

**Halten** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 1,25** (alt: 1,50)

**Kurs** EUR 1,24  
**Bloomberg** BFC AV  
**Reuters** BFCG  
**Branche** IT Dienstleister

**Europaweit aktive IT-Dienstleistungs-Holding mit eigenem Produktportfolio**



Aktien Daten: 16.02.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 19,1 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 23,9 Mio.  
**Buchwert:** EUR 19,3 Mio.  
**Aktienanzahl:** 15,4 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 4,4 Tsd.

**Aktionäre:**  
 BEKO Holding AG 54,7 %  
 Free Float 27,8 %  
 Erster Priv. Inv. Club Köln 17,0 %  
 Cross Industries 0,6 %  
**Termine:**  
 HV 24.02.10  
 Zahlen Q2 12.05.10  
 Zahlen Q3 12.08.10

Änderung	2009/10e		2010/11e		2011/12e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	81,6	-14,2	85,7	-14,2	77,2	-
<b>EBIT</b>	3,2	-67,7	2,9	-14,2	2,6	-
<b>EPS</b>	0,16	-93,8	0,09	-33,3	0,07	-

Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 17.02.2010  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 ellmann@ses.de

## Operativ Schwaches Q4 - weitere Restrukturierung

Am 16.02.10 gab die Brain Force Holding die Zahlen für das erste Quartal 2009/10 bekannt (entspricht dem vierten Kalenderquartal 2009). Dieses fiel **operativ schwach** aus und lag unterhalb der Erwartungen.

Brain Force - Q1 2010							
Angaben in Mio. EUR	Q1/10	Q1/10e	Q1/09	yoy	2010e	2009	yoy
<b>Umsatz</b>	21,0	22,8	27,5	-5,7%	70,0	61,7	13,5%
<b>EBITDA</b>	3,5	4,4	2,3	-	3,5	-0,2	-
<i>Marge</i>	16,7%	0,3%	8,2%		5,0%	-0,3%	
<b>EBIT</b>	2,6	3,4	1,3	-	0,7	-2,9	-
<i>Marge</i>	12,4%	-3,4%	4,7%		1,1%	-4,7%	
<b>EPS in EUR</b>	0,15	0,20	0,03	-	0,00	-0,31	-

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

Anzumerken ist, dass durch den Verkauf des Professional Services Geschäftes in Österreich EUR 3,80 Mio. in Cash generiert und ein einmaliger Buchgewinn von EUR 2,4 Mio. erzielt wurde (siehe hierzu auch Comment vom 17.12.09). Der **Verkauf des österreichischen „Body-Leasing“-Geschäftes war sehr attraktiv**, da die Gesellschaft ein EBIT von lediglich EUR 0,2 Mio. erwirtschaftet hat. Dieser Verkauf ermöglicht weiteres, strategisch, orientiertes, anorganisches Wachstum.

Ebenfalls sehr positiv zu werten ist der Abschluss eines **Beteiligungsvertrages im Berichtsquartal mit dem 3TS Cisco Growth Fund**, der sukzessive die Mehrheit an der Brain Force Tochter SolveDirect übernehmen und im Gegenzug deren aussichtsreiche US-Expansion finanzieren wird. Es erscheint aus heutiger Sicht gut möglich, dass es so gelingt, die Beteiligung an der SolveDirect (EBITDA > 1 Mio., 41 MA) deutlich aufzuwerten. Durch das Investment des 3TS Cisco Growth Funds sowie die strategische und operative Unterstützung des 3TS-Netzwerkes in den USA plant SolveDirect innerhalb der nächsten Jahre im US-Markt eine relevante Position aufzubauen und die Umsätze der Gesellschaft vom derzeitigen Niveau mehr als zu verdreifachen. Hieraus kann sich mittelfristig ein deutliches Bewertungspotenzial der Brain Force ergeben.

