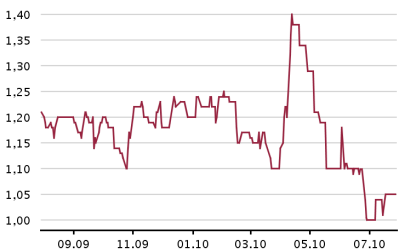


Halten (alt: Halten)

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

Kurs EUR 1,05
Bloomberg BFC AV
Reuters BFCG
Branche IT Dienstleister

Europaweit aktive IT-Dienstleistungs-Holding mit eigenem Produktportfolio



Aktien Daten: 12.08.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 16,2 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 25,2 Mio.
Buchwert: EUR 19,9 Mio.
Aktienanzahl: 15,4 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 1,4 Tsd.

Aktionäre:
BEKO Holding AG 54,7 %
Free Float 27,8 %
Erster Priv. Inv. Club Köln 17,0 %
Cross Industries 0,6 %
Termine:
Geschäftsbericht 21.12.10

| Änderung | 2009/10e | | 2010/11e | | 2011/12e | |
|---------------|----------|----|----------|-----|----------|----|
| | alt | Δ% | alt | Δ% | alt | Δ% |
| Umsatz | 70,0 | 0 | 71,4 | 0 | 73,5 | 0 |
| EBIT | 3,2 | 0 | 1,9 | 0,0 | 2,5 | 0 |
| EPS | -0,03 | 0 | -0,08 | 0 | 0,08 | 0 |

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 13.08.2010
Analyst:
Felix Ellmann +49 (0)40-309537-120
ellmann@ses.de

Operativ noch negativ - Restrukturierung umgesetzt

Am 12.08.10 gab die Brain Force Holding die Quartalszahlen für das dritte Quartal 2009/10 bekannt. Das Ergebnis der ersten neun Monate war zwar aufgrund von nicht operativen Unternehmenstransaktionen mit EUR 3,4 Mio. deutlich positiv, operativ lag das Ergebnis jedoch **leicht unter den Erwartungen**.

Brain Force - Q3 2010

| Angaben in Mio. EUR | Q3/10 | Q3/10e | Q3/09 | yoy | 9M/10 | 9M/10e | 9M/09 | yoy |
|---------------------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| Umsatz | 16,6 | 17,0 | 21,0 | -21,1% | 54,0 | 54,4 | 70,5 | -23,4% |
| EBITDA | 0,4 | 0,5 | -0,1 | - | 5,7 | 5,8 | 3,4 | 68,8% |
| <i>Marge</i> | 2,5% | 3,0% | -0,5% | - | 10,5% | 10,6% | 4,8% | - |
| EBIT | -0,3 | -0,1 | -0,9 | - | 3,4 | 3,6 | 0,6 | 480,0% |
| <i>Marge</i> | -1,6% | -0,6% | -4,3% | - | 6,3% | 6,6% | 0,8% | - |
| EPS in EUR | -0,02 | 0,09 | -0,07 | - | 0,12 | 0,23 | -0,28 | - |

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

Trotz umfangreicher Restrukturierungsbemühungen wurde im Q3 mit EUR -0,3 ein negatives operatives EBIT erzielt. Die Erwartung (SES) eines marginalen operativen EBIT-Verlustes wurde damit nicht ganz erfüllt, wenngleich die ausgewiesenen absoluten Abweichungen vor dem Hintergrund der Umsatzgrößenordnungen gering sind. Grund für das Verfehlen der Prognose sind primär Abweichungen in der Top-Line. Die avisierten Umsätze wurden im schwachen Marktumfeld aufgrund **geringer Lizenzerlöse** (Produktverkäufe) und anhaltendem **Preisdruck im Servicegeschäft** nicht ganz erreicht.

