

Halten (alt: Halten)

Kursziel EUR 1,25 (alt: 1,25)

Kurs EUR 1,34
Bloomberg BFC AV
Reuters BFCG
Branche IT Dienstleister

Europaweit aktive IT-Dienstleistungs-Holding mit eigenem Produktportfolio



Aktien Daten: 11.05.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 20,6 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 29,7 Mio.
Buchwert: EUR 19,9 Mio.
Aktienanzahl: 15,4 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 4,0 Tsd.

Aktionäre:
 BEKO Holding AG 54,7 %
 Free Float 27,8 %
 Erster Priv. Inv. Club Köln 17,0 %
 Cross Industries 0,6 %
Termine:
 Zahlen Q3 12.08.10

Änderung	2009/10e		2010/11e		2011/12e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	70,0	0	73,5	-2,9	77,2	-4,7
EBIT	1,0	206	2,5	-22,9	2,6	-4,7
EPS	0,01	n.m.	0,06	n.m.	0,07	14,3

Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 12.05.2010
 Analyst: Felix Ellmann
 +49 (0)40-309537-120
 ellmann@ses.de

Positives Ergebnis dank Konsolidierungseffekten

Am 12.05.10 gab die Brain Force Holding die Geschäftszahlen für das erste Halbjahr bekannt. Während der Umsatz im Rahmen der Erwartungen lag, sind die berichteten Ergebniskennzahlen durch wesentliche strukturelle Maßnahmen beeinflusst.

- Zu diesen Effekten zählen insbesondere **nicht wiederkehrende, Restrukturierungsaufwendungen** in Höhe von EUR 1,97 Mio.
- Darüber hinaus ergab sich **ein Buchgewinn aus dem Verkauf des Professional Services Geschäftes in Österreich** von (EUR 2,47 Mio.) und die Aufdeckung einer stillen Reserve im Zuge der **erstmaligen at equity Konsolidierung von SolveDirect** (EUR 3,86 Mio.)

Brain Force - Q2 2010

Angaben in Mio. EUR	Q2/10	Q2/10e	Q2/09	yoy	6M/10	6M/10e	6M/09	yoy
Umsatz	16,4	16,0	22,0	-25,4%	37,4	37,0	49,5	-24,4%
EBITDA	1,7	n.m.	1,2	49,0%	5,2	n.m.	3,4	53,8%
<i>Marge</i>	10,6%	n.m.	5,3%		14,0%	n.m.	6,9%	
EBIT	1,1	n.m.	0,2	361,8%	3,7	n.m.	1,5	141,0%
<i>Marge</i>	6,6%	n.m.	1,1%		9,8%	n.m.	3,1%	
EPS in EUR	-0,01	n.m.	-0,02	-50,0%	0,14	n.m.	-0,23	-

Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Zusammengenommen führen diese Effekte in 2009/10 zu einer deutlichen Erhöhung der Prognosen für die ausgewiesenen Ertragskennzahlen, während die Umsatzerwartung unverändert bleibt. Bereinigt um alle nicht wiederkehrenden (Restrukturierung) und nicht operativen Effekte (Konsolidierung) ergibt sich für 2009/10 noch ein leicht negatives EBIT von etwa EUR 1,1 Mio. Die Prognosen für das folgende Geschäftsjahr (2010/11) bleiben unverändert und **antizipieren eine Rückkehr zur operativen Profitabilität**. Neben einer leichten Umsatzerholung ist vor allem die erfolgte Restrukturierung wesentlicher Ergebnistreiber. Im Zuge der Strukturanpassungen wurden inklusive der zuletzt am Standort Frankfurt und in den Niederlanden vorgenommenen Maßnahmen seit Ende 2008 konzernweit 165 angestellte Mitarbeiter (24% der Belegschaft) freigesetzt. **Daraus ergibt sich eine Kostenreduktion in Höhe von jährlich EUR 9,44 Mio.** Zusätzliche Einsparungen wurden durch die Anpassung der freien Mitarbeiterkapazitäten sowie der sonstigen Kostenpositionen realisiert. Die volle Wirkung dieser Maßnahmen wird sich im Geschäftsjahr 2010/11 zeigen. Strategisch orientiert sich das Unternehmen bereits wieder Richtung Wachstum und hat mit der kleinen Akquisition von Inisys (22 Mitarbeiter) einen weiteren Schritt in Richtung Consulting auf Basis Microsoft-ERP vorgenommen. Ziel ist ein intensiver Know-how Transfer und die Generierung von Cross Selling Potenzialen/Synergien zwischen den Tochtergesellschaften in Österreich und Italien. Zudem soll die Partnerschaft mit Microsoft weiter ausgebaut werden.

