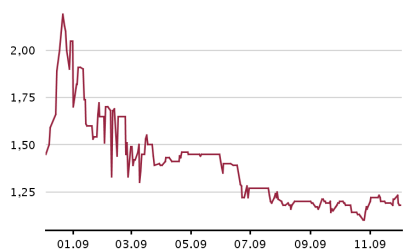


**Kaufen** (alt: Halten)**Kursziel EUR 1,50** (alt: 1,40)

**Kurs** EUR 1,18  
**Bloomberg** BFC AV  
**Reuters** BFCG  
**Branche** IT Dienstleister

Europaweit aktive IT-Dienstleistungs-  
 Holding mit eigenem Produktportfolio



Aktien Daten: 17.12.2009 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 18,2 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 26,2 Mio  
**Buchwert:** EUR 27,1 Mio  
**Aktienanzahl:** 15,4 Mio  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 0,0 Mio

**Aktionäre:**

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

**Termine:**

Geschäftsbericht 2009 22.12.2009  
 Zahlen Q1 16.02.2010  
 HV 24.02.2010  
 Zahlen Q2 12.05.2010

Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 18.12.2009  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 ellmann@ses.de

**Attraktive Transaktion**

Am 16.12.09 gab die Brain Force Holding AG bekannt, dass die Gesellschaft ihre **Österreichischen Professional Services Aktivitäten** („Body-Leasing“) an die BEKO Holding **verkauft**. Diese Zusammenführung ermöglicht es der BEKO in Österreich deutlich effizienter zu agieren und führte zu einem attraktiven Kaufpreis. Der Brain Force fließen auf diese Weise EUR 3,8 Mio. zu und es entsteht ein Buchgewinn von EUR 2,5 Mio. für das Geschäftsjahr 2009/10 (per 30.09.10).

- Aus Sicht der Brain Force ist **diese Transaktion attraktiv, da für die Österreichischen Professional Services Aktivitäten bei einem Umsatz von EUR 7,6 Mio. ein EBIT von EUR 0,2 Mio. geplant** war. Das erfolgreiche deutsche Professional Services Geschäft, welches im Gegensatz zu Österreich deutlich oberhalb der kritischen Masse angesiedelt ist (180 Mitarbeiter), bleibt von dieser Transaktion unberührt.
- Bedeutend ist zudem, dass der Gesellschaft Finanzmittel zufließen, welche **strategischen Handlungsspielraum und eine Bilanzstabilisierung** bedeuten.
- Brain Force konzentriert sich künftig in Österreich auf IT-Service-Management-Solutions, die eigenen Lösungen zum Application Management, sowie auf den Ausbau des Microsoft Dynamics Geschäftes. Brain Force hat in 2008 die **Strategie auf die Bereiche Business Solutions und Infrastructure Optimization ausgerichtet**. Dazu wurde in Österreich bereits eine Business Solutions Unit für Microsoft Dynamics (vor allem NAV und AX) aufgebaut. Die zufließenden Finanzmittel werden auch zur gezielten Expansion genutzt werden.

Die Gewinnschätzungen werden umsatz- und ertragsseitig angepasst und enthalten insbesondere den erwarteten Buchgewinn. **Auf das Kursziel hat diese Transaktion ebenfalls eine positive Wirkung. Es wird von EUR 1,40 auf EUR 1,50 erhöht.**

Am 22. Dezember wird Brain Force die kompletten Geschäftszahlen für das Rumpfgeschäftsjahr 2009 (per 30.09.09) bekannt geben. In diesem Zusammenhang ist damit zu rechnen, dass die Gesellschaft die Strategie und die Guidance für die kommenden Jahre konkretisiert.

Die Aktie wird nun **wieder mit Kaufen** (alt: Halten) eingestuft.

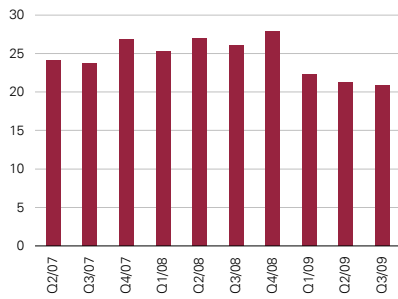
(In der Tabelle endet das Geschäftsjahr 2009/10 und 2010/11 jeweils zum 30.09.. Das Jahr 2008/09 ist ein 9-Monatiges Rumpfgeschäftsjahr per 30.09.09. Die Jahre zuvor sind volle Geschäftsjahre jeweils zum 31.12.2005 / 2006 / 2007 und 2008.)

| Geschäftsjahresende: 30.9.       | 2004/05 | 2005/06 | 2006/07 | 2007/08 | 2008/09e | 2009/10e | 2010/11e |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| <b>Umsatz</b>                    | 76,6    | 88,5    | 98,3    | 106     | 61,7     | 81,6     | 85,7     |
| <i>Veränderung Umsatz yoy</i>    | 18,9 %  | 15,5 %  | 11,1 %  | 8,0 %   | -41,9 %  | 32,3 %   | 5,0 %    |
| <b>Bruttoergebnis</b>            | 76,6    | 88,5    | 19,3    | 27,4    | 13,5     | 18,8     | 21,0     |
| <i>Bruttomarge</i>               | 100,0 % | 100,0 % | 19,6 %  | 25,8 %  | 21,9 %   | 23,0 %   | 24,5 %   |
| <b>EBITDA</b>                    | 6,0     | 6,5     | 0,3     | 7,8     | -0,2     | 6,4      | 6,3      |
| <i>EBITDA-Marge</i>              | 7,9 %   | 7,4 %   | 0,4 %   | 7,3 %   | -0,3 %   | 7,8 %    | 7,3 %    |
| <b>EBIT</b>                      | 3,6     | 2,9     | -16,7   | 3,8     | -2,9     | 3,2      | 2,9      |
| <i>EBIT-Marge</i>                | 4,7 %   | 3,3 %   | -17,0 % | 3,6 %   | -4,7 %   | 3,9 %    | 3,4 %    |
| <b>Jahresüberschuss</b>          | 3,0     | 4,2     | -19,9   | -2,1    | -4,8     | 2,5      | 1,4      |
| <b>EPS</b>                       | 0,30    | 0,10    | -1,29   | -0,14   | -0,31    | 0,16     | 0,09     |
| <b>Free Cash Flow je Aktie</b>   | 0,55    | 0,31    | -0,31   | 0,27    | -0,07    | 0,24     | 0,15     |
| <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     | 0,2     | 0,4      | 0,3      | 0,2      |
| <b>EV/EBITDA</b>                 | 4,2     | 3,9     | 73,2    | 3,2     | -128,6   | 3,3      | 3,0      |
| <b>EV/EBIT</b>                   | 7,1     | 8,7     | -1,5    | 6,6     | -9,0     | 6,6      | 6,5      |
| <b>KGV</b>                       | 3,9     | 11,8    | -0,9    | -8,4    | -3,8     | 7,4      | 13,1     |
| <b>ROCE</b>                      | n.a.    | 4,8 %   | -30,2 % | 8,4 %   | -7,2 %   | 7,8 %    | 6,7 %    |
| <b>Adj. Free Cash Flow Yield</b> | 23,5 %  | 16,9 %  | -7,5 %  | 22,9 %  | -19,7 %  | 22,6 %   | 24,2 %   |