Brain Force entgegnet dem Umsatzrückgang bereits seit mehreren Quartalen mit einer **umfangreichen Restrukturierung**, im Zuge derer die Belegschaft seit Ende 2008 um etwa 200 Mitarbeiter (30%) reduziert wurde. Aufgrund der Tatsache, dass ein Teil der durchgeführten Kostensenkungsmaßnahmen ihre volle Wirkung erst im kommenden Geschäftsjahr entfaltet, wird erst für 2010/11 mit einem positiven operativen Ergebnis gerechnet. Auch das Umsatzniveau dürfte sich dann auf niedrigem Niveau stabilisieren, da der Markt insbesondere im Body-Leasing-Umfeld (ca. 30% vom Konzernumsatz) wieder etwas anzieht. Zur Stabilisierung trägt auch die jüngste Akquisition der Brain Force („INISYS“) bei, welche das Know-how des Konzerns im attraktiven Microsoft-ERP/CRM-Umfeld ergänzt. **Die Prognosen werden nicht angepasst.**

Der Newsflow bleibt allerdings belastet, denn das kommende Q4 (drittes Kalenderquartal) zählt in der IT-Branche zu den schwächsten des Jahres und wird bei Brain Force in den Prognosen auf stand-alone-Basis **nochmals einen deutlichen operativen Verlust zeigen.**

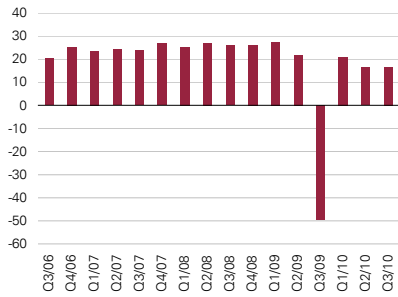
Trotz der derzeitigen Bewertungsreserve gegenüber dem ermittelten Kursziel (EUR 1,25) wird die Aktie daher weiter mit Halten eingestuft.

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 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 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 | -0,06 | 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 | 0,2 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 |
| EV/EBITDA | 3,6 | 68,7 | 2,9 | n.m. | 4,3 | 5,8 | 4,8 |
| EV/EBIT | 8,1 | n.m. | 5,5 | n.m. | 8,0 | 13,3 | 9,5 |
| KGV | 10,5 | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | 13,1 |
| ROCE | 4,8% | -30,2% | 9,4% | -7,4% | 9,0% | 5,9% | 7,9% |
| Adj. Free Cash Flow Yield | 18,0% | n.a. | 23,3% | n.a. | 16,6% | 11,4% | 14,5% |

Entwicklung Umsatz

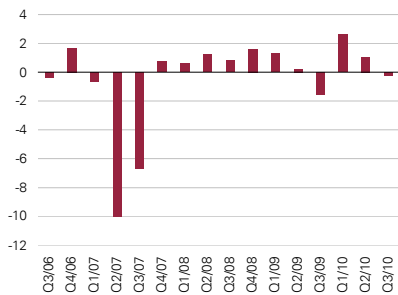
in EUR Mio.



Quelle: Brain Force

Entwicklung EBIT

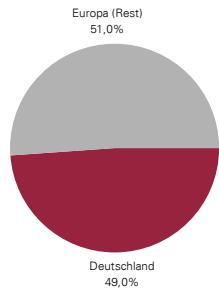
in EUR Mio.



Quelle: Brain Force

Umsatz nach Regionen

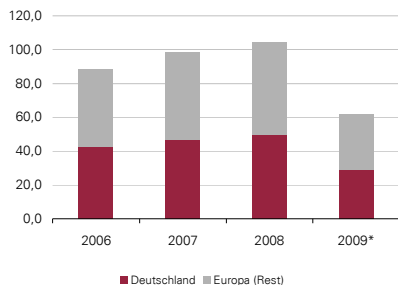
2009/10e



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 | -0,5 | 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 | 0,8 | 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 | 0,6 | 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 | -1,0 | 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 | 2,5 | 4,4 |