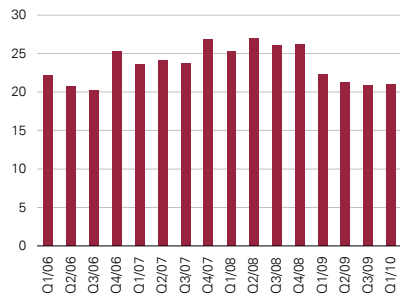
**Kurzfristig entscheidend ist jedoch das Verfehlen der Erwartungen**, was auf ein weiterhin relativ schwaches Marktumfeld und spezifische Entwicklungen bei Brain Force zurückzuführen ist. In nahezu allen Regionen verlief das Geschäft nicht zufriedenstellend und generell schwache Lizenzerlöse belasteten die Ertragslage. Da Unternehmen derzeit Projekte zunächst mit eigenen Mitarbeitern besetzen, bevor sie auf Dienstleister wie Brain Force zurückgreifen und generell extrem zurückhaltend in Lizenzen/Projekte investieren, muss die Struktur weiter optimiert werden. Dies macht eine **erneute Restrukturierung notwendig**, die sofort begonnen wurde und das Ergebnis im laufenden Jahr voraussichtlich um weitere EUR 1,4 Mio. belasten wird. Für das Gesamtjahr 2009/10 ist aufgrund des oben genannten Buchgewinnes dennoch ein positives EBIT realistisch. **Für das kommende Quartal ist jedoch zunächst mit einem deutlichen Verlust zu rechnen.**

Die Reduktion der Schätzungen, hier insbesondere die Berücksichtigung des schwachen Marktumfeldes und die erneute Restrukturierung, führt zu einer Senkung des Kurszieles. **Die Aktie wird nun wieder mit Halten eingestuft. Das Kursziel lautet EUR 1,25 (1,50).**

Geschäftsjahresende: 30.9.							
in EUR Mio. 2009/09 ist Rumpfgeschäftsjahr	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e
<b>Umsatz</b>	76,6	88,5	98,3	105	61,7	70,0	73,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	18,9 %	15,5 %	11,1 %	6,3 %	-41,0 %	13,5 %	5,0 %
<b>Bruttoergebnis</b>	76,6	88,5	19,3	27,1	12,4	15,4	18,0
<i>Bruttomarge</i>	100,0 %	100,0 %	19,6 %	25,9 %	20,1 %	22,0 %	24,5 %
<b>EBITDA</b>	6,0	6,5	0,3	8,2	-0,2	3,8	5,4
<i>EBITDA-Marge</i>	7,9 %	7,4 %	0,4 %	7,8 %	-0,3 %	5,4 %	7,3 %
<b>EBIT</b>	3,6	2,9	-16,7	4,3	-2,9	1,0	2,5
<i>EBIT-Marge</i>	4,7 %	3,3 %	-17,0 %	4,1 %	-4,7 %	1,5 %	3,4 %
<b>Jahresüberschuss</b>	3,0	4,2	-19,9	-2,1	-4,8	0,1	1,0
<b>EPS</b>	0,30	0,10	-1,29	-0,14	-0,31	0,01	0,06
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,55	0,31	-0,31	0,31	-0,02	-0,07	0,11
<b>Dividende</b>	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.
<b>EV/Umsatz</b>	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
<b>EV/EBITDA</b>	4,4	4,1	77,1	3,3	n.m.	6,4	4,2
<b>EV/EBIT</b>	7,5	9,1	n.m.	6,2	n.m.	23,2	8,9
<b>KGV</b>	4,1	12,4	n.m.	n.m.	n.m.	124,0	20,7
<b>ROCE</b>	n.a.	4,8 %	-30,2 %	9,4 %	-7,4 %	2,8 %	6,6 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	n.a.	16,0 %	n.a.	20,8 %	n.a.	9,5 %	17,0 %

## Entwicklung Umsatz

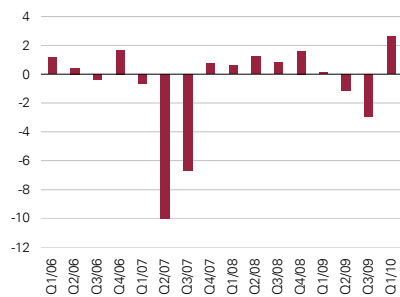
in EUR Mio.



Quelle: Brain Force

## Entwicklung EBIT

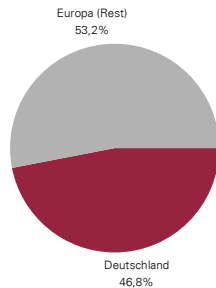
in EUR Mio.



