzes um 17 Mio. € sowie einer Erhöhung des EBITDA um 3,7 Mio. €. Die margenseitig geringere Verbesserung des EBITDA in 2006 erklärt sich aus dem Lizenzverkauf an Kemp Inc., der sich positiv in 2005 auswirkt. Wir rechnen zudem mit einem leichten organischen Wachstum des Bestandsgeschäftes. Das Finanzergebnis wird sich aufgrund der Akquisitionsinvestitionen verringern. Ab 2007 rechnen wir jedoch damit, dass die Beteiligung an Kemp Inc. diesen Effekt im Finanzergebnis überkompensiert.

Bilanzsituation

Zum 31.03.05 verfügte Brain Force über Finanzmittel in Höhe von gut 18 Mio. €. Demgegenüber hat das Unternehmen keine langfristigen Finanzschulden. Die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten betragen rund 3,3 Mio. €. In den sonstigen Verbindlichkeiten sind cashwirksame Komponenten in Höhe von ca. 4,4 Mio. € (Nettoliquidität gut 10 Mio. €). Wesentliche Risikofaktoren sehen wir in der Bilanz nicht.

Im Rahmen der Akquisitionen wird Brain Force rund 13 Mio. € investieren, davon 10 Mio. € aus Eigenmitteln (davon 0,4 Mio. € in eigenen Aktien) und 3 Mio. € aus Fremdmitteln. Diese Mittel werden jedoch erst im Laufe des dritten Quartals fließen. Ein kleiner Teil („Earn Outs“) wird auch erst in 2006 bezahlt. Wir rechnen damit, dass die Ausstattung des Konzerns mit Finanzmitteln zum Ende des dritten Quartals bei gut 11 Mio. € liegen wird (bei ausgeglichener Nettoliquiditätsposition).

Positiv anzumerken ist die Tatsache, dass das Unternehmen noch erhebliche Verlustvorräte aufweist. Der Konzern verfügt aktuell über rd. 70 Mio. € steuerliche Verlustvorräte; davon entfallen auf die Brain Force Financial Solutions rd. 60 Mio. €, auf die Holding rund 8,8 Mio. € und auf die Schweizer Tochter rund 0,7 Mio. €. Hieraus resultiert eine vergleichsweise geringe Steuerbelastung im Konzern.

Folgende Tabelle zeigt unsere angepassten Prognosen:

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	-----------------	-----------	------------

Geschäftsjahresende	12/04	12/05	12/06e	12/07e	CAGR
Umsatz	64,4	75,7	90,5	98,3	15,1%
Umsatz (alt)		70,5	76,3	82,5	
Delta		7,3%	18,7%	19,1%	
EBITDA	4,1	7,3	9,0	9,9	33,9%
Marge	6,42%	9,68%	9,92%	10,10%	
EBITDA (alt)		5,1	5,5	5,9	
Delta		42,9%	64,0%	67,6%	
EBIT	2,4	4,5	5,4	6,0	35,8%
Marge	3,71%	5,92%	5,92%	6,10%	
EBIT (alt)		3,3	3,6	3,9	
Delta		35,8%	50,1%	55,3%	
Nettoerg.	1,8	2,8	3,7	4,4	35,7%
Marge	2,76%	3,67%	4,06%	4,51%	
Nettoerg. (alt)		2,1	2,6	2,8	
Delta		30,8%	42,1%	56,4%	
EpA	0,21	0,27	0,36	0,43	27,9%
EpA (alt)		0,21	0,25	0,28	
Delta		30,8%	42,1%	56,4%	
Dividende	0,00	0,06	0,06	0,06	n.m.
Rendite	0,00%	1,65%	1,65%	1,65%	
Dividende (alt)		0,06	0,06	0,06	
Delta		0,0%	0,0%	0,0%	
EpA in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 3,64 €					
KUV	0,58	0,49	0,41	0,38	
KGV	17,63	13,44	10,18	8,43	
EV/Umsatz	0,58	0,49	0,41	0,38	
EV/EBITDA	9,04	5,10	4,16	3,76	

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Bewertung: Brain Force		Kurs in €: 3,64			
	2004	2005e	2006e	2007e	
KGV	17,63	13,44	10,18	8,43	
PEG	0,63	0,48	0,36	0,30	
KCV	8,90	6,65	5,12	4,47	
KUV	0,49	0,49	0,41	0,38	

Tabelle 6; Quelle: SES Research

Mit eine KGV von 10 für das kommende Jahr, ist Brain Force recht günstig. Insbesondere fällt jedoch die geringe Umsatzbewertung von 0,39 ins Auge.

