

Halten (alt: Halten)

Kursziel EUR 1,40 (alt: 1,60)

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

Europaweit aktive IT-Dienstleistungs-  
 Holding mit eigenem Produktportfolio



Aktien Daten: 20.08.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 18,2 Mio  
 Enterprise Value (EV): EUR 24,9 Mio  
 Buchwert: EUR 23,2 Mio  
 Aktienanzahl: 15,4 Mio

## Aktionäre:

BEKO Holding AG 54,7 %  
 Free Float 33,3 %  
 Erster Priv. Inv. Club Köln 11,4 %  
 Cross Industries 0,6 %

## Termine:

Zahlen Q3 10.11.2009  
 Geschäftsbericht 2009 22.12.2009

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
Umsatz	92,4	-5,9	95,2	-7,9	102	-10,2
EBIT	-0,9	-2,2	4,3	-3,4	4,6	-1,4
EPS	-0,18	-0,07	0,16	-0,15	0,17	-0,06

Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 21.08.2009  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 ellmann@ses.de

## Q2 noch schwach

Heute gab die Brain Force Holding die Geschäftszahlen für das Q2/09 bekannt. Diese lagen leicht **unterhalb der Erwartung** und zeigen, dass das Marktumfeld für IT-Dienstleistungen schwierig bleibt. Brain Force leidet unter konjunkturbedingtem Preisdruck und geringeren Neuaufträgen.

## Brain Force - Q2 2009

Angaben in Mio. EUR	Q2/09	Q2/09e	Q2/08	yoy	6M/09	6M/09e	6M/08	yoy
Umsatz	21,3	22,8	26,9	-21,0%	43,6	45,1	52,3	-16,7%
EBITDA	-0,3	0,1	2,3	-	0,8	1,1	3,9	-80,1%
Marge	-1,3%	0,3%	8,4%	-	1,8%	2,5%	7,5%	-
EBIT	-1,2	-0,8	1,3	-	-1,1	-0,7	1,9	-
Marge	-5,5%	-3,4%	4,7%	-	-2,4%	-1,5%	3,6%	-
EPS in EUR	-0,08	-0,05	0,05	-	-0,10	-0,07	0,06	-

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

**Die Restrukturierung schreitet jedoch voran:** In Erwartung einer schwachen Marktlage hatte Brain Force frühzeitig kostensenkende Maßnahmen eingeleitet. Neben konsequenten Sparmaßnahmen im operativen Geschäft wurden der Umzug der österreichischen Gesellschaften in ein deutlich günstigeres Bürogebäude sowie harte Restrukturierungsmaßnahmen in Italien und Kurzarbeit in Deutschland implementiert. **Insgesamt wurden im ersten Halbjahr konzernweit rund 10% der Belegschaft freigesetzt.** Zudem haben der Vorstand und die Geschäftsführer der operativen Gesellschaften auf rund 10 bis 15% ihrer Fixbezüge verzichtet. Außerdem wurde im Konzern ein Cash Pooling zum internen Liquiditätsausgleich geschaffen und damit die Zinsaufwendungen deutlich reduziert sowie ein Projekt zur Optimierung des Working Capital durchgeführt. So konnte auf Halbjahresbasis ein **Umsatzrückgang von fast EUR 10 Mio. verkraftet werden, während der operative Cash-Flow mit EUR +0,4 etwa konstant blieb. Dies ist ein beeindruckendes Ergebnis.**

Aufgrund der Verfehlung der Umsatz und Ergebniserwartung im ersten Halbjahr werden insgesamt dennoch die **Prognosen nochmals reduziert.**

**Newsflow zunächst negativ:** Das Q3 ist in der personalintensiven IT-Branche negativ durch Urlaubszeiten geprägt und die laufende Restrukturierung wird nochmals mit etwa EUR 1,4 Mio. Aufwand zu Buche schlagen. Das Unternehmen erwartet per Ende Q3 insgesamt ein deutlich negatives EBIT von EUR -4 Mio. Die Erfolge der Restrukturierungsmaßnahmen werden sich hingegen erst in einem guten Q4 niederschlagen. Die volle Wirkung der Restrukturierung ist für Q1/10 zu erwarten.