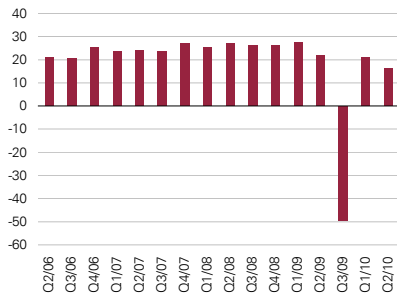
Vor dem Hintergrund der für 2010/11 leicht veränderten Prognosen bleibt das Kursziel unverändert. Die Aktie wird weiterhin mit Halten eingestuft.

Die Tabelle zeigt für die Jahre 2006 – 2008 jeweils volle Geschäftsjahre vom 01.01. bis 31.12. Das Geschäftsjahr 2008/09 ist ein Rumpfgeschäftsjahr vom 01.01. – 30.09. Ab 2009/10 beginnt das volle Geschäftsjahr jeweils am 01.10..

Geschäftsjahresende: 30.9.	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<i>in EUR Mio. 2008/09 ist Rumpfgeschäftsjahr</i>							
Umsatz	88,5	98,3	105	61,7	70,0	71,4	73,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	15,5 %	11,1 %	6,3 %	-41,0 %	13,5 %	2,0 %	3,0 %
Bruttoergebnis	88,5	19,3	27,1	12,4	14,0	17,5	18,0
<i>Bruttomarge</i>	100,0 %	19,6 %	25,9 %	20,1 %	20,0 %	24,5 %	24,5 %
EBITDA	6,5	0,3	8,2	-0,2	5,9	4,4	4,9
<i>EBITDA-Marge</i>	7,4 %	0,4 %	7,8 %	-0,3 %	8,4 %	6,2 %	6,7 %
EBIT	2,9	-16,7	4,3	-2,9	3,2	1,9	2,5
<i>EBIT-Marge</i>	3,3 %	-17,0 %	4,1 %	-4,7 %	4,5 %	2,7 %	3,4 %
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	-2,1	-4,8	-0,5	-1,2	1,3
EPS	0,10	-1,29	-0,14	-0,31	-0,03	-0,08	0,08
Free Cash Flow je Aktie	0,31	-0,31	0,31	-0,02	-0,29	-0,03	0,13
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,3	81,6	3,4	n.m.	5,0	6,8	5,7
EV/EBIT	9,7	n.m.	6,6	n.m.	9,4	15,6	11,3
KGV	13,4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	16,8
ROCE	4,8 %	-30,2 %	9,4 %	-7,4 %	8,8 %	5,4 %	7,0 %
Adj. Free Cash Flow Yield	15,1 %	n.a.	19,6 %	n.a.	14,1 %	9,8 %	12,2 %

Entwicklung Umsatz

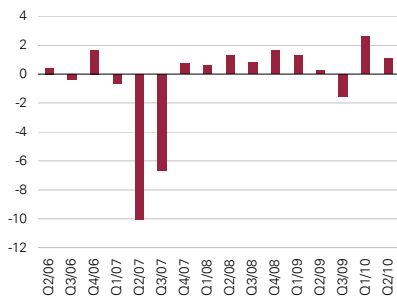
in EUR Mio.



Quelle: Brain Force

Entwicklung EBIT

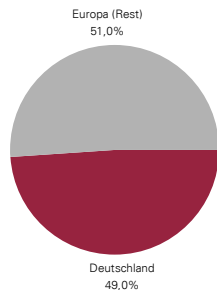
in EUR Mio.



Quelle: Brain Force

Umsatz nach Regionen

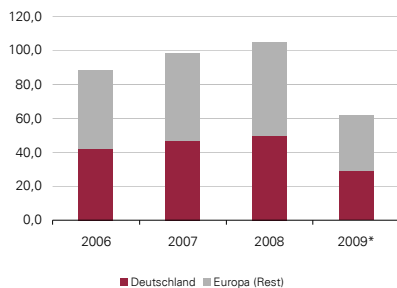
2009/10e



Quelle: Brain Force

Entwicklung Umsatz nach Regionen

in EUR Mio.



* Rumpfgeschäftsjahr

Quelle: Brain Force

Unternehmenshintergrund

Die Brain Force Holding ist eine österreichische Holdinggesellschaft mit verschiedenen IT-Service-Unternehmen mit eigenen Softwareprodukten. Gewachsen aus heterogenen Akquisitionen ist das Unternehmen nach einer Restrukturierung in 2008 nun auf folgende Bereiche fokussiert:

- Business Solutions: Vornehmlich IT-Dienstleistungen und Produkte im Bereich der Anwendungssoftware (Microsoft Dynamics) und der eigenen Lösungen für Finanzdienstleister (FINAS Suite).
- Infrastructure Optimization Solutions: Infrastruktur-Lösungen für die Implementierung, die Optimierung und den reibungslosen Betrieb von IT-Netzwerken sowie die weltweit größte SaaS-IT-Service-Management-Plattform.
- Professional Services: Body-Leasing von IT-Fachkräften.