Quelle: Brain Force

## Umsatz nach Regionen

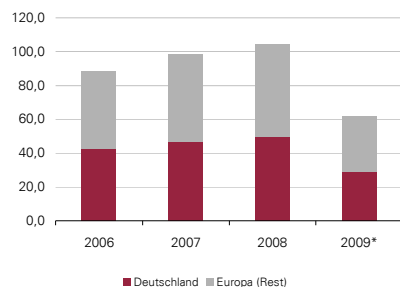
2009



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:

- Professional Services: Body-Leasing von IT-Fachkräften.
- 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.

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. 2008/09 ist Rumpfgeschäftsjahr

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e
<b>Umsatz</b>	<b>76,6</b>	<b>88,5</b>	<b>98,3</b>	<b>105</b>	<b>61,7</b>	<b>70,0</b>	<b>73,5</b>
Herstellungskosten	0,0	0,0	79,1	77,4	49,3	54,6	55,5
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>76,6</b>	<b>88,5</b>	<b>19,3</b>	<b>27,1</b>	<b>12,4</b>	<b>15,4</b>	<b>18,0</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,0	0,0	11,9	11,0	6,7	7,8	8,2
Verwaltungskosten	0,0	0,0	14,2	10,7	6,6	7,7	7,4
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	-1,2	-1,1	-0,6	2,5	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>0,3</b>	<b>8,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,4</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,5	0,7	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7
<b>EBITA</b>	<b>3,6</b>	<b>5,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>7,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0	2,9	7,6	3,0	2,0	2,0	2,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>-16,7</b>	<b>4,3</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,1	0,0	0,4	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,2	0,8	1,5	0,6	0,7	0,7
Finanzergebnis	0,1	0,3	-1,2	-1,4	-0,3	-0,9	-0,7
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>-17,9</b>	<b>2,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>-17,9</b>	<b>2,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>
Steuern gesamt	0,5	-0,9	2,0	4,4	-0,7	0,0	0,8
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	-0,5	-2,4	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,8</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>
Minority interest	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,8</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force Holding**

in % vom Umsatz 2008/09 ist Rumpfgeschäftsjahr

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Herstellungskosten	0,0 %	0,0 %	80,4 %	74,1 %	80,0 %	78,0 %	75,5 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>19,6 %</b>	<b>25,9 %</b>	<b>20,1 %</b>	<b>22,0 %</b>	<b>24,5 %</b>
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	0,0 %	0,0 %	12,1 %	10,5 %	10,9 %	11,1 %	11,1 %
Verwaltungskosten	0,0 %	0,0 %	14,5 %	10,3 %	10,6 %	11,0 %	10,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	-1,2 %	-1,0 %	-1,0 %	3,6 %	0,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>-2,2 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7,9 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>7,8 %</b>	<b>-0,3 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>7,3 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,2 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %
<b>EBITA</b>	<b>4,7 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>-0,5 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>-1,4 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>6,3 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	3,2 %	7,7 %	2,9 %	3,3 %	2,9 %	2,9 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	8,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>4,7 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>-17,0 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>-4,7 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>3,4 %</b>
Zinserträge	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,0 %	0,3 %	0,8 %	1,4 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Finanzergebnis	0,1 %	0,4 %	-1,3 %	-1,4 %	-0,4 %	-1,3 %	-1,0 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,8 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>-18,2 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>-5,1 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>2,5 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>4,8 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>-18,2 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>-5,1 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>2,5 %</b>
Steuern gesamt	0,7 %	-1,1 %	2,0 %	4,2 %	-1,2 %	0,0 %	1,1 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,1 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>-20,3 %</b>	<b>-1,5 %</b>	<b>-3,9 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>1,4 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,5 %	-3,9 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>4,1 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>-20,3 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>-7,8 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>1,4 %</b>
Minority interest	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,0 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>-20,3 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>-7,8 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>1,4 %</b>