Bewertungsvergleich

Die Einordnung der Brain Force Holding in einen Bewertungsvergleich gestaltet sich schwierig, da es in Deutschland keine vergleichbaren börsennotierten Holding-Konstruktionen gibt. Insofern eignet sich als Näherung lediglich die Heranziehung einiger ansatzweise vergleichbarer Unternehmen mit Kunden in ähnlichen Segmenten. In den Bewertungsvergleich gehen folgende Basisdaten ein:

Basisdaten zu Peer-Group-Unternehmen												
	Kurs (LW)	Marktkap. in Mio. (LW)	Umsatz in Mio. (LW)				CAGR: 04-07	Ergebnis je Aktie (LW)				CAGR: 04-07
			2004	2005e	2006e	2007e		2004	2005e	2006e	2007e	
Arxes	1,98	18,60	47,40	42,45	44,76	47,88	0,34%	0,28	0,06	0,16	0,30	2,33%
Emprise	1,91	17,46	24,80	29,48	32,72	35,66	12,87%	0,07	0,13	0,15	0,18	37,00%
FJH	2,88	23,67	67,66	52,00	54,44	55,42	-6,44%	-7,95	-0,37	0,16	0,21	-
Secunet	9,81	63,77	32,40	43,20	51,40	57,80	21,28%	0,07	0,28	0,37	0,51	93,86%
Brain Force	3,64	37,35	64,42	75,66	90,49	98,25	15,11%	0,21	0,27	0,36	0,43	-

Tabelle 7; Quelle: SES Research

In den EV Vergleich gehen folgende Multiplikatoren ein:

Basisdaten zu Peer-Group-Unternehmen (EV-Analyse)							
	EV	Marktkap. in Mio. (LW)	EBIT in Mio. (LW)				CAGR: 04-07
			2004	2005e	2006e	2007e	
Arxes	19,32	18,60	2,70	0,80	1,82	3,41	8,09%
Emprise	16,21	17,46	1,45	2,71	3,31	3,93	39,55%
FJH	31,38	23,67	-123,23	-7,02	-1,31	5,32	-
Secunet	56,83	63,77	0,50	3,40	4,40	5,10	116,87%
Brain Force	37,35	37,35	0,18	2,39	4,48	5,36	208,83%

Tabelle 8; Quelle: SES Research

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Multiplikatorenvergleich											
	KGV			KUV			EV/ Ums.	EV/EBIT			
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2005	2006	2007	
Arxes	33,00	12,38	6,60	0,44	0,42	0,39	0,46	24,15	10,61	5,67	
Emprise	14,69	12,73	10,61	0,59	0,53	0,49	0,55	5,98	4,90	4,12	
FJH	-	18,58	13,71	0,46	0,43	0,43	0,60	-	-	5,90	
Secunet	35,04	26,51	19,24	1,48	1,24	1,10	1,32	16,72	12,92	11,14	
Durchschnitt	27,58	17,55	12,54	0,74	0,66	0,60	0,73	15,61	9,48	6,71	
Brain Force	13,44	10,18	8,43	0,49	0,41	0,38	0,49	15,62	8,34	6,97	

Tabelle 9; Quelle: SES Research

**Bewertungsvergleich hat nur
indikativen Charakter**

Es zeigt sich, dass Brain Force im Bezug auf das KGV günstiger bewertet ist, als die Vergleichsunternehmen. Auf EV-Basis ist dies nicht gegeben. Es lässt sich jedoch generell festhalten, dass die gesamte Vergleichsgruppe günstiger bewertet ist.

Aufgrund der geringen Vergleichbarkeit der Unternehmen kann dies jedoch nur als grobe Indikation verstanden werden.

Discounted-Cash-Flow-Modell

Das folgende DCF-Modell basiert auf nachstehenden Annahmen:

Basisdaten des Discounted Cash Flow Modells			
Prämissen Abzinsungsfaktor		Wachstumsraten Umsatz	
Risikoloser Zinssatz	3,62%	CAGR: 2004 – 2009	12,03%
erw. Rendite des Portfolios	9,25%	CAGR: 2009 - 2019	5,99%
Fremdkapital-Kostensatz nach Steuern	3,25%	Wachstumsraten Free Cash Flow	
Zielquote Fremdkapital	10,00%	CAGR: 2004 – 2009	n.m.
Eigenkapital-Kostensatz	10,80%	CAGR: 2009 - 2019	4,79%
Systematisches Risikomaß BETA	1,35	Ewige Wachstumsrate	3,00%
WACC	10,42%	EBIT-Margen	
		2004	5,92%
		2009	6,13%
		Zielmarge ab 2010	6,50%

Tabelle 10; Quelle: SES Research

Langfristige Marge: 6,5%.