**Die Einschätzung der Aktie lautet weiter Halten. Das Kursziel wird auf EUR 1,40 reduziert.**

Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
31.12.						
Umsatz	88,5	98,3	106	86,5	87,3	91,7
Veränderung Umsatz yoy	15,5 %	11,1 %	8,0 %	-18,6 %	1,0 %	5,0 %
Bruttoergebnis	88,5	19,3	27,4	19,9	20,1	22,5
Bruttomarge	100,0 %	19,6 %	25,8 %	23,0 %	23,0 %	24,5 %
EBITDA	6,5	0,3	7,8	0,3	4,3	6,8
EBITDA-Marge	7,4 %	0,4 %	7,3 %	0,4 %	4,9 %	7,4 %
EBIT	2,9	-16,7	3,8	-3,1	0,9	3,2
EBIT-Marge	3,3 %	-17,0 %	3,6 %	-3,6 %	1,0 %	3,5 %
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	-2,1	-3,9	0,2	1,7
EPS	0,10	-1,29	-0,14	-0,25	0,01	0,11
Free Cash Flow je Aktie	0,31	-0,31	0,27	0,02	0,12	0,17
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	3,9	73,2	3,2	71,9	5,4	3,0
EV/EBIT	8,7	-1,5	6,6	-8,0	26,4	6,4
KGV	11,8	-0,9	-8,4	-4,7	118,0	10,7
ROCE	4,8 %	-30,2 %	8,4 %	-7,5 %	2,2 %	7,8 %
Adj. Free Cash Flow Yield	16,9 %	-7,5 %	22,9 %	-8,9 %	11,7 %	24,9 %

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force Holding**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>88,5</b>	<b>98,3</b>	<b>106</b>	<b>86,5</b>	<b>87,3</b>	<b>91,7</b>
Herstellungskosten	0,0	79,1	78,8	66,6	67,2	69,2
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>88,5</b>	<b>19,3</b>	<b>27,4</b>	<b>19,9</b>	<b>20,1</b>	<b>22,5</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,0	11,9	11,5	10,4	9,6	10,1
Verwaltungskosten	0,0	14,2	11,0	10,3	9,6	9,2
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	-1,2	-1,1	0,0	0,0	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,5</b>	<b>0,3</b>	<b>7,8</b>	<b>0,3</b>	<b>4,3</b>	<b>6,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	0,8	1,1	0,9	0,9	0,9
<b>EBITA</b>	<b>5,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>6,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,4</b>	<b>5,9</b>
Abschreibungen auf iAV	2,9	7,6	2,9	2,6	2,5	2,7
Goodwill-Abschreibung	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>2,9</b>	<b>-16,7</b>	<b>3,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,9</b>	<b>3,2</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,2	0,8	1,5	0,8	0,7	0,7
Finanzergebnis	0,3	-1,2	-1,4	-0,8	-0,7	-0,7
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,2</b>	<b>-17,9</b>	<b>2,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,2</b>	<b>2,5</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>3,2</b>	<b>-17,9</b>	<b>2,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,2</b>	<b>2,5</b>
Steuern gesamt	-0,9	2,0	4,5	0,0	0,0	0,8
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,2</b>	<b>1,7</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>4,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,2</b>	<b>1,7</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,2</b>	<b>1,7</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force Holding**