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

<b>Bilanz Brain Force Holding</b>							
in EUR Mio.							
	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	31,8	28,9	25,8	24,7	23,4	22,0
davon übrige imm. VG	0,0	10,5	13,1	11,3	10,2	8,9	7,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	21,3	15,9	14,5	14,5	14,5	14,5
Sachanlagen	0,0	1,6	2,3	2,5	2,5	2,7	2,9
Finanzanlagen	0,0	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,0</b>	<b>34,1</b>	<b>31,4</b>	<b>28,5</b>	<b>27,4</b>	<b>26,3</b>	<b>25,1</b>
Vorräte	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	25,9	28,2	26,9	19,5	19,4	20,3
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0	7,7	5,0	1,9	1,8	1,8	1,8
Liquide Mittel	0,0	13,5	9,4	8,8	5,5	8,3	10,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>0,0</b>	<b>47,5</b>	<b>42,9</b>	<b>37,8</b>	<b>27,1</b>	<b>29,7</b>	<b>32,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>0,0</b>	<b>81,6</b>	<b>74,3</b>	<b>66,3</b>	<b>54,4</b>	<b>56,0</b>	<b>57,4</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	0,0	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Kapitalrücklage	0,0	24,8	15,5	15,5	12,4	12,4	12,4
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	1,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	8,0	-4,7	-6,8	-8,4	-7,0	-7,0
Buchwert	0,0	48,1	26,3	24,1	19,3	20,8	21,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>0,0</b>	<b>48,1</b>	<b>26,3</b>	<b>24,1</b>	<b>19,3</b>	<b>20,8</b>	<b>21,8</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	3,9	2,6	2,3	2,0	2,0	2,0
Rückstellungen gesamt	0,0	10,0	7,5	4,3	5,1	5,1	5,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	2,5	16,0	13,7	11,2	11,2	11,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,0	8,5	9,8	8,3	7,5	7,5	7,9
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	12,4	14,8	15,9	11,3	11,3	11,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>0,0</b>	<b>33,5</b>	<b>48,1</b>	<b>42,2</b>	<b>35,1</b>	<b>35,1</b>	<b>35,5</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>0,0</b>	<b>81,6</b>	<b>74,3</b>	<b>66,3</b>	<b>54,4</b>	<b>56,0</b>	<b>57,4</b>

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

<b>Bilanz Brain Force Holding</b>							
in % der Bilanzsumme							
	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	n.a.	39,0 %	38,9 %	39,0 %	45,5 %	41,8 %	38,3 %
davon übrige imm. VG	n.a.	12,9 %	17,6 %	17,1 %	18,8 %	15,9 %	13,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	n.a.	26,1 %	21,4 %	21,9 %	26,7 %	25,9 %	25,3 %
Sachanlagen	n.a.	2,0 %	3,1 %	3,8 %	4,5 %	4,8 %	5,1 %
Finanzanlagen	n.a.	0,9 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>n.a.</b>	<b>41,8 %</b>	<b>42,3 %</b>	<b>43,0 %</b>	<b>50,4 %</b>	<b>46,9 %</b>	<b>43,7 %</b>
Vorräte	n.a.	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	n.a.	31,7 %	37,9 %	40,6 %	35,8 %	34,6 %	35,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	n.a.	9,5 %	6,8 %	2,9 %	3,3 %	3,2 %	3,1 %
Liquide Mittel	n.a.	16,6 %	12,7 %	13,3 %	10,2 %	14,8 %	17,4 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>n.a.</b>	<b>58,2 %</b>	<b>57,7 %</b>	<b>57,0 %</b>	<b>49,7 %</b>	<b>53,0 %</b>	<b>56,2 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>n.a.</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	n.a.	18,9 %	20,7 %	23,2 %	28,3 %	27,5 %	26,8 %
Kapitalrücklage	n.a.	30,3 %	20,9 %	23,4 %	22,8 %	22,1 %	21,6 %
Gewinnrücklagen	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,2 %	2,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	n.a.	9,8 %	-6,3 %	-10,2 %	-15,5 %	-12,6 %	-12,3 %
Buchwert	n.a.	58,9 %	35,4 %	36,4 %	35,5 %	37,2 %	38,1 %
Anteile Dritter	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>n.a.</b>	<b>58,9 %</b>	<b>35,4 %</b>	<b>36,4 %</b>	<b>35,5 %</b>	<b>37,2 %</b>	<b>38,1 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	n.a.	4,8 %	3,4 %	3,4 %	3,6 %	3,5 %	3,4 %
Rückstellungen gesamt	n.a.	12,2 %	10,1 %	6,4 %	9,4 %	9,2 %	8,9 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	n.a.	3,1 %	21,5 %	20,7 %	20,6 %	20,0 %	19,5 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	n.a.	10,4 %	13,2 %	12,6 %	13,8 %	13,4 %	13,8 %
Sonstige Verbindlichkeiten	n.a.	15,3 %	20,0 %	23,9 %	20,8 %	20,2 %	19,7 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>n.a.</b>	<b>41,0 %</b>	<b>64,7 %</b>	<b>63,6 %</b>	<b>64,6 %</b>	<b>62,7 %</b>	<b>61,9 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>n.a.</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

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

**Kapitalflussrechnung Brain Force Holding**

in EUR Mio.