Wichtige Annahmen zum Abzinsungsfaktor sind ein Beta von 1,35 welches unter Heranziehung einer 90%igen Eigenfinanzierung zu einer WACC von 10,42 % führt.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Wir gehen langfristig von einer relativ niedrigen EBIT-Marge aus (6,5%, unveränderte Annahme gegenüber vorherigen Publikationen).

Aus diesen Basisdaten ergibt sich folgende Sensitivitätsanalyse:

Sensitivitätsanalyse							
Abzinsungs- faktor	ewige Wachstumsrate						
	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%
11,42%	4,04	4,07	4,10	4,13	4,17	4,20	4,24
10,92%	4,27	4,30	4,34	4,38	4,42	4,46	4,50
10,67%	4,39	4,43	4,47	4,51	4,55	4,60	4,65
10,42%	4,52	4,56	4,61	4,65	4,70	4,75	4,80
10,17%	4,66	4,70	4,75	4,80	4,85	4,91	4,97
9,92%	4,81	4,85	4,91	4,96	5,02	5,08	5,14
9,42%	5,12	5,18	5,24	5,31	5,38	5,46	5,54

Tabelle 11; Quelle: SES Research

Konklusion

Die getätigten Akquisitionen stellen Brain Force auf eine breitere geschäftliche Basis. Die Tatsache, dass günstig akquiriert wurde, wirkt sich positiv auf den Unternehmenswert aus. Auf Basis unserer neuen Prognosen halten wir die Aktie bei 4,65 € für angemessen bezahlt. Auch die Peer-Group indiziert eine Unterbewertung.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	-------------------

Kennzahlen	2004	2005e	2006e	2007e
Umsatz in Mio. €	64,42	75,66	90,49	98,25
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>	<i>7,19%</i>	<i>17,44%</i>	<i>19,60%</i>	<i>8,57%</i>
Je Aktie in €	7,49	7,37	8,82	9,58
KUV	0,49	0,49	0,41	0,38
EBITDA in Mio. €	4,13	7,32	8,98	9,92
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>	<i>37,50%</i>	<i>77,11%</i>	<i>22,60%</i>	<i>10,52%</i>
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>6,42%</i>	<i>9,68%</i>	<i>9,92%</i>	<i>10,10%</i>
Abschreibungen	-1,74	-2,84	-3,62	-3,93
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>-2,71%</i>	<i>-3,75%</i>	<i>-4,00%</i>	<i>-4,00%</i>
EBIT in Mio. €	2,39	4,48	5,36	5,99
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>	<i>1214,54%</i>	<i>87,42%</i>	<i>19,55%</i>	<i>11,84%</i>
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>3,71%</i>	<i>5,92%</i>	<i>5,92%</i>	<i>6,10%</i>
EBT in Mio. €	3,36	4,71	5,46	6,39
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>5,22%</i>	<i>6,23%</i>	<i>6,03%</i>	<i>6,50%</i>
Steuerquote	44,22%	35,14%	27,00%	25,00%
Jahresüberschuss in Mio. €	1,78	2,78	3,67	4,43
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>2,76%</i>	<i>3,67%</i>	<i>4,06%</i>	<i>4,51%</i>
je Aktie in €	0,21	0,27	0,36	0,43
KGV	17,63	13,44	10,18	8,43
Operativer Cash Flow in Mio. €	3,52	5,62	7,29	8,36
je Aktie in €	0,41	0,55	0,71	0,82
KCV	8,90	6,65	5,12	4,47
Dividende je Aktie in €	0,00	0,06	0,06	0,06
<i>Rendite in %</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,65%</i>	<i>1,65%</i>	<i>1,65%</i>
Aktienanzahl in Mio. Stück	8,60	10,26	10,26	10,26

Tabelle 12; Quelle: SES Research

SES Research

Die SES Research GmbH ist ein bankenunabhängiges Researchunternehmen mit Sitz in Hamburg. Schwerpunkt der Analysetätigkeiten sind Unternehmen aus dem Bereich Technologie. Primär für institutionelle Kunden werden seit 1996 Researcharbeiten durchgeführt, in denen Unternehmen, Branchen und Märkte kritisch analysiert werden. Zu den Kunden zählen Makler, Banken, Beratungsgesellschaften, Venture-Capital-Gesellschaften und institutionelle Investoren. Das Leistungsspektrum der SES Research umfasst börsennahe Beratungs- und Analysedienstleistungen. Hierzu zählen die institutionelle Wertpapierberatung sowie das Coverage börsennotierter Unternehmen.