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<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>
Herstellungskosten	0,0 %	80,4 %	74,2 %	77,0 %	77,0 %	75,5 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>100,0 %</b>	<b>19,6 %</b>	<b>25,8 %</b>	<b>23,0 %</b>	<b>23,0 %</b>	<b>24,5 %</b>
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	0,0 %	12,1 %	10,9 %	12,0 %	11,0 %	11,0 %
Verwaltungskosten	0,0 %	14,5 %	10,3 %	11,9 %	11,0 %	10,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0 %	-1,2 %	-1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<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>7,4 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>7,4 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8 %	0,8 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
<b>EBITA</b>	<b>6,5 %</b>	<b>-0,5 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>-0,6 %</b>	<b>3,9 %</b>	<b>6,4 %</b>
Abschreibungen auf iAV	3,2 %	7,7 %	2,7 %	3,0 %	2,9 %	2,9 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	8,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>3,3 %</b>	<b>-17,0 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>-3,6 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>3,5 %</b>
Zinserträge	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,3 %	0,8 %	1,4 %	0,9 %	0,8 %	0,8 %
Finanzergebnis	0,4 %	-1,3 %	-1,4 %	-0,9 %	-0,8 %	-0,8 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,7 %</b>	<b>-18,2 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>-4,5 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>2,7 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>3,7 %</b>	<b>-18,2 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>-4,5 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>2,7 %</b>
Steuern gesamt	-1,1 %	2,0 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,9 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,7 %</b>	<b>-20,3 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>-4,5 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>1,9 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>4,7 %</b>	<b>-20,3 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>-4,5 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>1,9 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,7 %</b>	<b>-20,3 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>-4,5 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>1,9 %</b>

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

**Bilanz Brain Force Holding**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,8	28,9	25,8	24,1	22,3	20,5
davon übrige imm. VG	10,5	13,1	11,3	9,5	7,8	5,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	21,3	15,9	14,5	14,5	14,5	14,5
Sachanlagen	1,6	2,3	2,5	3,6	3,6	3,7
Finanzanlagen	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Anlagevermögen</b>	<b>34,1</b>	<b>31,4</b>	<b>28,5</b>	<b>27,8</b>	<b>26,1</b>	<b>24,3</b>
Vorräte	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,9	28,2	26,9	21,8	22,0	23,1
Sonstige Vermögensgegenstände	7,7	5,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Liquide Mittel	13,5	9,4	8,8	8,8	10,1	12,6
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>47,5</b>	<b>42,9</b>	<b>37,8</b>	<b>32,7</b>	<b>34,2</b>	<b>37,9</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>81,6</b>	<b>74,3</b>	<b>66,3</b>	<b>60,5</b>	<b>60,3</b>	<b>62,3</b>
<b>Passiva</b>						
Gezeichnetes Kapital	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Kapitalrücklage	24,8	15,5	15,2	15,2	15,2	15,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	-3,9	-3,7	-2,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,0	-4,7	-6,5	-3,5	-3,6	-3,5
Buchwert	48,1	26,3	24,1	23,2	23,3	25,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>48,1</b>	<b>26,3</b>	<b>24,1</b>	<b>23,2</b>	<b>23,3</b>	<b>25,1</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,9	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3
Rückstellungen gesamt	10,0	7,5	4,3	4,3	4,3	4,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,5	16,0	13,7	13,2	12,7	12,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,5	9,8	8,3	6,8	6,9	7,2
Sonstige Verbindlichkeiten	12,4	14,8	15,9	12,4	12,4	12,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>33,5</b>	<b>48,1</b>	<b>42,2</b>	<b>36,7</b>	<b>36,3</b>	<b>36,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>81,6</b>	<b>74,3</b>	<b>66,3</b>	<b>59,9</b>	<b>59,6</b>	<b>61,7</b>