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 1,18

## Entwicklung Umsatz

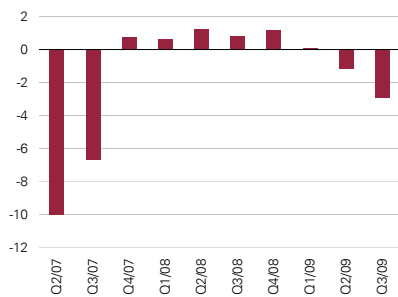
in EUR Mio.



Quelle: Brain Force

## Entwicklung EBIT

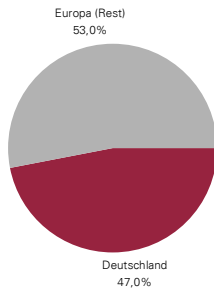
in EUR Mio.



Quelle: Brain Force

## Umsatz nach Regionen

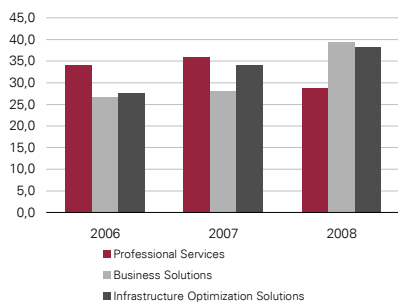
2008



Quelle: Brain Force

## Umsatzaufteilung nach Bereichen

in EUR Mio.



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: IT-Dienstleistungen im Bereich der Unternehmenssoftwareimplementierung, -erstellung und Betrieb sowie 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.

|   | 2004/05     | 2005/06     | 2006/07      | 2007/08     | 2008/09e    | 2009/10e    | 2010/11e    |
|---|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Umsatz</b>   | <b>76,6</b> | <b>88,5</b> | <b>98,3</b>  | <b>106</b>  | <b>61,7</b> | <b>81,6</b> | <b>85,7</b> |
| Herstellungskosten  | 0,0         | 0,0         | 79,1         | 78,8        | 48,2        | 62,8        | 64,7        |
| <b>Bruttoergebnis</b>   | <b>76,6</b> | <b>88,5</b> | <b>19,3</b>  | <b>27,4</b> | <b>13,5</b> | <b>18,8</b> | <b>21,0</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         | 11,5        | 7,4         | 9,1         | 9,5         |
| Verwaltungskosten   | 0,0         | 0,0         | 14,2         | 11,0        | 7,3         | 9,0         | 8,6         |
| Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen                        | 0,0         | 0,0         | -1,2         | -1,1        | 0,0         | 2,5         | 0,0         |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                                | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>  | <b>-1,7</b> | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  |
| <b>EBITDA</b>   | <b>6,0</b>  | <b>6,5</b>  | <b>0,3</b>   | <b>7,8</b>  | <b>-0,2</b> | <b>6,4</b>  | <b>6,3</b>  |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                                    | 2,5         | 0,7         | 0,8          | 1,1         | 0,6         | 0,8         | 0,9         |
| <b>EBITA</b>  | <b>3,6</b>  | <b>5,8</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>6,7</b>  | <b>-0,8</b> | <b>5,6</b>  | <b>5,4</b>  |
| Abschreibungen auf iAV  | 0,0         | 2,9         | 7,6          | 2,9         | 2,1         | 2,4         | 2,5         |
| 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>3,8</b>  | <b>-2,9</b> | <b>3,2</b>  | <b>2,9</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        | -0,2        | -0,7        | -0,7        |
| <b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>3,7</b>  | <b>3,2</b>  | <b>-17,9</b> | <b>2,4</b>  | <b>-3,1</b> | <b>2,5</b>  | <b>2,2</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>2,4</b>  | <b>-3,1</b> | <b>2,5</b>  | <b>2,2</b>  |
| Steuern gesamt  | 0,5         | -0,9        | 2,0          | 4,5         | -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>-2,1</b> | <b>-2,4</b> | <b>2,5</b>  | <b>1,4</b>  |
| Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)      | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | -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>2,5</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>3,0</b>  | <b>4,2</b>  | <b>-19,9</b> | <b>-2,1</b> | <b>-4,8</b> | <b>2,5</b>  | <b>1,4</b>  |