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 % | -1,7 % | -4,9 % | 5,6 % |
| 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 | 2,0 | 2,3 | 2,3 |
| Kapitalverzinsung | | | | | | | |
| ROCE | 4,8 % | -30,2 % | 9,4 % | -7,4 % | 9,0 % | 5,9 % | 7,9 % |
| EBITDA / Avg. Capital Employed | 10,7 % | 0,6 % | 17,8 % | -0,5 % | 16,8 % | 13,5 % | 15,6 % |
| ROE | 8,7 % | -75,8 % | -8,7 % | -25,0 % | -2,3 % | -6,4 % | 6,6 % |
| Jahresüberschuss / Avg. EK | 17,4 % | -53,6 % | -8,3 % | -22,2 % | -2,3 % | -6,1 % | 6,9 % |
| Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK | 17,4 % | -53,6 % | -6,3 % | -11,1 % | -1,3 % | -6,1 % | 6,9 % |
| ROIC | 6,7 % | -38,1 % | -3,5 % | -6,4 % | -0,7 % | -3,8 % | 4,0 % |
| Solvanz | | | | | | | |
| Nettoverschuldung | -11,0 | 6,5 | 4,9 | 5,7 | 7,5 | 8,5 | 6,6 |
| Net Gearing | -22,8 % | 24,9 % | 20,2 % | 29,2 % | 38,0 % | 46,5 % | 33,6 % |
| Buchwert EK / Buchwert Finanzv. | 1889,0 % | 164,4 % | 176,4 % | 172,6 % | 180,6 % | 166,3 % | 178,1 % |
| Current ratio | 2,1 | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,5 |
| Acid Test Ratio | 1,4 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,3 |
| 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 | -1,0 | 1,9 |
| Free Cash Flow / Umsatz | 5,0 % | -4,9 % | 4,6 % | -0,5 % | -6,3 % | -1,4 % | 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 % | 83,0 % | 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 | 0,3 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,8 |
| EV/sales | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 |
| EV/EBITDA | 3,6 | 68,7 | 2,9 | n.m. | 4,3 | 5,8 | 4,8 |
| EV/EBIT | 8,1 | n.m. | 5,5 | n.m. | 8,0 | 13,3 | 9,5 |
| EV/FCF | 5,4 | n.m. | 5,0 | n.m. | n.m. | n.m. | 12,3 |
| P/E | 10,5 | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | 13,1 |
| P/CF | 3,9 | neg. | 3,1 | neg. | neg. | 19,5 | 4,3 |
| Adj. Free Cash Flow Yield | 17,4 % | n.a. | 22,0 % | n.a. | n.a. | 3,2 % | 15,7 % |

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 | 18,0% | -8,0% | 23,3% | -18,4% | 16,6% | 11,4% | 14,5% | |
| Fairer Free Cash Flow Yield | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | |
| = Enterprise Value | 23,8 | 23,8 | 23,8 | 23,8 | 25,2 | 25,7 | 23,7 | |
| = 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 % | 117,1% | - | 196,1% | - | 103,5% | 23,0% | 65,9% | |
| 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 | 19,3 | | |
| Terminal Value | 7,6 | | |
| Verbindlichkeiten | -13,2 | | |
| Liquide Mittel | 5,5 | Aktienzahl (Mio.) | 15,39 |
| Eigenkapitalwert | 19,3 | Wert je Aktie (EUR) | 1,25 |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**Ewiges Wachstum**