Die SES Research GmbH und die mit ihr verbundenen Unternehmen sind bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als Researchinstitute gemeldet.

Ferdinandstraße 29-33
20095 Hamburg

Tel. +49-(0)40-309537-0
Fax: +49-(0)40-309537-11
Mail: Info@ses-online.de
Web: www.ses-online.de



SES RESEARCH

SES-Coverage

Die SES-Analysten beobachteten vornehmlich deutsche Aktien und kommentieren zeitnah die aktuellen Entwicklungen bei diesen Unternehmen. Die kontinuierlich beobachteten Unternehmen werden unter mehreren Gesichtspunkten beurteilt. Zunächst wird auf einer mehrstufigen Skala ein Rating sowohl für die Strategie als auch für die aktuelle Bewertung des jeweiligen Unternehmens vergeben. Aus diesen beiden Ratings ergeben sich dann unsere Performanceeinschätzungen gegenüber der jeweiligen Branche sowie dem Index. Die Ratings und Performanceeinschätzungen sind grundsätzlich als relative Urteile auf Sicht von 6-12 Monaten zu verstehen. Die Ergebnisse unserer Beurteilung werden entsprechend der nebenstehenden Tabelle dargestellt. Maßgeblich ist die Performanceeinschätzung gegenüber dem Index.

Strategie				
--	-	0	+	++

Bewertung				
--	-	0	+	++

Performance innerhalb Branche		
Under	Neutral	Out

Performance gegenüber Index		
Under	Market	Out

(neu) ■ (alt) ■

Kooperationspartner



SCHLÖTER, REIDOCK & HERNRICH
INSTITUTIONELLE WERTPAPIERBERATUNG

Ferdinandstraße 29-33
20095 Hamburg

Tel.: +49-(0)40-37 85 52 - 0
Fax: +49-(0)40-37 85 52 - 19
Mail: research@srh-research.de
Web: www.srh-research.de

Die Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH wurde im Jahre 1995 gegründet und wendet sich mit ihren Dienstleistungen exklusiv an institutionelle Anleger im In- und Ausland.

Das Team agiert am Markt mit dem Ziel, Aktien- und Rentenanlagen ihrer Kunden-Portefeuilles zu optimieren.

Die Partner können auf mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Beratung institutioneller Kunden zurückgreifen, die sie bankenunabhängig ihrer Klientel zur Verfügung stellen.

Die Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH unterliegt als Finanzdienstleistungsinstitut der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Disclaimer

Dieses Dokument richtet sich **ausschließlich an institutionelle Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland** und dient **ausschließlich der Information**. Es stellt keine Aufforderung zu irgendeiner Transaktion irgendeines Wertpapiers dar. **Mit dem Emittenten besteht eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation.** Der Geschäftserfolg der SES basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Investmentbankingaktivitäten und verwandten Dienstleistungen, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die SES Research GmbH ist nicht befugt, Aussagen im Namen der Emittenten abzugeben. Es muss jedoch davon ausgegangen werden, dass Kommentierungen des Unternehmens im Rahmen der Erstellung dieser Publikation berücksichtigt wurden oder dass diese die zukünftige Meinungsbildung beeinflussen werden. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit jedoch **keine Garantie** übernommen werden kann. Das Dokument wurde von den namentlich bezeichneten Analysten im Auftrag der SES Research GmbH erstellt. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Eine **Haftung** des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen ist ausgeschlossen. Alle Empfehlungen sind unverbindlich und stellen keine auf eine individuelle Anlagestrategie bezogene Anlageberatung dar. Dieses Dokument stellt **keine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Handel** irgendeines Wertpapiers oder Derivates dar. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem **begrenzten Empfängerkreis** zugänglich gemacht. Die Weitergabe dieser Publikation an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, der Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder Teilen des Inhalts ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung zulässig.

Die SES Research GmbH und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Gesellschafter, Führungskräfte, Kooperationspartner, ihre Kunden und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in den in dieser Publikation beschriebenen Wertpapieren und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesen Wertpapieren basieren oder andere Investments, die sich auf in dieser Publikation veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.