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force Holding**

in % vom Umsatz

|   | 2004/05        | 2005/06        | 2006/07        | 2007/08        | 2008/09e       | 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 %         | 74,2 %         | 78,1 %         | 77,0 %         | 75,5 %         |
| <b>Bruttoergebnis</b>   | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>19,6 %</b>  | <b>25,8 %</b>  | <b>21,9 %</b>  | <b>23,0 %</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 %         | 10,9 %         | 12,0 %         | 11,2 %         | 11,1 %         |
| Verwaltungskosten   | 0,0 %          | 0,0 %          | 14,5 %         | 10,3 %         | 11,9 %         | 11,0 %         | 10,0 %         |
| Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen                        | 0,0 %          | 0,0 %          | -1,2 %         | -1,0 %         | 0,0 %          | 3,1 %          | 0,0 %          |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                                | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   | <b>-2,7 %</b>  | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   |
| <b>EBITDA</b>   | <b>7,9 %</b>   | <b>7,4 %</b>   | <b>0,4 %</b>   | <b>7,4 %</b>   | <b>-0,3 %</b>  | <b>7,8 %</b>   | <b>7,3 %</b>   |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                                    | 3,2 %          | 0,8 %          | 0,8 %          | 1,0 %          | 1,0 %          | 1,0 %          | 1,0 %          |
| <b>EBITA</b>  | <b>4,7 %</b>   | <b>6,5 %</b>   | <b>-0,5 %</b>  | <b>6,3 %</b>   | <b>-1,3 %</b>  | <b>6,8 %</b>   | <b>6,3 %</b>   |
| Abschreibungen auf iAV  | 0,0 %          | 3,2 %          | 7,7 %          | 2,7 %          | 3,4 %          | 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>3,6 %</b>   | <b>-4,7 %</b>  | <b>3,9 %</b>   | <b>3,4 %</b>   |
| Zinserträge   | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,0 %          | 0,7 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| Zinsaufwendungen  | 0,0 %          | 0,3 %          | 0,8 %          | 1,4 %          | 1,0 %          | 0,9 %          | 0,8 %          |
| Finanzergebnis  | 0,1 %          | 0,4 %          | -1,3 %         | -1,4 %         | -0,3 %         | -0,9 %         | -0,8 %         |
| <b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>4,8 %</b>   | <b>3,7 %</b>   | <b>-18,2 %</b> | <b>2,3 %</b>   | <b>-5,0 %</b>  | <b>3,1 %</b>   | <b>2,6 %</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>2,3 %</b>   | <b>-5,0 %</b>  | <b>3,1 %</b>   | <b>2,6 %</b>   |
| Steuern gesamt  | 0,7 %          | -1,1 %         | 2,0 %          | 4,2 %          | -1,1 %         | 0,0 %          | 0,9 %          |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>           | <b>4,1 %</b>   | <b>4,7 %</b>   | <b>-20,3 %</b> | <b>-2,0 %</b>  | <b>-3,9 %</b>  | <b>3,1 %</b>   | <b>1,7 %</b>   |
| Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)      | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | -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>3,1 %</b>   | <b>1,7 %</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>3,1 %</b>   | <b>1,7 %</b>   |

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

**Bilanz Brain Force Holding**

in EUR Mio.

|  | 2004/05    | 2005/06     | 2006/07     | 2007/08     | 2008/09e    | 2009/10e    | 2010/11e    |
|--|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Aktiva</b>                              |            |             |             |             |             |             |             |
| Immaterielle Vermögensgegenstände          | 0,0        | 31,8        | 28,9        | 25,8        | 24,6        | 23,0        | 21,3        |
| davon übrige imm. VG                       | 0,0        | 10,5        | 13,1        | 11,3        | 10,0        | 8,5         | 6,8         |
| 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         | 3,8         | 3,9         | 4,0         |
| 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>28,6</b> | <b>27,1</b> | <b>25,5</b> |
| Vorräte                                    | 0,0        | 0,3         | 0,3         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 0,0        | 25,9        | 28,2        | 26,9        | 19,7        | 21,4        | 22,4        |
| Sonstige Vermögensgegenstände              | 0,0        | 7,7         | 5,0         | 1,9         | 1,9         | 1,9         | 1,9         |
| Liquide Mittel                             | 0,0        | 13,5        | 9,4         | 8,8         | 5,5         | 10,4        | 12,7        |
| <b>Umlaufvermögen</b>                      | <b>0,0</b> | <b>47,5</b> | <b>42,9</b> | <b>37,8</b> | <b>27,3</b> | <b>33,9</b> | <b>37,2</b> |
| <b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>                | <b>0,0</b> | <b>81,6</b> | <b>74,3</b> | <b>66,3</b> | <b>55,8</b> | <b>61,0</b> | <b>62,7</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        | 15,2        | 15,2        | 15,2        | 15,2        |
| Gewinnrücklagen                            | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -4,8        | -2,3        | -0,9        |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten           | 0,0        | 8,0         | -4,7        | -6,5        | -2,5        | -1,2        | -1,2        |
| Buchwert                                   | 0,0        | 48,1        | 26,3        | 24,1        | 23,3        | 27,1        | 28,6        |
| 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>23,3</b> | <b>27,1</b> | <b>28,6</b> |
| Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen     | 0,0        | 3,9         | 2,6         | 2,3         | 2,3         | 2,3         | 2,3         |
| Rückstellungen gesamt                      | 0,0        | 10,0        | 7,5         | 4,3         | 4,3         | 4,3         | 4,3         |
| 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         | 4,6         | 6,0         | 6,3         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                 | 0,0        | 12,4        | 14,8        | 15,9        | 12,4        | 12,4        | 12,4        |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                   | <b>0,0</b> | <b>33,5</b> | <b>48,1</b> | <b>42,2</b> | <b>32,5</b> | <b>33,9</b> | <b>34,2</b> |
| <b>Bilanzsumme (Passiva)</b>               | <b>0,0</b> | <b>81,6</b> | <b>74,3</b> | <b>66,3</b> | <b>55,8</b> | <b>61,0</b> | <b>62,7</b> |