Das Unternehmen hat sich zudem von unprofitablen und unattraktiven Geschäftsbereichen getrennt und die verbliebenen Geschäftsbereiche auf die profitablen Standorte fokussiert.

Wettbewerbsqualität

Als klassischer IT-Dienstleister positioniert sich Brain Force in einem hart umkämpften Markt mit einer heterogenen Wettbewerbsstruktur. Im Wettbewerb profitiert Brain Force:

- von 25 Jahren Erfahrung,
- hervorragenden Referenzen,
- einem starken, regionalen Footprint
- angemessener lokaler Personalstärke (kritische Masse)
- und fokussierten (margenstarken) eigenen Softwareprodukten im Bereich der Unternehmenssoftware für Finanzdienstleister, das IT-Service-Managements oder Produkte für die Infrastruktur-Optimierung.

Zudem stellt ein hoher Anteil an langfristig kontrahierten Bestandskunden das Geschäft der Brain Force auf ein gutes Fundament.

Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force Holding

in EUR Mio.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Umsatz	88,5	98,3	105	61,7	70,0	71,4	73,5
Herstellungskosten	0,0	79,1	77,4	49,3	56,0	53,9	55,5
Bruttoergebnis	88,5	19,3	27,1	12,4	14,0	17,5	18,0
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,0	11,9	11,0	6,7	7,7	7,9	8,2
Verwaltungskosten	0,0	14,2	10,7	6,6	7,6	7,7	7,4
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	-1,2	-1,1	-0,6	0,0	0,0	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	-1,4	4,4	0,0	0,0
EBITDA	6,5	0,3	8,2	-0,2	5,9	4,4	4,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	0,8	0,9	0,7	0,9	0,7	0,7
EBITA	5,8	-0,5	7,3	-0,9	5,0	3,7	4,3
Abschreibungen auf iAV	2,9	7,6	3,0	2,0	1,8	1,8	1,8
Goodwill-Abschreibung	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,9	-16,7	4,3	-2,9	3,2	1,9	2,5
Zinserträge	0,1	0,1	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,2	0,8	1,5	0,6	0,7	0,7	0,7
Finanzergebnis	0,3	-1,2	-1,4	-0,3	-3,2	-2,7	-0,7
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,2	-17,9	2,8	-3,1	0,0	-0,8	1,8
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,2	-17,9	2,8	-3,1	0,0	-0,8	1,8
Steuern gesamt	-0,9	2,0	4,4	-0,7	0,2	0,4	0,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,2	-19,9	-1,6	-2,4	-0,3	-1,2	1,3
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	-0,5	-2,4	-0,2	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,2	-19,9	-2,1	-4,8	-0,5	-1,2	1,3
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	-2,1	-4,8	-0,5	-1,2	1,3

Quellen: Brain Force Holding (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force Holding

in % vom Umsatz

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	0,0 %	80,4 %	74,1 %	80,0 %	80,0 %	75,5 %	75,5 %
Bruttoergebnis	100,0 %	19,6 %	25,9 %	20,1 %	20,0 %	24,5 %	24,5 %
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	0,0 %	12,1 %	10,5 %	10,9 %	11,0 %	11,0 %	11,1 %
Verwaltungskosten	0,0 %	14,5 %	10,3 %	10,6 %	10,8 %	10,8 %	10,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0 %	-1,2 %	-1,0 %	-1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-2,2 %	6,3 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	7,4 %	0,4 %	7,8 %	-0,3 %	8,4 %	6,2 %	6,7 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8 %	0,8 %	0,8 %	1,1 %	1,3 %	1,0 %	0,9 %
EBITA	6,5 %	-0,5 %	7,0 %	-1,4 %	7,1 %	5,2 %	5,8 %
Abschreibungen auf iAV	3,2 %	7,7 %	2,9 %	3,3 %	2,6 %	2,5 %	2,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	8,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	3,3 %	-17,0 %	4,1 %	-4,7 %	4,5 %	2,7 %	3,4 %
Zinserträge	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,3 %	0,8 %	1,4 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Finanzergebnis	0,4 %	-1,3 %	-1,4 %	-0,4 %	-4,6 %	-3,8 %	-1,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,7 %	-18,2 %	2,7 %	-5,1 %	-0,1 %	-1,1 %	2,5 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	3,7 %	-18,2 %	2,7 %	-5,1 %	-0,1 %	-1,1 %	2,5 %
Steuern gesamt	-1,1 %	2,0 %	4,2 %	-1,2 %	0,3 %	0,6 %	0,7 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,7 %	-20,3 %	-1,5 %	-3,9 %	-0,4 %	-1,6 %	1,8 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	-0,5 %	-3,9 %	-0,3 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,7 %	-20,3 %	-2,0 %	-7,8 %	-0,6 %	-1,6 %	1,8 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	4,7 %	-20,3 %	-2,0 %	-7,8 %	-0,6 %	-1,6 %	1,8 %