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

**Bilanz Brain Force Holding**

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	39,0 %	38,9 %	39,0 %	39,8 %	37,0 %	32,8 %
davon übrige imm. VG	12,9 %	17,6 %	17,1 %	15,8 %	12,9 %	9,5 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	26,1 %	21,4 %	21,9 %	24,0 %	24,1 %	23,3 %
Sachanlagen	2,0 %	3,1 %	3,8 %	5,9 %	6,0 %	5,9 %
Finanzanlagen	0,9 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>41,8 %</b>	<b>42,3 %</b>	<b>43,0 %</b>	<b>46,0 %</b>	<b>43,3 %</b>	<b>39,0 %</b>
Vorräte	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,5 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	31,7 %	37,9 %	40,6 %	36,0 %	36,5 %	37,1 %
Sonstige Vermögensgegenstände	9,5 %	6,8 %	2,9 %	3,1 %	3,1 %	3,0 %
Liquide Mittel	16,6 %	12,7 %	13,3 %	14,5 %	16,7 %	20,3 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>58,2 %</b>	<b>57,7 %</b>	<b>57,0 %</b>	<b>54,0 %</b>	<b>56,6 %</b>	<b>60,9 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</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	18,9 %	20,7 %	23,2 %	25,4 %	25,5 %	24,7 %
Kapitalrücklage	30,3 %	20,9 %	23,0 %	25,2 %	25,3 %	24,5 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-6,5 %	-6,2 %	-3,3 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	9,8 %	-6,3 %	-9,8 %	-5,8 %	-5,9 %	-5,6 %
Buchwert	58,9 %	35,4 %	36,4 %	38,4 %	38,7 %	40,3 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>58,9 %</b>	<b>35,4 %</b>	<b>36,4 %</b>	<b>38,4 %</b>	<b>38,7 %</b>	<b>40,3 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,8 %	3,4 %	3,4 %	3,8 %	3,8 %	3,7 %
Rückstellungen gesamt	12,2 %	10,1 %	6,4 %	7,1 %	7,1 %	6,9 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,1 %	21,5 %	20,7 %	21,8 %	21,1 %	20,4 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,4 %	13,2 %	12,6 %	11,2 %	11,4 %	11,6 %
Sonstige Verbindlichkeiten	15,3 %	20,0 %	23,9 %	20,5 %	20,6 %	19,9 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>41,0 %</b>	<b>64,7 %</b>	<b>63,6 %</b>	<b>60,7 %</b>	<b>60,2 %</b>	<b>58,7 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>99,0 %</b>	<b>98,8 %</b>	<b>99,0 %</b>

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

**Kapitalflussrechnung Brain Force Holding**

in EUR Mio.

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

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

## Kennzahlen Brain Force Holding

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Operative Effizienz</b>						
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,8 %	27,8 %	22,2 %	23,9 %	22,0 %	21,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	75.538	85.805	95.682	74.176	71.351	71.351
EBITDA je Mitarbeiter	5.559	302	7.032	297	3.496	5.280
EBIT-Marge	3,3 %	-17,0 %	3,6 %	-3,6 %	1,0 %	3,5 %
EBITDA / Operating Assets	33,8 %	1,6 %	36,8 %	1,8 %	22,7 %	34,1 %
ROA	12,2 %	-63,3 %	-7,3 %	-14,1 %	0,7 %	7,0 %
<b>Kapitaleffizienz</b>						
Plant Turnover	54,9	42,2	42,6	24,3	24,4	25,0
Operating Assets Turnover	4,6	4,7	5,0	4,6	4,6	4,6
Capital Employed Turnover	1,5	2,0	2,5	2,1	2,2	2,2
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE	4,8 %	-30,2 %	8,4 %	-7,5 %	2,2 %	7,8 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	10,7 %	0,6 %	17,0 %	0,8 %	10,6 %	16,5 %
ROE	8,7 %	-75,8 %	-8,6 %	-16,8 %	0,7 %	6,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	17,4 %	-53,6 %	-8,3 %	-16,5 %	0,7 %	7,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	17,4 %	-53,6 %	-8,3 %	-16,5 %	0,7 %	7,1 %
ROIC	6,7 %	-38,1 %	-4,7 %	-9,0 %	0,4 %	3,8 %
<b>Solvanz</b>						
Nettoverschuldung	-11,0	6,5	4,9	4,4	2,7	0,1
Net Gearing	-22,8 %	24,9 %	20,2 %	19,1 %	11,4 %	0,3 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	1889,0 %	164,4 %	176,4 %	175,9 %	183,4 %	197,6 %
Current ratio	2,1	1,5	1,4	1,5	1,6	1,7
Acid Test Ratio	1,4	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4
EBITDA / Zinsaufwand	29,5	0,4	5,3	0,4	6,1	9,7
Netto Zinsdeckung	30,7	n.a.	2,7	n.a.	1,2	4,6
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow	4,4	-4,8	4,2	0,4	1,8	2,6
Free Cash Flow / Umsatz	5,0 %	-4,9 %	4,0 %	0,4 %	2,0 %	2,8 %
Adj. Free Cash Flow	4,3	-1,9	5,8	-2,2	2,7	5,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	2,2 %	-4,1 %	3,0 %	-3,5 %	2,3 %	3,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	105,7 %	24,3 %	-201,5 %	-9,2 %	1027,0 %	151,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,9 %	0,6 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,7 %	8,5 %	10,0 %	5,9 %	5,4 %	5,5 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>						
Investitionsquote	3,1 %	2,7 %	2,0 %	3,2 %	1,9 %	2,0 %
Maint. Capex / Umsatz	2,5 %	2,3 %	1,9 %	3,0 %	1,8 %	1,8 %
CAPEX / Abschreibungen	76,3 %	15,7 %	53,0 %	78,9 %	49,9 %	50,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,0 %	18,5 %	17,6 %	19,6 %	17,5 %	17,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	303,4 %	288,0 %	322,5 %	320,6 %	318,8 %	320,8 %
Inventory processing period (Tage)	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Receivables collection period (Tage)	107	105	92,4	92,0	92,0	92,0
Payables payment period (Tage)	35,1	36,3	28,7	28,7	28,7	28,7
Cash conversion cycle (Tage)	72,9	69,3	64,8	64,3	64,3	64,3
<b>Bewertung</b>						
P/B	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/sales	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	3,9	73,2	3,2	71,9	5,4	3,0
EV/EBIT	8,7	-1,5	6,6	-8,0	26,4	6,4
EV/FCF	5,7	-5,2	6,0	69,1	13,0	7,9
P/E	11,8	-0,9	-8,4	-4,7	118,0	10,7
P/CF	4,4	neg.	2,7	neg.	5,1	3,4