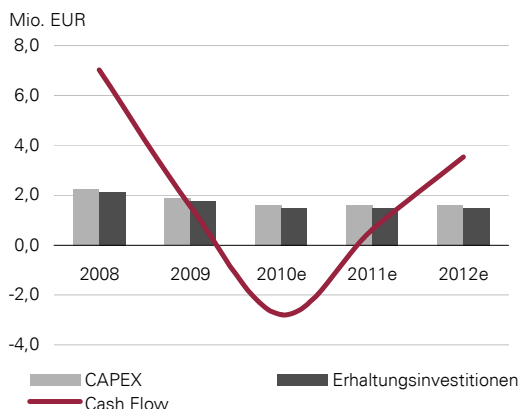
| WACC | 1,75% | 2,00% | 2,25% | 2,50% | 2,75% | 3,00% | 3,25% |
|---------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
| 11,56% | 1,05 | 1,06 | 1,07 | 1,08 | 1,09 | 1,10 | 1,12 |
| 11,06% | 1,13 | 1,14 | 1,15 | 1,16 | 1,17 | 1,19 | 1,20 |
| 10,81% | 1,17 | 1,18 | 1,19 | 1,21 | 1,22 | 1,24 | 1,25 |
| 10,56% | 1,21 | 1,22 | 1,24 | 1,25 | 1,27 | 1,28 | 1,30 |
| 10,31% | 1,26 | 1,27 | 1,29 | 1,30 | 1,32 | 1,34 | 1,36 |
| 10,06% | 1,30 | 1,32 | 1,34 | 1,35 | 1,37 | 1,39 | 1,42 |
| 9,56% | 1,41 | 1,43 | 1,45 | 1,47 | 1,49 | 1,52 | 1,55 |

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% | 0,96 | 1,23 | 1,51 | 1,78 | 2,06 | 2,33 | 2,61 |
| 11,06% | 1,01 | 1,30 | 1,58 | 1,87 | 2,15 | 2,44 | 2,73 |
| 10,81% | 1,04 | 1,33 | 1,62 | 1,91 | 2,21 | 2,50 | 2,79 |
| 10,56% | 1,07 | 1,37 | 1,67 | 1,96 | 2,26 | 2,56 | 2,86 |
| 10,31% | 1,10 | 1,41 | 1,71 | 2,01 | 2,32 | 2,62 | 2,93 |
| 10,06% | 1,14 | 1,45 | 1,76 | 2,07 | 2,38 | 2,69 | 3,00 |
| 9,56% | 1,21 | 1,54 | 1,86 | 2,19 | 2,52 | 2,84 | 3,17 |

Quelle: SES Research

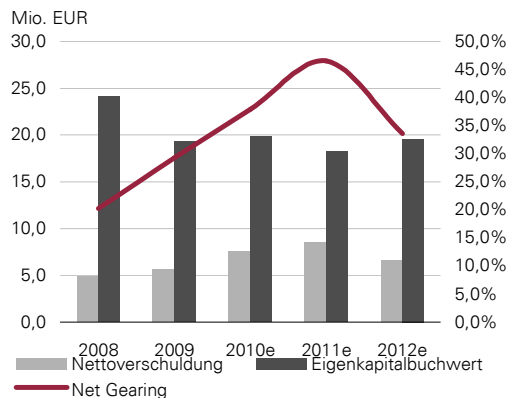
Investitionen und Cash Flow - Brain Force