Quellen: Brain Force Holding (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz Brain Force Holding

in EUR Mio.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,8	28,9	25,8	24,7	14,4	13,2	12,1
davon übrige imm. VG	10,5	13,1	11,3	10,2	3,4	2,2	1,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	21,3	15,9	14,5	14,5	11,0	11,0	11,0
Sachanlagen	1,6	2,3	2,5	2,5	2,6	2,8	3,2
Finanzanlagen	0,7	0,2	0,2	0,2	10,0	8,0	8,0
Anlagevermögen	34,1	31,4	28,5	27,4	27,0	24,1	23,2
Vorräte	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,9	28,2	26,9	19,5	19,2	19,6	20,1
Sonstige Vermögensgegenstände	7,7	5,0	1,9	1,8	2,0	2,0	2,0
Liquide Mittel	13,5	9,4	8,8	5,5	3,5	2,5	4,4
Umlaufvermögen	47,5	42,9	37,8	27,1	25,1	24,5	26,9
Bilanzsumme (Aktiva)	81,6	74,3	66,3	54,4	52,0	48,6	50,2
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Kapitalrücklage	24,8	15,5	15,5	12,4	12,4	12,4	12,4
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-1,6	-0,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,0	-4,7	-6,8	-8,4	-7,4	-7,8	-7,8
Buchwert	48,1	26,3	24,1	19,3	19,9	18,3	19,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	48,1	26,3	24,1	19,3	19,9	18,3	19,6
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,9	2,6	2,3	2,0	1,5	1,0	1,0
Rückstellungen gesamt	10,0	7,5	4,3	5,1	3,6	1,6	1,6
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,5	16,0	13,7	11,2	11,0	11,0	11,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,5	9,8	8,3	7,5	8,2	8,4	8,7
Sonstige Verbindlichkeiten	12,4	14,8	15,9	11,3	9,3	9,3	9,3
Verbindlichkeiten	33,5	48,1	42,2	35,1	32,1	30,3	30,6
Bilanzsumme (Passiva)	81,6	74,3	66,3	54,4	52,0	48,6	50,2

Quellen: Brain Force Holding (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz Brain Force Holding

in % der Bilanzsumme

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	39,0 %	38,9 %	39,0 %	45,5 %	27,7 %	27,2 %	24,0 %
davon übrige imm. VG	12,9 %	17,6 %	17,1 %	18,8 %	6,5 %	4,6 %	2,1 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	26,1 %	21,4 %	21,9 %	26,7 %	21,2 %	22,7 %	22,0 %
Sachanlagen	2,0 %	3,1 %	3,8 %	4,5 %	4,9 %	5,8 %	6,3 %
Finanzanlagen	0,9 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	19,2 %	16,5 %	15,9 %
Anlagevermögen	41,8 %	42,3 %	43,0 %	50,4 %	51,9 %	49,5 %	46,3 %
Vorräte	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,5 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	31,7 %	37,9 %	40,6 %	35,8 %	36,9 %	40,3 %	40,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	9,5 %	6,8 %	2,9 %	3,3 %	3,9 %	4,1 %	4,0 %
Liquide Mittel	16,6 %	12,7 %	13,3 %	10,2 %	6,7 %	5,1 %	8,8 %
Umlaufvermögen	58,2 %	57,7 %	57,0 %	49,7 %	48,2 %	50,4 %	53,6 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	18,9 %	20,7 %	23,2 %	28,3 %	29,6 %	31,7 %	30,7 %
Kapitalrücklage	30,3 %	20,9 %	23,4 %	22,8 %	23,8 %	25,5 %	24,7 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,9 %	-3,3 %	-0,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	9,8 %	-6,3 %	-10,2 %	-15,5 %	-14,3 %	-16,2 %	-15,6 %
Buchwert	58,9 %	35,4 %	36,4 %	35,5 %	38,2 %	37,6 %	39,0 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	58,9 %	35,4 %	36,4 %	35,5 %	38,2 %	37,6 %	39,0 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,8 %	3,4 %	3,4 %	3,6 %	2,9 %	2,1 %	2,0 %
Rückstellungen gesamt	12,2 %	10,1 %	6,4 %	9,4 %	7,0 %	3,3 %	3,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,1 %	21,5 %	20,7 %	20,6 %	21,2 %	22,6 %	21,9 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,4 %	13,2 %	12,6 %	13,8 %	15,8 %	17,3 %	17,3 %
Sonstige Verbindlichkeiten	15,3 %	20,0 %	23,9 %	20,8 %	17,9 %	19,1 %	18,5 %
Verbindlichkeiten	41,0 %	64,7 %	63,6 %	64,6 %	61,8 %	62,4 %	61,0 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Brain Force Holding (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Brain Force Holding