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	-3,9	0,2	1,7
+ Abschreibung + Amortisation	2,5	3,6	17,0	4,0	3,5	3,4	3,6
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,3	-1,2	-1,4	-0,8	-0,7	-0,7
+ Steuern	0,5	-0,9	2,0	4,5	0,0	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>-2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>5,1</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	23,5%	16,9%	-7,5%	22,9%	-8,9%	11,7%	24,9%
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>24,9</b>	<b>23,1</b>	<b>20,5</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>59,5</b>	<b>42,7</b>	-	<b>58,1</b>	-	<b>27,0</b>	<b>51,1</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	4,9	4,9	4,9	4,9	4,4	2,7	0,1
- 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>22,1</b>	<b>48,8</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>1,43</b>	<b>3,17</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	188,0%	95,7%	-	180,6%	-	21,5%	168,6%

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

	13,0%	2,51	1,67	-	2,44	-	1,03	2,40
	12,0%	2,75	1,85	-	2,68	-	1,14	2,62
Fairer	11,0%	3,05	2,06	-	2,97	-	1,27	2,87
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>3,40</b>	<b>2,31</b>	-	<b>3,31</b>	-	<b>1,43</b>	<b>3,17</b>
Yield	9,0%	3,83	2,62	-	3,73	-	1,63	3,54
	8,0%	4,37	3,00	-	4,25	-	1,87	4,00
	7,0%	5,06	3,50	-	4,93	-	2,18	4,59

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	86,5	87,3	91,7	96,3	101,1	106,1	111,4	117,0	119,9	122,9	126,0	129,2	132,4	135,7
Veränderung	-18,6%	1,0%	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	-3,1	0,9	3,2	4,3	4,5	4,8	5,0	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	6,0	6,1
EBIT-Marge	-3,6%	1,0%	3,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Steuerquote	0,0%	0,0%	31,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	39,0%
NOPAT	-3,1	0,9	2,2	3,0	3,2	3,3	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	3,7
Abschreibungen in % vom Umsatz	3,5	3,4	3,6	2,3	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7
	4,0%	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	3,5	-0,1	-0,9	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
- Investitionen	-2,7	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7
Investitionsquote	3,2%	1,9%	2,0%	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	0,0	-0,5
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,2	2,5	3,1	3,5	3,2	3,4	2,8	3,0	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	2,8

**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	21,4	Sondereffekte	0,9
Terminal Value	8,7		
Verbindlichkeiten	-16,0		
Liquide Mittel	8,8	Aktienzahl (Mio.)	15,39
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>22,1</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,44</b>