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

**Bilanz Brain Force Holding**

in % der Bilanzsumme

|  | 2004/05     | 2005/06        | 2006/07        | 2007/08        | 2008/09e       | 2009/10e       | 2010/11e       |
|--|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktiva</b>                              |             |                |                |                |                |                |                |
| Immaterielle Vermögensgegenstände          | n.a.        | 39,0 %         | 38,9 %         | 39,0 %         | 44,0 %         | 37,7 %         | 34,0 %         |
| davon übrige imm. VG                       | n.a.        | 12,9 %         | 17,6 %         | 17,1 %         | 18,0 %         | 13,9 %         | 10,8 %         |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert           | n.a.        | 26,1 %         | 21,4 %         | 21,9 %         | 26,0 %         | 23,8 %         | 23,2 %         |
| Sachanlagen                                | n.a.        | 2,0 %          | 3,1 %          | 3,8 %          | 6,8 %          | 6,4 %          | 6,4 %          |
| Finanzanlagen                              | n.a.        | 0,9 %          | 0,3 %          | 0,3 %          | 0,4 %          | 0,3 %          | 0,3 %          |
| <b>Anlagevermögen</b>                      | <b>n.a.</b> | <b>41,8 %</b>  | <b>42,3 %</b>  | <b>43,0 %</b>  | <b>51,2 %</b>  | <b>44,4 %</b>  | <b>40,7 %</b>  |
| Vorräte                                    | n.a.        | 0,4 %          | 0,4 %          | 0,3 %          | 0,4 %          | 0,3 %          | 0,3 %          |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | n.a.        | 31,7 %         | 37,9 %         | 40,6 %         | 35,3 %         | 35,1 %         | 35,7 %         |
| Sonstige Vermögensgegenstände              | n.a.        | 9,5 %          | 6,8 %          | 2,9 %          | 3,4 %          | 3,1 %          | 3,0 %          |
| Liquide Mittel                             | n.a.        | 16,6 %         | 12,7 %         | 13,3 %         | 9,8 %          | 17,1 %         | 20,3 %         |
| <b>Umlaufvermögen</b>                      | <b>n.a.</b> | <b>58,2 %</b>  | <b>57,7 %</b>  | <b>57,0 %</b>  | <b>48,9 %</b>  | <b>55,6 %</b>  | <b>59,3 %</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 %         | 27,6 %         | 25,2 %         | 24,5 %         |
| Kapitalrücklage                            | n.a.        | 30,3 %         | 20,9 %         | 23,0 %         | 27,3 %         | 25,0 %         | 24,3 %         |
| Gewinnrücklagen                            | n.a.        | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | -8,6 %         | -3,8 %         | -1,4 %         |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten           | n.a.        | 9,8 %          | -6,3 %         | -9,8 %         | -4,5 %         | -1,9 %         | -1,9 %         |
| Buchwert                                   | n.a.        | 58,9 %         | 35,4 %         | 36,4 %         | 41,9 %         | 44,5 %         | 45,5 %         |
| 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>41,9 %</b>  | <b>44,5 %</b>  | <b>45,5 %</b>  |
| Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen     | n.a.        | 4,8 %          | 3,4 %          | 3,4 %          | 4,1 %          | 3,7 %          | 3,6 %          |
| Rückstellungen gesamt                      | n.a.        | 12,2 %         | 10,1 %         | 6,4 %          | 7,7 %          | 7,0 %          | 6,8 %          |
| Zinstragende Verbindlichkeiten             | n.a.        | 3,1 %          | 21,5 %         | 20,7 %         | 20,1 %         | 18,4 %         | 17,9 %         |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen   | n.a.        | 10,4 %         | 13,2 %         | 12,6 %         | 8,2 %          | 9,8 %          | 10,1 %         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                 | n.a.        | 15,3 %         | 20,0 %         | 23,9 %         | 22,3 %         | 20,4 %         | 19,8 %         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                   | <b>n.a.</b> | <b>41,0 %</b>  | <b>64,7 %</b>  | <b>63,6 %</b>  | <b>58,2 %</b>  | <b>55,6 %</b>  | <b>54,5 %</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     | 2008/09e    | 2009/10e    | 2010/11e    |
|--|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag                    | 3,1        | 4,2          | -19,9       | -2,1        | -4,8        | 2,5         | 1,4         |
| Abschreibung Anlagevermögen                      | 2,5        | 0,7          | 0,8         | 1,1         | 0,6         | 0,8         | 0,9         |
| 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         | 2,9         | 2,1         | 2,4         | 2,5         |
| Veränderung langfristige Rückstellungen          | 0,0        | 0,0          | -1,2        | -0,3        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | 0,0        | -3,7         | -0,7        | 5,1         | 0,3         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow</b>                                 | <b>5,6</b> | <b>4,1</b>   | <b>-4,8</b> | <b>6,7</b>  | <b>-1,8</b> | <b>5,7</b>  | <b>4,8</b>  |
| Veränderung Vorräte                              | 0,0        | 0,0          | 0,1         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Forderungen aus L+L                  | 0,0        | 3,6          | 0,5         | 1,0         | 7,2         | -1,7        | -1,0        |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen     | 0,0        | -0,5         | 2,2         | -1,4        | -3,7        | 1,4         | 0,3         |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten      | 0,0        | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Working Capital                      | 0,0        | 3,1          | 2,8         | -0,4        | 3,4         | -0,3        | -0,7        |
| <b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>        | <b>5,6</b> | <b>7,2</b>   | <b>-2,0</b> | <b>6,3</b>  | <b>1,6</b>  | <b>5,4</b>  | <b>4,1</b>  |
| CAPEX  | 0,0        | -2,8         | -2,8        | -2,1        | -2,7        | -1,7        | -1,8        |
| 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         | 0,0         | 0,4         | 1,3         | 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>-2,5</b> | <b>-0,4</b> | <b>-1,8</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        | -0,4        | -3,4        | 5,0         | 2,3         |
| <b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>         | <b>0,0</b> | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</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>9,1</b>  | <b>5,5</b>  | <b>10,4</b> | <b>12,7</b> |