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,1	4,2	-19,9	1,9	-3,4	0,1	1,0
Abschreibung Anlagevermögen	2,5	0,7	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	2,9	7,6	3,0	2,0	2,0	2,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	-1,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-3,7	-0,7	-0,2	0,1	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>5,6</b>	<b>4,1</b>	<b>-4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	3,6	0,5	1,0	7,2	0,1	-0,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	-0,5	2,2	-1,4	-0,8	0,0	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	2,1	-3,7	-2,4	0,0
Veränderung Working Capital	0,0	3,1	2,8	1,8	2,6	-2,3	-0,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>5,6</b>	<b>7,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>7,0</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>3,4</b>
CAPEX	0,0	-2,8	-2,8	-2,2	-1,9	-1,6	-1,7
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-11,2	-6,9	-2,3	-0,3	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,4	3,8	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>-13,9</b>	<b>-9,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>-1,7</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-4,4	12,3	-2,3	-2,5	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-0,8	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	-0,1	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	14,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	5,6	2,1	-3,8	0,3	-2,7	2,8	1,7
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>5,6</b>	<b>13,2</b>	<b>9,4</b>	<b>8,8</b>	<b>5,5</b>	<b>8,3</b>	<b>10,0</b>

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

## Kennzahlen Brain Force Holding

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	93,9 %	94,8 %	27,8 %	21,8 %	22,5 %	18,5 %	21,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	69.590	75.538	85.805	92.564	63.078	68.166	68.166
EBITDA je Mitarbeiter	5.493	5.559	302	7.254	-207	3.662	4.976
EBIT-Marge	4,7 %	3,3 %	-17,0 %	4,1 %	-4,7 %	1,5 %	3,4 %
EBITDA / Operating Assets	n.a.	33,8 %	1,6 %	38,6 %	-1,4 %	25,5 %	34,6 %
ROA	n.a.	12,2 %	-63,3 %	-7,4 %	-17,6 %	0,5 %	4,0 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	n.a.	54,9	42,2	41,9	25,0	26,3	25,1
Operating Assets Turnover	n.a.	4,6	4,7	4,9	4,2	4,7	4,7
Capital Employed Turnover	n.a.	1,5	2,0	2,5	1,7	1,9	1,9
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	n.a.	4,8 %	-30,2 %	9,4 %	-7,4 %	2,8 %	6,6 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	n.a.	10,7 %	0,6 %	17,8 %	-0,5 %	10,3 %	14,2 %
ROE	n.a.	8,7 %	-75,8 %	-8,7 %	-25,0 %	0,6 %	4,6 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	n.a.	17,4 %	-53,6 %	-8,3 %	-22,2 %	0,6 %	4,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	n.a.	17,4 %	-53,6 %	-6,3 %	-11,1 %	0,6 %	4,7 %
ROIC	n.a.	6,7 %	-38,1 %	-3,5 %	-6,4 %	0,3 %	2,5 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	0,0	-11,0	6,5	4,9	5,7	2,9	1,2
Net Gearing	n.a.	-22,8 %	24,9 %	20,2 %	29,2 %	13,9 %	5,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	1889,0 %	164,4 %	176,4 %	172,6 %	186,3 %	195,2 %
Current ratio	n.a.	2,1	1,5	1,4	1,4	1,6	1,7
Acid Test Ratio	n.a.	1,4	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3
EBITDA / Zinsaufwand	274,9	29,5	0,4	5,5	0,0	5,4	7,7
Netto Zinsdeckung	n.a.	30,7	n.a.	3,0	n.a.	1,5	3,6
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	5,6	4,4	-4,8	4,8	-0,3	-1,0	1,7
Free Cash Flow / Umsatz	7,3 %	5,0 %	-4,9 %	4,6 %	-0,5 %	-1,5 %	2,3 %
Adj. Free Cash Flow	n.a.	4,3	-1,9	5,5	-4,4	2,3	3,8
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	3,9 %	2,2 %	-4,1 %	2,7 %	-4,8 %	2,2 %	3,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	184,8 %	105,7 %	24,3 %	-228,4 %	6,5 %	-802,3 %	166,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	n.a.	0,9 %	0,6 %	0,4 %	5,1 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	8,7 %	8,5 %	10,0 %	5,0 %	6,3 %	6,3 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	0,0 %	3,1 %	2,7 %	2,1 %	3,0 %	2,3 %	2,3 %
Maint. Capex / Umsatz	3,2 %	2,5 %	2,3 %	2,0 %	2,8 %	2,1 %	2,2 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	76,3 %	15,7 %	57,4 %	69,2 %	58,6 %	59,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	0,0 %	20,0 %	18,5 %	17,9 %	25,1 %	17,4 %	16,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	n.a.	303,4 %	288,0 %	322,5 %	258,5 %	258,7 %	257,0 %
Inventory processing period (Tage)	n.a.	1,4	1,0	0,6	1,6	1,0	1,0
Receivables collection period (Tage)	0,0	107	105	93,9	115	101	101
Payables payment period (Tage)	0,0	35,1	36,3	29,1	44,5	39,0	39,0
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	72,9	69,3	65,5	72,2	63,0	63,0
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	n.a.	0,4	0,7	0,8	1,0	0,9	0,9
EV/sales	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,4	4,1	77,1	3,3	n.m.	6,4	4,2
EV/EBIT	7,5	9,1	n.m.	6,2	n.m.	23,2	8,9
EV/FCF	4,8	6,0	n.m.	5,6	n.m.	n.m.	13,4
P/E	4,1	12,4	n.m.	n.m.	n.m.	124,0	20,7
P/CF	3,4	4,6	neg.	3,7	neg.	6,7	4,9
Adj. Free Cash Flow Yield	21,0 %	15,5 %	n.a.	19,6 %	n.a.	11,9 %	17,4 %