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

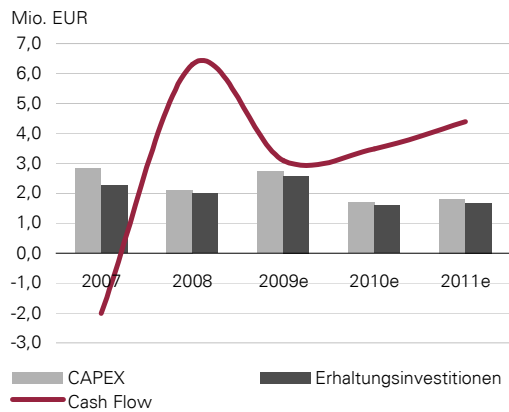
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,00%	3,25%
11,56%	1,21	1,22	1,23	1,24	1,25	1,27	1,28
11,06%	1,29	1,30	1,32	1,33	1,35	1,36	1,38
10,81%	1,34	1,35	1,37	1,38	1,40	1,42	1,44
<b>10,56%</b>	1,39	1,40	1,42	<b>1,44</b>	1,45	1,47	1,49
10,31%	1,44	1,46	1,47	1,49	1,51	1,53	1,56
10,06%	1,49	1,51	1,53	1,55	1,57	1,60	1,62
9,56%	1,61	1,63	1,66	1,68	1,71	1,74	1,77

**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%	0,50	0,74	0,99	1,24	1,49	1,73	1,98
11,06%	0,55	0,81	1,07	1,33	1,59	1,85	2,11
10,81%	0,58	0,85	1,11	1,38	1,65	1,92	2,19
<b>10,56%</b>	0,61	0,89	1,16	<b>1,44</b>	1,71	1,99	2,26
10,31%	0,64	0,93	1,21	1,49	1,77	2,06	2,34
10,06%	0,68	0,97	1,26	1,55	1,84	2,13	2,43
9,56%	0,75	1,06	1,37	1,68	1,99	2,30	2,61

Quelle: SES Research

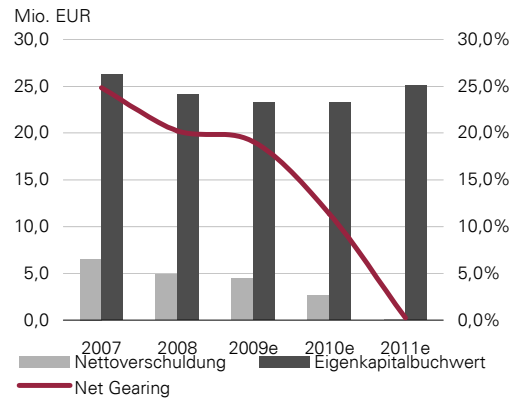
## Investitionen und Cash Flow - Brain Force



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

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

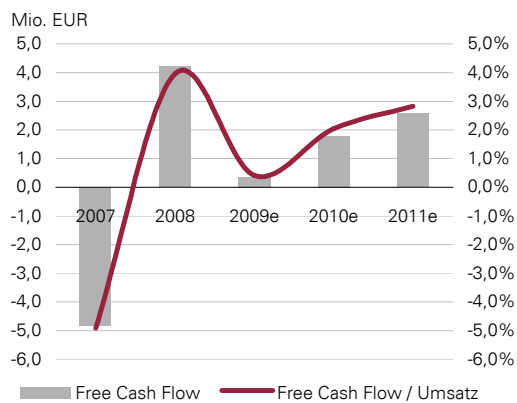
## Bilanzqualität - Brain Force



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

- Nettoverschuldung in 2007 stark angestiegen
- Abschreibungen haben EK reduziert
- Net Gearing sinkt in 2010 auf ein angemessenes Niveau

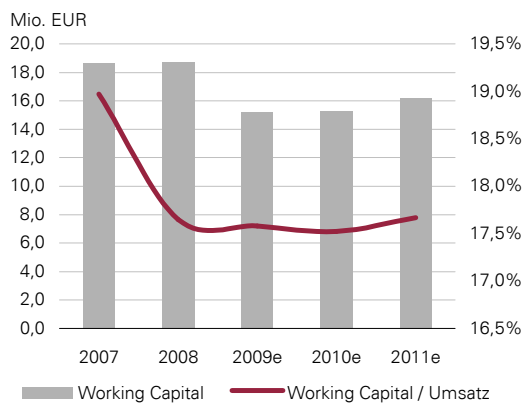
## Free Cash Flow Generation - Brain Force