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

## Kennzahlen Brain Force Holding

|  | 2004/05 | 2005/06  | 2006/07 | 2007/08  | 2008/09e | 2009/10e | 2010/11e |
|--|---------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Operative Effizienz</b>               |         |          |         |          |          |          |          |
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz       | 93,9 %  | 94,8 %   | 27,8 %  | 22,2 %   | 23,9 %   | 19,1 %   | 21,1 %   |
| Umsatz je Mitarbeiter                    | n.a.    | 75.538   | 85.805  | 95.682   | 52.930   | 66.679   | 66.679   |
| EBITDA je Mitarbeiter                    | n.a.    | 5.559    | 302     | 7.032    | -175     | 5.210    | 4.868    |
| EBIT-Marge                               | 4,7 %   | 3,3 %    | -17,0 % | 3,6 %    | -4,7 %   | 3,9 %    | 3,4 %    |
| EBITDA / Operating Assets                | n.a.    | 33,8 %   | 1,6 %   | 36,8 %   | -1,1 %   | 32,7 %   | 30,8 %   |
| ROA                                      | n.a.    | 12,2 %   | -63,3 % | -7,3 %   | -16,8 %  | 9,2 %    | 5,5 %    |
| <b>Kapitaleffizienz</b>                  |         |          |         |          |          |          |          |
| Plant Turnover                           | n.a.    | 54,9     | 42,2    | 42,6     | 16,2     | 21,0     | 21,2     |
| Operating Assets Turnover                | n.a.    | 4,6      | 4,7     | 5,0      | 3,2      | 4,2      | 4,2      |
| Capital Employed Turnover                | n.a.    | 1,5      | 2,0     | 2,5      | 1,6      | 1,9      | 1,9      |
| <b>Kapitalverzinsung</b>                 |         |          |         |          |          |          |          |
| ROCE                                     | n.a.    | 4,8 %    | -30,2 % | 8,4 %    | -7,2 %   | 7,8 %    | 6,7 %    |
| EBITDA / Avg. Capital Employed           | n.a.    | 10,7 %   | 0,6 %   | 17,0 %   | -0,5 %   | 15,7 %   | 14,4 %   |
| ROE                                      | n.a.    | 8,7 %    | -75,8 % | -8,6 %   | -20,6 %  | 9,2 %    | 4,9 %    |
| Jahresüberschuss / Avg. EK               | n.a.    | 17,4 %   | -53,6 % | -8,3 %   | -20,2 %  | 9,9 %    | 5,1 %    |
| Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK | n.a.    | 17,4 %   | -53,6 % | -8,3 %   | -10,1 %  | 9,9 %    | 5,1 %    |
| ROIC                                     | n.a.    | 6,7 %    | -38,1 % | -4,7 %   | -5,8 %   | 5,5 %    | 3,0 %    |
| <b>Solvanz</b>                           |         |          |         |          |          |          |          |
| Nettoverschuldung                        | 0,0     | -11,0    | 6,5     | 4,9      | 5,8      | 0,8      | -1,5     |
| Net Gearing                              | n.a.    | -22,8 %  | 24,9 %  | 20,2 %   | 24,6 %   | 2,8 %    | -5,2 %   |
| Buchwert EK / Buchwert Finanzv.          | n.a.    | 1889,0 % | 164,4 % | 176,4 %  | 208,2 %  | 242,1 %  | 254,7 %  |
| 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      | 1,3      | 1,4      |
| EBITDA / Zinsaufwand                     | 274,9   | 29,5     | 0,4     | 5,3      | 0,0      | 9,1      | 8,9      |
| Netto Zinsdeckung                        | n.a.    | 30,7     | n.a.    | 2,7      | n.a.     | 4,6      | 4,2      |
| <b>Kapitalfluss</b>                      |         |          |         |          |          |          |          |
| Free Cash Flow                           | 5,6     | 4,4      | -4,8    | 4,2      | -1,1     | 3,7      | 2,3      |
| Free Cash Flow / Umsatz                  | 7,3 %   | 5,0 %    | -4,9 %  | 4,0 %    | -1,8 %   | 4,5 %    | 2,6 %    |
| Adj. Free Cash Flow                      | 5,9     | 4,3      | -1,9    | 5,8      | -5,2     | 4,8      | 4,6      |
| Adj. Free Cash Flow / Umsatz             | 3,9 %   | 2,2 %    | -4,1 %  | 3,0 %    | -4,3 %   | 5,0 %    | 3,6 %    |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss        | 184,8 % | 105,7 %  | 24,3 %  | -201,5 % | 22,7 %   | 147,4 %  | 159,6 %  |
| Zinserträge / Avg. Cash                  | n.a.    | 0,9 %    | 0,6 %   | 0,4 %    | 5,6 %    | 0,0 %    | 0,0 %    |
| Zinsaufwand / Avg. Debt                  | n.a.    | 8,7 %    | 8,5 %   | 10,0 %   | 4,8 %    | 6,2 %    | 6,2 %    |
| 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 %   | 2,0 %    | 4,4 %    | 2,1 %    | 2,1 %    |
| Maint. Capex / Umsatz                    | 3,2 %   | 2,5 %    | 2,3 %   | 1,9 %    | 4,2 %    | 1,9 %    | 2,0 %    |
| CAPEX / Abschreibungen                   | 0,0 %   | 76,3 %   | 15,7 %  | 53,0 %   | 101,3 %  | 53,4 %   | 53,9 %   |
| Avg. Working Capital / Umsatz            | 0,0 %   | 20,0 %   | 18,5 %  | 17,6 %   | 27,6 %   | 18,9 %   | 18,6 %   |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL  | n.a.    | 303,4 %  | 288,0 % | 322,5 %  | 428,3 %  | 356,7 %  | 355,6 %  |
| Inventory processing period (Tage)       | n.a.    | 1,4      | 1,0     | 1,0      | 1,0      | 1,0      | 1,0      |
| Receivables collection period (Tage)     | 0,0     | 107      | 105     | 92,4     | 117      | 95,5     | 95,5     |
| Payables payment period (Tage)           | 0,0     | 35,1     | 36,3    | 28,7     | 27,0     | 27,0     | 27,0     |
| Cash conversion cycle (Tage)             | n.a.    | 72,9     | 69,3    | 64,8     | 90,5     | 69,5     | 69,5     |
| <b>Bewertung</b>                         |         |          |         |          |          |          |          |
| P/B                                      | n.a.    | 0,4      | 0,7     | 0,8      | 0,8      | 0,7      | 0,6      |
| EV/sales                                 | 0,3     | 0,3      | 0,3     | 0,2      | 0,4      | 0,3      | 0,2      |
| EV/EBITDA                                | 4,2     | 3,9      | 73,2    | 3,2      | -128,6   | 3,3      | 3,0      |
| EV/EBIT                                  | 7,1     | 8,7      | -1,5    | 6,6      | -9,0     | 6,6      | 6,5      |
| EV/FCF                                   | 4,5     | 5,7      | -5,2    | 6,0      | -24,0    | 5,8      | 8,4      |
| P/E                                      | 3,9     | 11,8     | -0,9    | -8,4     | -3,8     | 7,4      | 13,1     |
| P/CF                                     | 3,2     | 4,4      | neg.    | 2,7      | neg.     | 3,2      | 3,8      |