in EUR Mio.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,2	-19,9	1,9	-3,4	-0,5	-1,2	1,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,7	0,8	0,9	0,7	0,9	0,7	0,7
Amortisation Goodwill	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,9	7,6	3,0	2,0	1,8	1,8	1,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-1,2	-0,3	-0,4	-0,5	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-3,7	-0,7	-0,2	0,1	-3,0	0,0	0,0
Cash Flow	4,1	-4,8	5,2	-1,1	-1,2	1,3	3,7
Veränderung Vorräte	0,0	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	3,6	0,5	1,0	7,2	0,3	-0,4	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,5	2,2	-1,4	-0,8	0,7	0,2	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	2,1	-3,7	-2,4	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	3,1	2,8	1,8	2,6	-1,6	-0,2	-0,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	7,2	-2,0	7,0	1,5	-2,8	1,1	3,5
CAPEX	-2,8	-2,8	-2,2	-1,9	-1,6	-1,6	-1,6
Zugänge aus Akquisitionen	-11,2	-6,9	-2,3	-0,3	2,2	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-13,9	-9,6	-4,4	-1,7	0,6	-1,6	-1,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-4,4	12,3	-2,3	-2,5	-0,2	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,8	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	-0,1	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	14,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	8,7	7,8	-2,3	-2,5	0,1	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	2,1	-3,8	0,3	-2,7	-2,1	-0,5	1,9
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	-1,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	13,2	9,4	8,8	5,5	3,5	3,0	4,9

Quellen: Brain Force Holding (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kennzahlen Brain Force Holding

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,8 %	27,8 %	21,8 %	22,5 %	21,8 %	21,8 %	21,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	75.538	85.805	92.564	63.078	68.166	66.219	64.957
EBITDA je Mitarbeiter	5.559	302	7.254	-207	5.726	4.106	4.352
EBIT-Marge	3,3 %	-17,0 %	4,1 %	-4,7 %	4,5 %	2,7 %	3,4 %
EBITDA / Operating Assets	33,8 %	1,6 %	38,6 %	-1,4 %	42,1 %	30,7 %	32,9 %
ROA	12,2 %	-63,3 %	-7,4 %	-17,6 %	-1,6 %	-4,3 %	4,9 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	54,9	42,2	41,9	25,0	27,4	25,1	23,1
Operating Assets Turnover	4,6	4,7	4,9	4,2	5,0	4,9	4,9
Capital Employed Turnover	1,5	2,0	2,5	1,7	1,9	2,0	2,0
Kapitalverzinsung							
ROCE	4,8 %	-30,2 %	9,4 %	-7,4 %	8,8 %	5,4 %	7,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	10,7 %	0,6 %	17,8 %	-0,5 %	16,4 %	12,5 %	13,9 %
ROE	8,7 %	-75,8 %	-8,7 %	-25,0 %	-2,3 %	-6,2 %	6,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	17,4 %	-53,6 %	-8,3 %	-22,2 %	-2,3 %	-6,1 %	6,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	17,4 %	-53,6 %	-6,3 %	-11,1 %	-1,3 %	-6,1 %	6,7 %
ROIC	6,7 %	-38,1 %	-3,5 %	-6,4 %	-0,7 %	-3,3 %	3,6 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-11,0	6,5	4,9	5,7	7,5	8,0	6,1
Net Gearing	-22,8 %	24,9 %	20,2 %	29,2 %	38,0 %	42,6 %	30,3 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	1889,0 %	164,4 %	176,4 %	172,6 %	180,6 %	170,8 %	182,7 %
Current ratio	2,1	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5
Acid Test Ratio	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
EBITDA / Zinsaufwand	29,5	0,4	5,5	0,0	8,4	6,3	7,0
Netto Zinsdeckung	30,7	n.a.	3,0	n.a.	4,5	2,8	3,6
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	4,4	-4,8	4,8	-0,3	-4,4	-0,5	1,9
Free Cash Flow / Umsatz	5,0 %	-4,9 %	4,6 %	-0,5 %	-6,3 %	-0,7 %	2,6 %
Adj. Free Cash Flow	4,3	-1,9	5,5	-4,4	4,2	2,9	3,4
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	2,2 %	-4,1 %	2,7 %	-4,8 %	5,0 %	2,6 %	3,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	105,7 %	24,3 %	-228,4 %	6,5 %	974,9 %	40,4 %	148,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,9 %	0,6 %	0,4 %	5,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,7 %	8,5 %	10,0 %	5,0 %	6,3 %	6,4 %	6,4 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	3,1 %	2,7 %	2,1 %	3,0 %	2,3 %	2,2 %	2,2 %
Maint. Capex / Umsatz	2,5 %	2,3 %	2,0 %	2,8 %	2,1 %	2,1 %	2,0 %
CAPEX / Abschreibungen	76,3 %	15,7 %	57,4 %	69,2 %	58,6 %	64,0 %	65,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,0 %	18,5 %	17,9 %	25,1 %	16,9 %	16,1 %	15,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	303,4 %	288,0 %	322,5 %	258,5 %	234,1 %	233,3 %	231,0 %
Inventory processing period (Tage)	1,4	1,0	0,6	1,6	1,8	1,8	1,8
Receivables collection period (Tage)	107	105	93,9	115	100	100	100
Payables payment period (Tage)	35,1	36,3	29,1	44,5	43,0	43,0	43,0
Cash conversion cycle (Tage)	72,9	69,3	65,5	72,2	58,8	58,8	58,8
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	0,4	0,8	0,9	1,1	1,0	1,1	1,0
EV/sales	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,3	81,6	3,4	n.m.	5,0	6,8	5,7
EV/EBIT	9,7	n.m.	6,6	n.m.	9,4	15,6	11,3
EV/FCF	6,4	n.m.	5,9	n.m.	n.m.	n.m.	14,6
P/E	13,4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	16,8
P/CF	5,0	neg.	4,0	neg.	neg.	15,5	5,5
Adj. Free Cash Flow Yield	14,6 %	n.a.	18,5 %	n.a.	n.a.	4,4 %	13,2 %