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	0,1	1,0	1,1	
+ Abschreibung + Amortisation	3,6	17,0	3,9	2,7	2,7	2,9	3,0	
- Zinsergebnis (netto)	0,3	-1,2	-1,4	-0,3	-0,9	-0,7	-0,7	
+ Steuern	-0,9	2,0	4,4	-0,7	0,0	0,8	0,8	
- Erhaltungsinvestitionen	2,2	2,3	2,1	1,7	1,5	1,6	1,6	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>5,5</b>	<b>-4,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	16,0%	-7,2%	20,8%	-16,4%	9,5%	17,0%	19,6%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>23,9</b>	<b>22,3</b>	<b>20,6</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>42,7</b>	<b>-</b>	<b>55,5</b>	<b>-</b>	<b>22,7</b>	<b>37,8</b>	<b>40,5</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	5,6	5,6	5,6	5,6	2,9	1,2	-0,4	
- Pensionsverbindlichkeiten	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>35,1</b>	<b>-</b>	<b>47,8</b>	<b>-</b>	<b>17,9</b>	<b>34,7</b>	<b>39,0</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>2,28</b>	<b>-</b>	<b>3,11</b>	<b>-</b>	<b>1,16</b>	<b>2,25</b>	<b>2,53</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	83,8%	-	150,8%	-	-6,4%	81,6%	104,3%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	1,64	-	2,28	-	0,82	1,68	1,92
	12,0%	1,82	-	2,51	-	0,91	1,84	2,09
Fairer	11,0%	2,03	-	2,78	-	1,03	2,03	2,29
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>2,28</b>	<b>-</b>	<b>3,11</b>	<b>-</b>	<b>1,16</b>	<b>2,25</b>	<b>2,53</b>
Yield	9,0%	2,59	-	3,51	-	1,33	2,53	2,83
	8,0%	2,97	-	4,01	-	1,53	2,87	3,19
	7,0%	3,47	-	4,65	-	1,79	3,31	3,66