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

- FCF im Restrukturierungsjahr 2007 deutlich negativ
- Turn Around in 2010
- Typische positive CF Generierung ab 2010ff

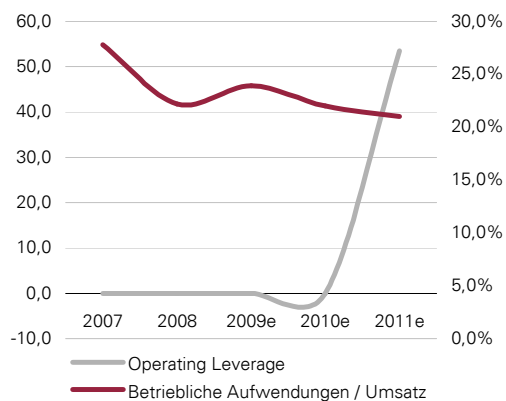
## Working Capital - Brain Force



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

- Working Capital steigt moderat an
- Die Quote konnte jedoch gesenkt werden
- Im Vergleich zum Umsatz ist das Niveau branchentypisch

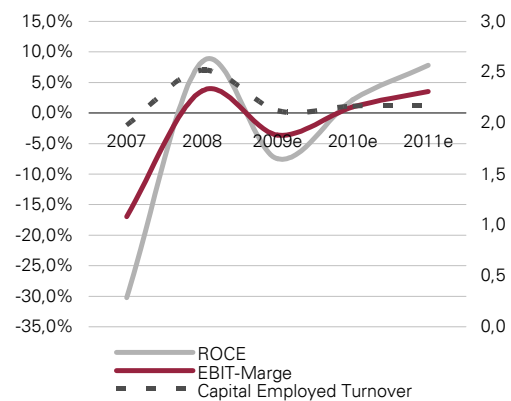
## Operating Leverage - Brain Force



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 und danach geändert.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

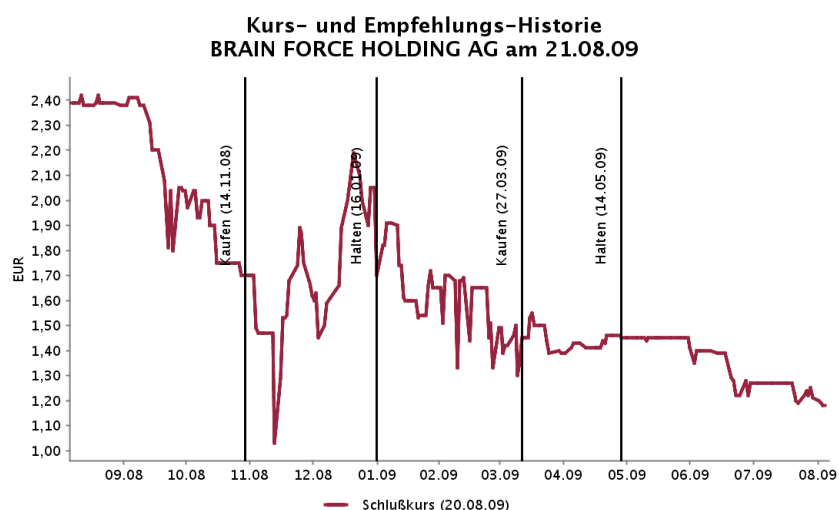
**“-“ Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	114	55%
Halten	51	25%
Verkaufen	23	11%
Empf. ausgesetzt	19	9%
<b>Gesamt</b>	<b>207</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	78	62%
Halten	32	25%
Verkaufen	5	4%
Empf. ausgesetzt	11	9%
<b>Gesamt</b>	<b>126</b>	



## 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>Dirk Rosenfelder</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@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>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Dr. James F. Jackson</b> Equity Sales	49 (0)40-3282 – 2664 jjackson@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Wolf-Oliver Jürgens</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Denis Moreau</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2669 dmoreau@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