Quellen: Brain Force Holding (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Brain Force

Angaben in Mio. EUR

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	-2,1	-4,8	-0,5	-1,2	1,3
+ Abschreibung + Amortisation	3,6	17,0	3,9	2,7	2,7	2,5	2,4
- Zinsergebnis (netto)	0,3	-1,2	-1,4	-0,3	-3,2	-2,7	-0,7
+ Steuern	-0,9	2,0	4,4	-0,7	0,2	0,4	0,5
- Erhaltungsinvestitionen	2,2	2,3	2,1	1,7	1,5	1,5	1,5
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	4,3	-1,9	5,5	-4,4	4,2	2,9	3,4
Adjustierter Free Cash Flow Yield	15,1%	-6,8%	19,6%	-15,5%	14,1%	9,8%	12,2%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	28,2	28,2	28,2	28,2	29,7	30,1	28,2
= Fairer Enterprise Value	42,7	-	55,5	-	41,9	29,4	34,4
- Nettoverschuldung (Cash)	5,6	5,6	5,6	5,6	7,5	8,5	6,6
- Pensionsverbindlichkeiten	2,0	2,0	2,0	2,0	1,5	1,0	1,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	35,1	-	47,8	-	32,9	19,9	26,8
Aktienanzahl (Mio.)	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	2,28	-	3,11	-	2,14	1,29	1,74
Premium (-) / Discount (+) in %	70,1%	-	132,1%	-	59,5%	-3,6%	30,0%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	1,64	-	2,28	-	1,51	0,85	1,23
	12,0%	1,82	-	2,51	-	1,68	0,97	1,37
Fairer	11,0%	2,03	-	2,78	-	1,89	1,12	1,54
Free Cash Flow	10,0%	2,28	-	3,11	-	2,14	1,29	1,74
Yield	9,0%	2,59	-	3,51	-	2,44	1,50	1,99
	8,0%	2,97	-	4,01	-	2,82	1,77	2,30
	7,0%	3,47	-	4,65	-	3,30	2,11	2,70

Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

DCF Modell - Brain Force

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	70,0	71,4	73,5	77,2	81,1	85,1	89,4	93,9	96,2	98,6	101,1	103,6	106,2	108,8
Veränderung	13,5%	2,0%	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	3,2	1,9	2,5	2,7	3,2	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9
EBIT-Marge	4,5%	2,7%	3,4%	3,5%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Steuerquote	-400,0%	-51,8%	27,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	33,0%	35,0%	38,0%	39,0%
NOPAT	3,4	2,9	1,8	1,9	2,3	2,7	2,8	3,0	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Abschreibungen in % vom Umsatz	2,7	2,5	2,4	1,9	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2
	3,9%	3,5%	3,3%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,4
- Investitionen	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2
Investitionsquote	2,3%	2,2%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Übriges	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	-0,1
Free Cash Flow (WACC-Modell)	4,8	3,1	2,4	1,6	1,6	2,0	2,1	2,2	2,6	3,2	3,1	3,1	4,1	2,5

Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	5,0%	WACC	10,56%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	19,1		
Terminal Value	7,5		
Verbindlichkeiten	-13,2		
Liquide Mittel	5,5	Aktienzahl (Mio.)	15,39
Eigenkapitalwert	18,9	Wert je Aktie (EUR)	1,23

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

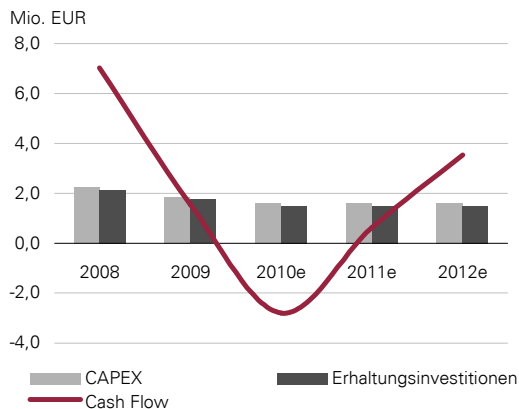
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
11,56%	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09
11,06%	1,11	1,12	1,13	1,14	1,15	1,17	1,18
10,81%	1,15	1,16	1,17	1,18	1,20	1,21	1,23
10,56%	1,19	1,20	1,22	1,23	1,25	1,26	1,28
10,31%	1,23	1,25	1,26	1,28	1,30	1,32	1,33
10,06%	1,28	1,30	1,31	1,33	1,35	1,37	1,39
9,56%	1,39	1,41	1,43	1,45	1,47	1,50	1,52

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,56%	0,94	1,21	1,48	1,75	2,02	2,30	2,57
11,06%	0,99	1,27	1,56	1,84	2,12	2,40	2,68
10,81%	1,02	1,31	1,60	1,88	2,17	2,46	2,75
10,56%	1,05	1,34	1,64	1,93	2,23	2,52	2,81
10,31%	1,08	1,38	1,68	1,98	2,28	2,58	2,89
10,06%	1,12	1,42	1,73	2,04	2,35	2,65	2,96
9,56%	1,19	1,51	1,84	2,16	2,48	2,80	3,13

Quelle: SES Research

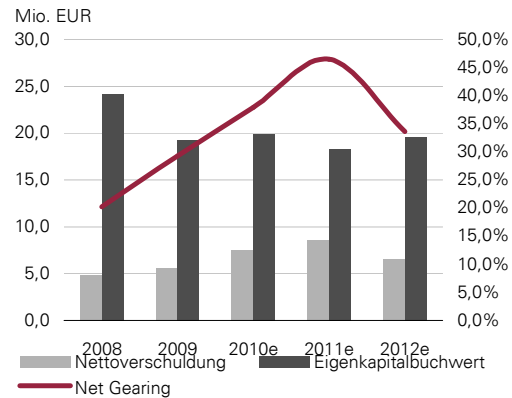
Investitionen und Cash Flow - Brain Force



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Capex und Erhaltungsinvestitionen sind relativ konstant
- Restrukturierungsjahr 2007 mit negativem Cash Flow

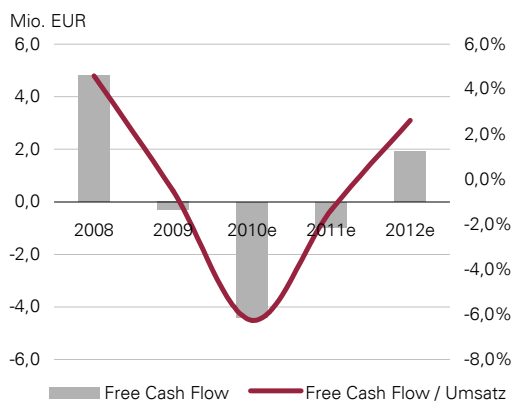
Bilanzqualität - Brain Force



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Nettoverschuldung in 2007 stark angestiegen
- Abschreibungen haben EK reduziert
- Net Gearing sinkt in 2011 auf ein angemessenes Niveau