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	73,5	77,2	81,0	85,1	89,3	93,8	98,5	101,0	103,5	106,1	108,7	111,4	114,2
Veränderung	13,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	1,0	2,5	2,6	3,2	3,6	4,0	4,2	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1
EBIT-Marge	1,5%	3,4%	3,4%	4,0%	4,2%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Steuerquote	0,0%	44,5%	41,6%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	33,0%	35,0%	38,0%	39,0%
NOPAT	1,0	1,4	1,5	2,3	2,5	2,8	3,0	3,1	3,2	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1
Abschreibungen in % vom Umsatz	2,7	2,9	3,0	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3
	3,9%	3,9%	3,9%	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	0,1	-0,5	-0,8	-1,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,4
- Investitionen	-1,6	-1,7	-1,7	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3
Investitionsquote	2,3%	2,3%	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,3	2,1	2,0	1,0	2,2	2,5	2,6	2,8	3,3	3,4	3,3	3,3	3,0	2,7

**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	18,2		
Terminal Value	8,6		
Verbindlichkeiten	-13,2		
Liquide Mittel	5,5	Aktienzahl (Mio.)	15,39
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>19,2</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,25</b>

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

WACC	1,75%	2,00%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,00%	3,25%
11,56%	1,03	1,04	1,05	1,06	1,08	1,09	1,10
11,06%	1,11	1,12	1,14	1,15	1,16	1,18	1,20
10,81%	1,15	1,17	1,18	1,20	1,21	1,23	1,25
<b>10,56%</b>	1,20	1,21	1,23	<b>1,25</b>	1,26	1,28	1,30
10,31%	1,25	1,26	1,28	1,30	1,32	1,34	1,36
10,06%	1,30	1,31	1,33	1,35	1,37	1,40	1,42
9,56%	1,41	1,43	1,45	1,48	1,50	1,53	1,56

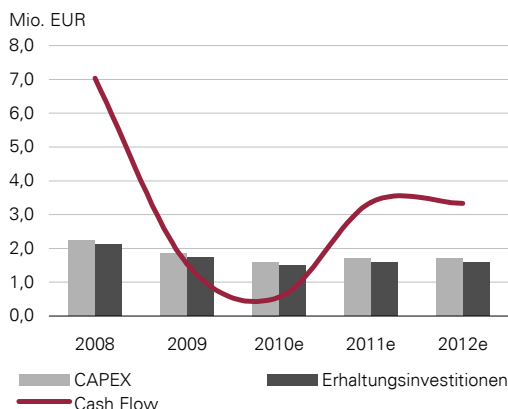
**Delta EBIT-Marge**

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,56%	0,47	0,67	0,87	1,06	1,26	1,46	1,66
11,06%	0,52	0,73	0,94	1,15	1,36	1,57	1,78
10,81%	0,55	0,76	0,98	1,20	1,41	1,63	1,84
<b>10,56%</b>	0,58	0,80	1,02	<b>1,25</b>	1,47	1,69	1,91
10,31%	0,61	0,84	1,07	1,30	1,53	1,75	1,98
10,06%	0,65	0,88	1,12	1,35	1,59	1,82	2,06
9,56%	0,72	0,97	1,22	1,48	1,73	1,98	2,23

Quelle: SES Research



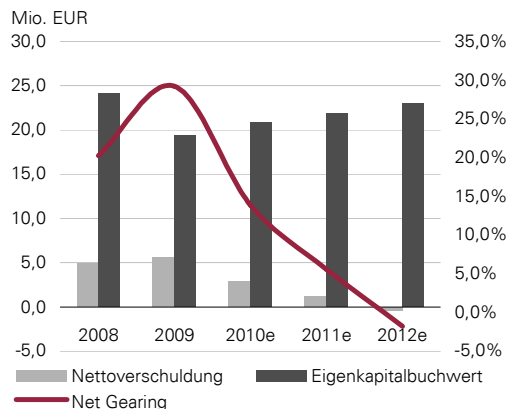
## Investitionen und Cash Flow - Brain Force