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

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

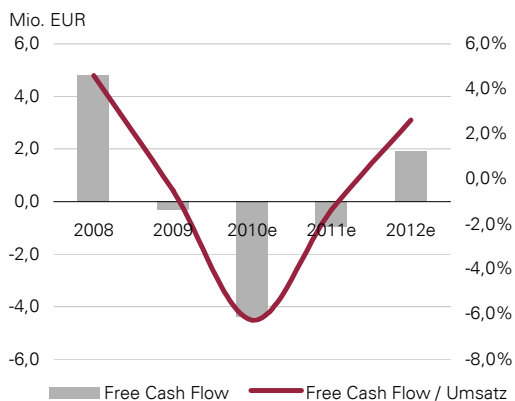
Bilanzqualität - Brain Force



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

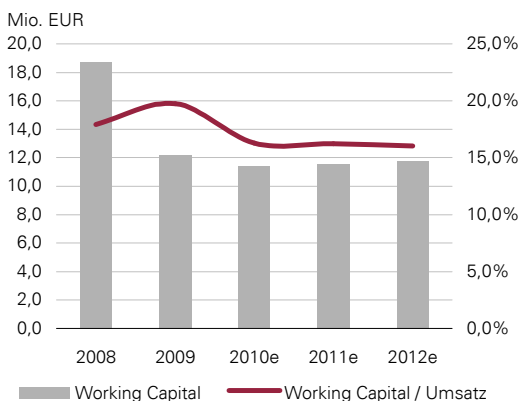
Free Cash Flow Generation - Brain Force



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

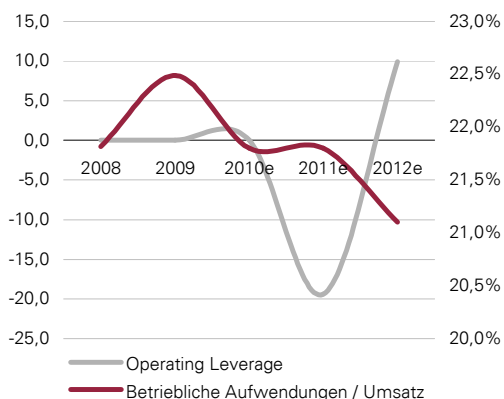
Working Capital - Brain Force



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

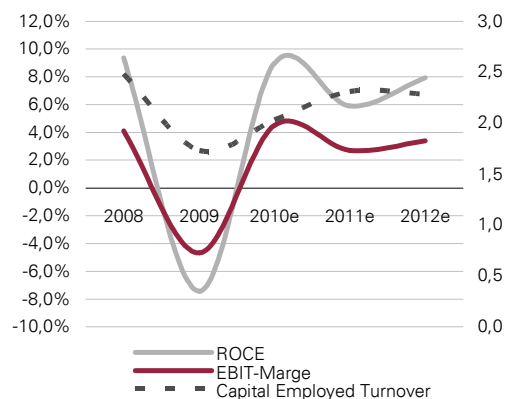
Operating Leverage - Brain Force



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.

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.

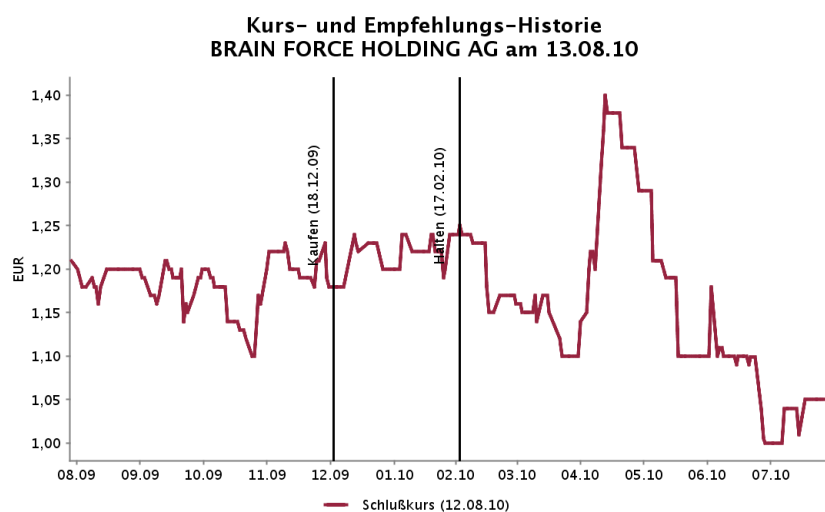
“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen | 122 | 63% |
| Halten | 49 | 25% |
| Verkaufen | 6 | 3% |
| Empf. ausgesetzt | 16 | 8% |
| Gesamt | 193 | |

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 | 95 | 71% |
| Halten | 29 | 22% |
| Verkaufen | 2 | 2% |
| Empf. ausgesetzt | 7 | 5% |
| Gesamt | 133 | |



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