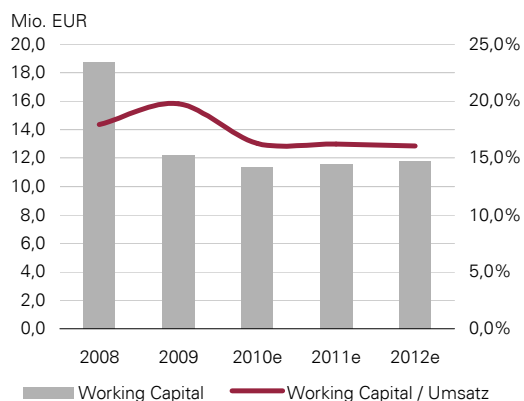
Free Cash Flow Generation - Brain Force



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- FCF im Restrukturierungsjahr 2007 deutlich negativ
- Im Turn-Around-Jahr 2010 mehr Kapitalbedarf
- Typische positive CF Generierung ab 2011ff

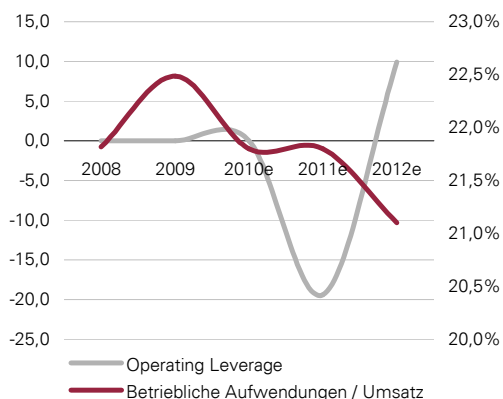
Working Capital - Brain Force



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Working Capital sinkt mit Umsatzrückgang
- Die Quote konnte ebenfalls gesenkt werden
- Im Vergleich zum Umsatz ist das Niveau branchentypisch

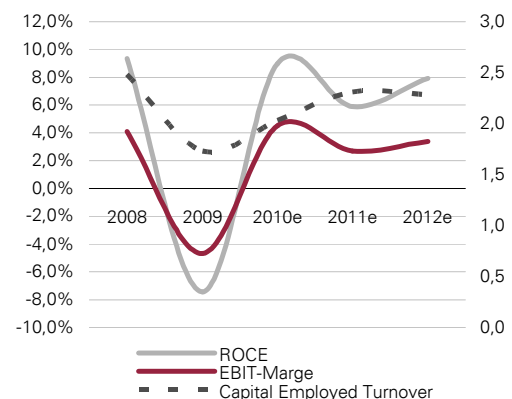
Operating Leverage - Brain Force



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Operating Leverage nicht aussagekräftig
- Ursache war das Schwanken des Ergebnisses...
- ...bei zuletzt betragsmässig geringer Höhe

ROCE Entwicklung - Brain Force



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- EBIT wird in 2010 wieder positiv
- Stabiles 4,5%-Margenniveau sollte erreicht werden
- ROCE verhält sich analog

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K Kaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

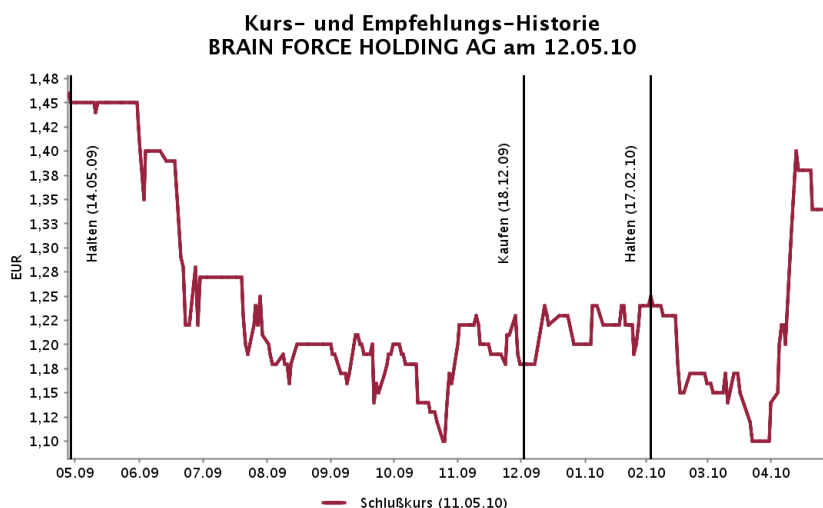
“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	114	57%
Halten	55	28%
Verkaufen	11	6%
Empf. ausgesetzt	20	10%
Gesamt	200	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	87	64%
Halten	36	26%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	11	8%
Gesamt	136	



SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
 Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemier	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de		

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

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


M. M. WARBURG & CO
 1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	Felix Schulte Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
Wibke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com