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

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

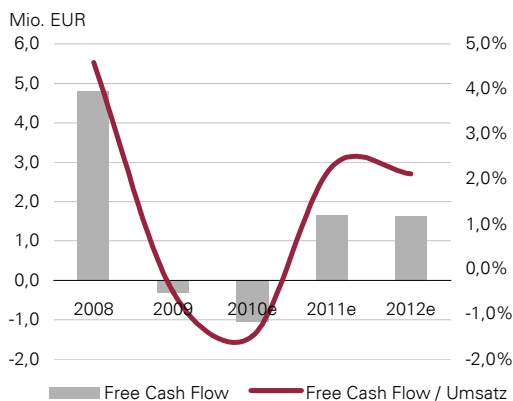
## Bilanzqualität - Brain Force



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

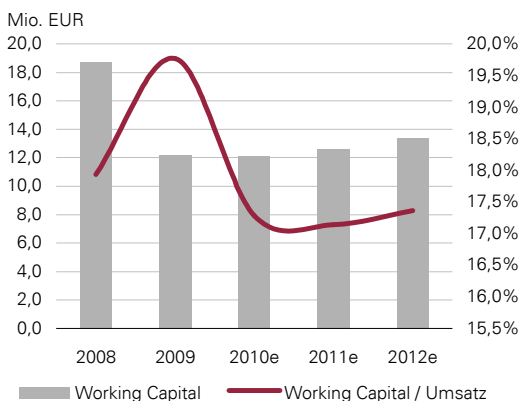
## Free Cash Flow Generation - Brain Force



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

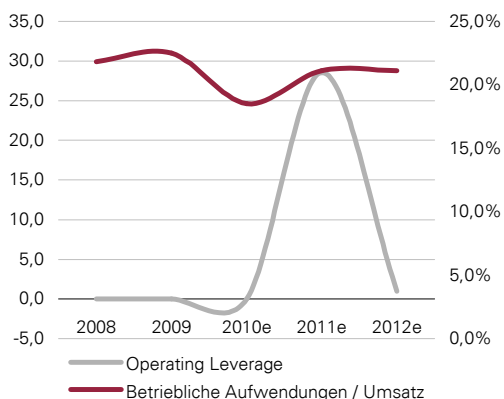
## Working Capital - Brain Force



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

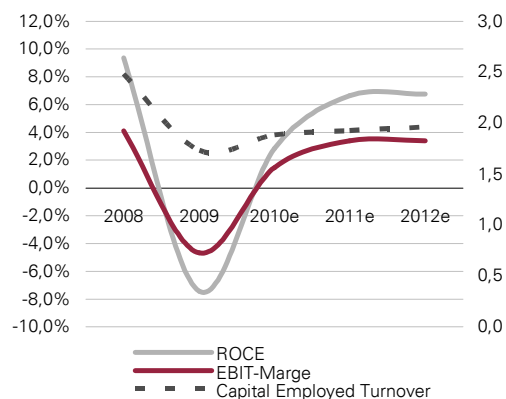
## Operating Leverage - Brain Force



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.

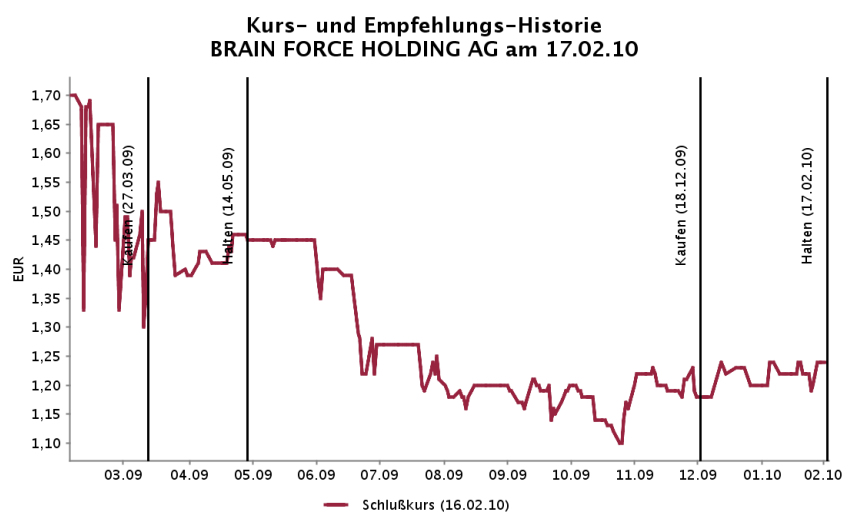
**“-“ Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	55%
Halten	58	29%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	16	8%
<b>Gesamt</b>	<b>203</b>	

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	83	63%
Halten	34	26%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	11	8%
<b>Gesamt</b>	<b>132</b>	



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## 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

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

## M.M. Warburg &amp; CO KGaA

M.M. Warburg &amp; 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

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	<b>Fabrice Farigoule</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2664 ffarigoule@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com