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

**Free Cash Flow Yield - Brain Force**

| Angaben in Mio. EUR                  | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009e       | 2010e       | 2011e       |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss                     | 3,0         | 4,2         | -19,9       | -2,1        | -4,8        | 2,5         | 1,4         |
| + Abschreibung + Amortisation        | 2,5         | 3,6         | 17,0        | 4,0         | 2,7         | 3,2         | 3,3         |
| - Zinsergebnis (netto)               | 0,1         | 0,3         | -1,2        | -1,4        | -0,2        | -0,7        | -0,7        |
| + Steuern                            | 0,5         | -0,9        | 2,0         | 4,5         | -0,7        | 0,0         | 0,8         |
| - Erhaltungsinvestitionen            | 0,0         | 2,2         | 2,3         | 2,0         | 2,6         | 1,6         | 1,7         |
| + Sonstiges                          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>= Adjustierter Free Cash Flow</b> | <b>5,9</b>  | <b>4,3</b>  | <b>-1,9</b> | <b>5,8</b>  | <b>-5,2</b> | <b>4,8</b>  | <b>4,6</b>  |
| Adjustierter Free Cash Flow Yield    | 23,5%       | 16,9%       | -7,5%       | 22,9%       | -19,7%      | 22,6%       | 24,2%       |
| Fairer Free Cash Flow Yield          | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       |
| <b>= Enterprise Value</b>            | <b>25,3</b> | <b>25,3</b> | <b>25,3</b> | <b>25,3</b> | <b>26,2</b> | <b>21,2</b> | <b>18,9</b> |
| <b>= Fairer Enterprise Value</b>     | <b>59,5</b> | <b>42,7</b> | -           | <b>58,1</b> | -           | <b>48,0</b> | <b>45,8</b> |
| - Nettoverschuldung (Cash)           | 4,9         | 4,9         | 4,9         | 4,9         | 5,7         | 0,8         | -1,5        |
| - Pensionsverbindlichkeiten          | 2,3         | 2,3         | 2,3         | 2,3         | 2,3         | 2,3         | 2,3         |
| - Sonstige                           | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>= Faire Marktkapitalisierung</b>  | <b>52,3</b> | <b>35,5</b> | -           | <b>50,9</b> | -           | <b>44,9</b> | <b>45,0</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>3,40</b> | <b>2,31</b> | -           | <b>3,31</b> | -           | <b>2,92</b> | <b>2,93</b> |
| Premium (-) / Discount (+) in %      | 188,0%      | 95,7%       | -           | 180,6%      | -           | 147,3%      | 147,9%      |

**Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)**

|                |              |             |             |   |             |   |             |             |
|----------------|--------------|-------------|-------------|---|-------------|---|-------------|-------------|
|                | 13,0%        | 2,51        | 1,67        | - | 2,44        | - | 2,20        | 2,24        |
|                | 12,0%        | 2,75        | 1,85        | - | 2,68        | - | 2,40        | 2,43        |
| Fairer         | 11,0%        | 3,05        | 2,06        | - | 2,97        | - | 2,64        | 2,66        |
| Free Cash Flow | <b>10,0%</b> | <b>3,40</b> | <b>2,31</b> | - | <b>3,31</b> | - | <b>2,92</b> | <b>2,93</b> |
| Yield          | 9,0%         | 3,83        | 2,62        | - | 3,73        | - | 3,26        | 3,26        |
|                | 8,0%         | 4,37        | 3,00        | - | 4,25        | - | 3,70        | 3,67        |
|                | 7,0%         | 5,06        | 3,50        | - | 4,93        | - | 4,25        | 4,20        |

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

**DCF Modell - Brain Force**

| Angaben in Mio. EUR          | 2009e  | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz                       | 61,7   | 81,6  | 85,7  | 90,0  | 94,5  | 99,2  | 104,1 | 109,4 | 112,1 | 114,9 | 117,8 | 120,7 | 123,7 | 126,8 |
| Veränderung                  | -41,9% | 32,3% | 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                         | -2,9   | 3,2   | 2,9   | 3,6   | 4,0   | 4,5   | 4,7   | 4,9   | 5,0   | 5,2   | 5,3   | 5,4   | 5,6   | 5,7   |
| EBIT-Marge                   | -4,7%  | 3,9%  | 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                  | 22,6%  | 0,0%  | 36,1% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 33,0% | 35,0% | 38,0% | 39,0% |
| NOPAT                        | -2,2   | 3,2   | 1,9   | 2,5   | 2,8   | 3,1   | 3,3   | 3,4   | 3,5   | 3,6   | 3,6   | 3,5   | 3,5   | 3,5   |
| Abschreibungen               | 2,7    | 3,2   | 3,3   | 2,2   | 1,9   | 2,0   | 2,1   | 2,2   | 2,2   | 2,3   | 2,4   | 2,4   | 2,5   | 2,5   |
| in % vom Umsatz              | 4,4%   | 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            | 3,4    | -0,3  | -0,7  | -0,3  | -0,4  | -0,4  | -0,3  | -0,3  | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,2   | 0,2   | -0,4  |
| - Investitionen              | -2,7   | -1,7  | -1,8  | -1,8  | -1,9  | -2,0  | -2,1  | -2,2  | -2,2  | -2,3  | -2,4  | -2,4  | -2,5  | -2,5  |
| Investitionsquote            | 4,4%   | 2,1%  | 2,1%  | 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   | -0,4  | -0,1  |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | 1,2    | 4,4   | 2,7   | 2,6   | 2,4   | 2,8   | 2,9   | 3,1   | 3,7   | 3,8   | 3,7   | 3,7   | 3,2   | 3,0   |

**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 2022       | 21,0        |                            |             |
| Terminal Value          | 9,0         |                            |             |
| Verbindlichkeiten       | -16,0       |                            |             |
| Liquide Mittel          | 8,8         | Aktienzahl (Mio.)          | 15,39       |
| <b>Eigenkapitalwert</b> | <b>22,9</b> | <b>Wert je Aktie (EUR)</b> | <b>1,49</b> |

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

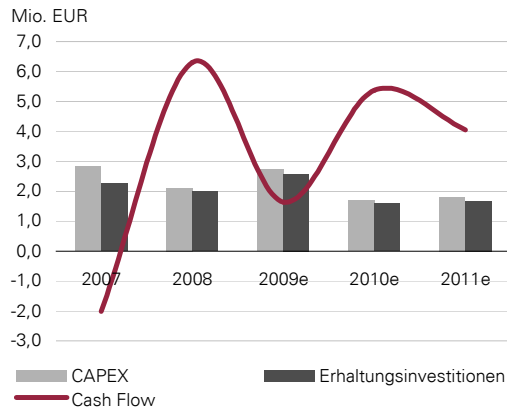
| WACC          | 1,75% | 2,00% | 2,25% | <b>2,50%</b> | 2,75% | 3,00% | 3,25% |
|---------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
| 11,56%        | 1,25  | 1,26  | 1,27  | 1,28         | 1,30  | 1,31  | 1,33  |
| 11,06%        | 1,34  | 1,35  | 1,36  | 1,38         | 1,39  | 1,41  | 1,43  |
| 10,81%        | 1,39  | 1,40  | 1,42  | 1,43         | 1,45  | 1,47  | 1,49  |
| <b>10,56%</b> | 1,44  | 1,45  | 1,47  | <b>1,49</b>  | 1,50  | 1,52  | 1,55  |
| 10,31%        | 1,49  | 1,51  | 1,52  | 1,54         | 1,57  | 1,59  | 1,61  |
| 10,06%        | 1,55  | 1,56  | 1,58  | 1,61         | 1,63  | 1,65  | 1,68  |
| 9,56%         | 1,67  | 1,69  | 1,72  | 1,74         | 1,77  | 1,80  | 1,83  |

**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%        | 0,65    | 0,86    | 1,07    | 1,28        | 1,49    | 1,71    | 1,92    |
| 11,06%        | 0,71    | 0,93    | 1,16    | 1,38        | 1,60    | 1,83    | 2,05    |
| 10,81%        | 0,74    | 0,97    | 1,20    | 1,43        | 1,66    | 1,89    | 2,12    |
| <b>10,56%</b> | 0,78    | 1,01    | 1,25    | <b>1,49</b> | 1,72    | 1,96    | 2,19    |
| 10,31%        | 0,81    | 1,06    | 1,30    | 1,54        | 1,79    | 2,03    | 2,27    |
| 10,06%        | 0,85    | 1,10    | 1,36    | 1,61        | 1,86    | 2,11    | 2,36    |
| 9,56%         | 0,94    | 1,21    | 1,47    | 1,74        | 2,01    | 2,28    | 2,55    |

Quelle: SES Research

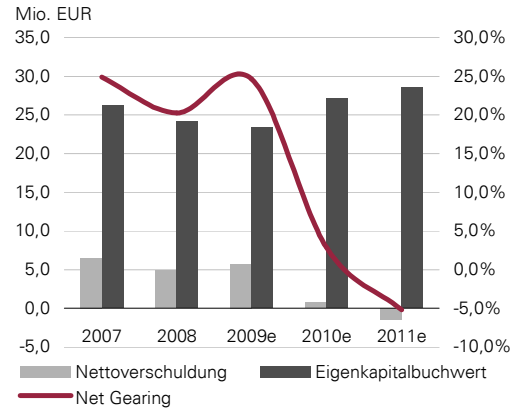
## Investitionen und Cash Flow - Brain Force



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

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

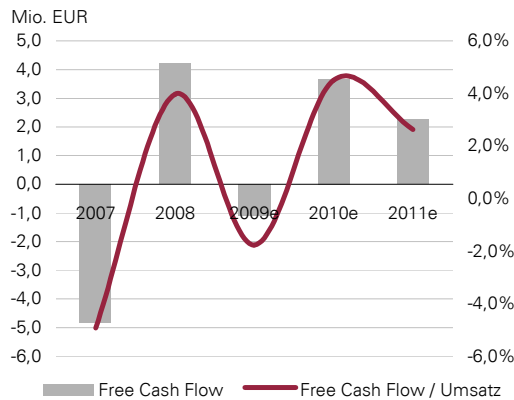
## Bilanzqualität - Brain Force



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

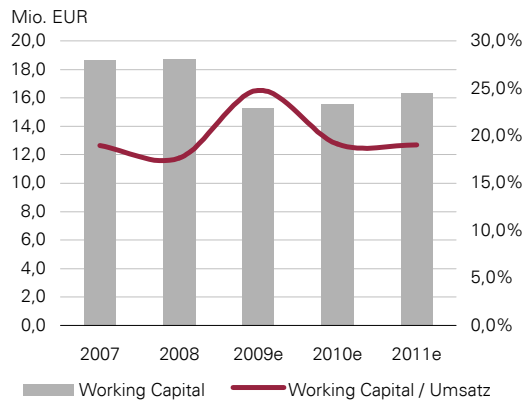
## Free Cash Flow Generation - Brain Force



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

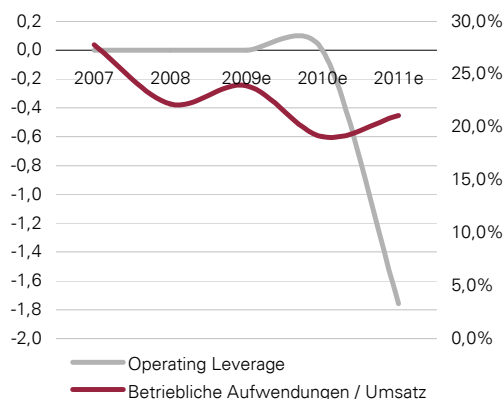
## Working Capital - Brain Force



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

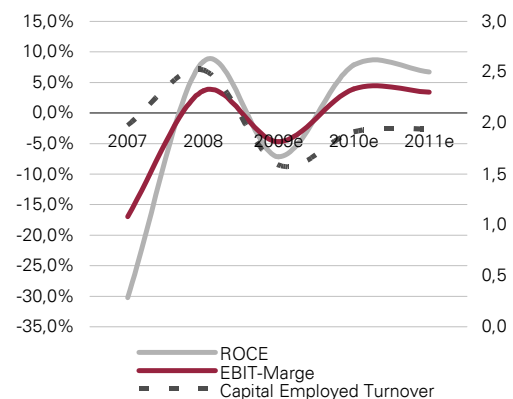
## Operating Leverage - Brain Force



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.

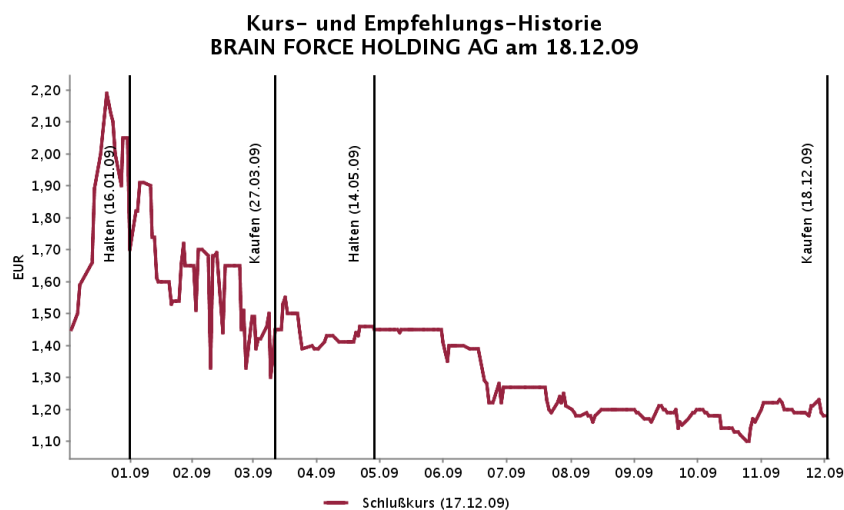
**“-“ Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

| Empfehlung       | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen           | 109                | 53%              |
| Halten           | 63                 | 31%              |
| Verkaufen        | 17                 | 8%               |
| Empf. ausgesetzt | 15                 | 7%               |
| <b>Gesamt</b>    | <b>204</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           | 80                 | 62%              |
| Halten           | 35                 | 27%              |
| Verkaufen        | 4                  | 3%               |
| Empf. ausgesetzt | 10                 | 8%               |
| <b>Gesamt</b>    | <b>129</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<br>ellmann@ses.de     | <b>Tim Kruse</b>                  | +49 (0)40-309537 - 180<br>kruse@ses.de            |
| <b>Henner Rüschemier</b>          | +49 (0)40-309537 - 270<br>rueschmeier@ses.de | <b>Frank Laser</b>                | +49 (0)40-309537 - 235<br>laser@ses.de            |
| <b>Robert Suckel</b>              | +49 (0)40-309537 - 190<br>suckel@ses.de      | <b>Jochen Reichert</b>            | +49 (0)40-309537 - 130<br>reichert@ses.de         |
| <b>Dr. Karsten von Blumenthal</b> | +49 (0)40-309537 - 150<br>blumenthal@ses.de  | <b>Malte Schaumann</b>            | +49 (0)40-309537 - 170<br>schaumann@ses.de        |
| <b>Björn Blunck</b>               | +49 (0)40-309537 - 160<br>blunck@ses.de      | <b>Franziska Schmidt-Petersen</b> | +49 (0)40-309537 - 100<br>schmidt-petersen@ses.de |
| <b>Daniel Bonn</b>                | +49 (0)40-309537 - 250<br>bonn@ses.de        | <b>Claudia Vedder</b>             | +49 (0)40-309537 - 105<br>vedder@ses.de           |
| <b>Annika Boysen</b>              | +49 (0)40-309537 - 220<br>boysen@ses.de      | <b>Katrin Wauker</b>              | +49 (0)40-309537 - 200<br>wauker@ses.de           |
| <b>Finn Henning Breiter</b>       | +49 (0)40-309537 - 230<br>breiter@ses.de     | <b>Andreas Wolf</b>               | +49 (0)40-309537 - 140<br>wolf@ses.de             |
| <b>Torsten Klingner</b>           | +49 (0)40-309537 - 260<br>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><br>Head of Equities   | +49 (0)40-3282 - 2686<br>beffler@mmwarburg.com      | <b>Dirk Rosenfelder</b><br>Head of Equity Sales | +49 (0)40-3282 - 2692<br>drosenfelder@mmwarburg.com |
| <b>Oliver Merckel</b><br>Head of Sales Trading | +49 (0)40-3282 - 2634<br>omerckel@mmwarburg.com     | <b>Christian Alisch</b><br>Equity Sales         | +49 (0)40-3282 - 2667<br>calisch@mmwarburg.com      |
| <b>Thekla Struve</b><br>Sales Trading          | +49 (0)40-3282 - 2668<br>tstruve@mmwarburg.com      | <b>Matthias Fritsch</b><br>Equity Sales         | +49 (0)40-3282 - 2696<br>mfritsch@mmwarburg.com     |
| <b>Gudrun Bolsen</b><br>Sales Trading          | +49 (0)40-3282 - 2679<br>gbolsen@mmwarburg.com      | <b>Benjamin Kassen</b><br>Equity Sales          | +49 (0)40-3282 - 2630<br>bkassen@mmwarburg.com      |
| <b>Bastian Quast</b><br>Sales Trading          | +49 (0)40-3282 - 2701<br>bquast@mmwarburg.com       | <b>Michael Kriszun</b><br>Equity Sales          | +49 (0)40-3282 - 2695<br>mkriszun@mmwarburg.com     |
| <b>Patrick Schepelmann</b><br>Sales Trading    | +49 (0)40-3282 - 2700<br>pschepelmann@mmwarburg.com | <b>Felix Schulte</b><br>Equity Sales            | +49 (0)40-3282 - 2666<br>fschulte@mmwarburg.com     |
| <b>Jörg Treptow</b><br>Sales Trading           | +49 (0)40-3282 - 2658<br>jtreptow@mmwarburg.com     | <b>Marco Schumann</b><br>Equity Sales           | +49 (0)40-3282 - 2665<br>mschumann@mmwarburg.com    |
| <b>Andrea Carstensen</b><br>Sales Assistance   | +49 (0)40-3282 - 2632<br>acarstensen@mmwarburg.com  | <b>Philipp Stumpfegger</b><br>Equity Sales      | +49 (0)40-3282 - 2635<br>pstumpfegger@mmwarburg.com |
| <b>Wibke Möller</b><br>Sales Assistance        | +49 (0)40-3282 - 2703<br>wmoeller@mmwarburg.com     | <b>Andreas Wessel</b><br>Equity Sales           | +49 (0)40-3282 - 2663<br>awessel@mmwarburg.com      |
| <b>Katharina Bruns</b><br>Roadshow / Marketing | +49 (0)40-3282 - 2694<br>kbruns@mmwarburg.com       |   |   |