

Kaufen (alt: Halten)

Kursziel EUR 1,70 (alt: 2,10)

Kurs EUR 1,36
Bloomberg BFC AV
Reuters BFCG
Branche IT Dienstleister

Europaweit aktive IT-Dienstleistungs-Holding mit eigenem Produktportfolio



Aktien Daten: 26.03.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 20,9 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 26,8 Mio
Buchwert: EUR 23,3 Mio
Aktienanzahl: 15,4 Mio
Handelsvolumen Ø: EUR 0,0 Mio

Aktionäre:
 BEKO Holding AG 53,9 %
 Free Float 34,9 %
 Erster Priv. Inv. Club Köln 11,9 %
 Cross Industries 0,6 %

Termine:
 Zahlen Q1 12.05.2009
 HV 14.05.2009
 Zahlen Q2 21.08.2009
 Zahlen Q3 10.11.2009

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
Umsatz	105	-9,2	112	-13,7	105	-
EBIT	3,6	-2,2	5,0	-0,6	4,7	-
EPS	0,09	-0,15	0,18	-0,04	0,16	-

Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 27.03.2009
 Analyst: Felix Ellmann
 +49 (0)40-309537-120
 ellmann@ses.de

Rekordergebnisse und vorsichtiger Ausblick

Am 27.03.09 gab die Brain Force die endgültigen Ergebnisse des Geschäftsjahres 2008 bekannt. Diese lagen über den Erwartungen und stellen das beste Ergebnis in 25 Jahren Brain Force dar. Das Unternehmen war dabei erfolgreich in der Breite: Es legten alle Landesgesellschaften signifikant zu und schlossen wieder positiv ab.

Brain Force - 2008

Angaben in Mio. EUR	2008	2008e	2007	yoy
Umsatz	106,2	104,7	104,7	1,4%
EBITDA	7,8	7,1	7,1	9,6%
<i>Marge</i>	7,3%	6,8%	6,8%	
EBITA	6,7	6,1	6,1	10,4%
<i>Marge</i>	6,3%	5,8%	5,8%	
EBIT	3,8	3,4	3,4	14,7%
<i>Marge</i>	3,6%	3,2%	3,2%	
EPS in EUR	-0,14	-0,10	-0,10	n.m.

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

Die (nicht zahlungswirksame) Abschreibung der steuerlich wirksamen Verlustvorträge fiel wie erwartet aus und minderte den Jahresüberschuss. Lediglich die vom früheren Vorstand gezeichnete Wandelanleihe der KEMP Technologies Inc. (New York) wurde vorsichtshalber abgeschrieben, wodurch das Finanzergebnis mit EUR 0,63 Mio. belastet wurde. Es ist jedoch wahrscheinlich, dass KEMP, mit denen derzeit verhandelt wird, im Zuge einer Prolongation den Zinsdienst auch weiterhin leisten und eine spätere (zumindest teilweise) Tilgung durchführen können wird. Für Brain Force würde dies einen außerordentlichen Ertrag bedeuten.

Für 2009 erwartet das Unternehmen einen Umsatzrückgang. Gleichzeitig soll ein positives operatives Ergebnis erzielt werden. In diesem Zusammenhang werden die Prognosen (SES) nochmals nach unten korrigiert. Die konservative Sichtweise des Brain-Force-Managements auf den IT-Markt erscheint aus heutiger Sicht sehr sinnvoll, um einen Abschwung im IT-Markt zu antizipieren.

Das Kursziel wird aufgrund der neuen Prognose reduziert. **Die Aktie wird jedoch nun wieder mit „Kaufen“ eingestuft**, nachdem der Aktienkurs vor dem Hintergrund schwacher Märkte in den vergangenen Monaten stark zurück ging. Der Fair Value liegt bei EUR 1,70 (2,10).

Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
31.12.						
Umsatz	88,5	98,3	106	95,6	98,5	105
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	11,1 %	8,0 %	-10,0 %	3,0 %	7,0 %
Bruttoergebnis	24,6	19,3	27,4	22,0	24,6	26,3
<i>Bruttomarge</i>	27,8 %	19,6 %	25,8 %	23,0 %	25,0 %	25,0 %
EBITDA	6,5	0,3	7,8	5,2	8,3	8,8
<i>EBITDA-Marge</i>	7,4 %	0,4 %	7,3 %	5,4 %	8,4 %	8,4 %
EBIT	2,9	-16,7	3,8	1,3	4,4	4,7
<i>EBIT-Marge</i>	3,3 %	-17,0 %	3,6 %	1,4 %	4,5 %	4,5 %
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	-2,1	-0,9	2,1	2,4
EPS	0,30	-1,29	-0,14	-0,06	0,14	0,16
Free Cash Flow je Aktie	0,31	-0,31	0,27	0,12	0,18	0,17
Dividende	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.
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,3	81,2	3,6	5,2	2,9	2,4
EV/EBIT	9,6	-1,7	7,3	20,0	5,4	4,5
KGV	4,5	-1,1	-9,7	-22,7	9,7	8,5
ROCE	4,8 %	-30,2 %	8,4 %	3,2 %	10,7 %	10,9 %
Adj. Free Cash Flow Yield	15,2 %	-6,8 %	20,7 %	8,7 %	24,0 %	29,7 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 1,36

Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force Holding

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	88,5	98,3	106	95,6	98,5	105
Herstellungskosten	63,9	79,1	78,8	73,6	73,8	79,0
Bruttoergebnis	24,6	19,3	27,4	22,0	24,6	26,3
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	9,3	11,9	11,5	10,5	10,8	11,6
Verwaltungskosten	12,2	14,2	11,0	10,1	9,4	10,0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2	-1,2	-1,1	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,5	0,3	7,8	5,2	8,3	8,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	0,8	1,1	1,0	1,0	1,1
EBITA	5,8	-0,5	6,7	4,2	7,3	7,8
Abschreibungen auf iAV	2,9	7,6	2,9	2,9	2,9	3,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,9	-16,7	3,8	1,3	4,4	4,7
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
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,2	-17,9	2,4	0,5	3,7	4,0
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,2	-17,9	2,4	0,5	3,7	4,0
Steuern gesamt	-0,9	2,0	4,5	1,4	1,6	1,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,2	-19,9	-2,1	-0,9	2,1	2,4
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,2	-19,9	-2,1	-0,9	2,1	2,4
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	-2,1	-0,9	2,1	2,4

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

Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force Holding

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	72,2 %	80,4 %	74,2 %	77,0 %	75,0 %	75,0 %
Bruttoergebnis	27,8 %	19,6 %	25,8 %	23,0 %	25,0 %	25,0 %
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	10,5 %	12,1 %	10,9 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Verwaltungskosten	13,8 %	14,5 %	10,3 %	10,6 %	9,5 %	9,5 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2 %	-1,2 %	-1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	7,4 %	0,4 %	7,4 %	5,4 %	8,4 %	8,4 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8 %	0,8 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
EBITA	6,5 %	-0,5 %	6,3 %	4,4 %	7,4 %	7,4 %
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 %
EBIT	3,3 %	-17,0 %	3,6 %	1,4 %	4,5 %	4,5 %
Zinserträge	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,3 %	0,8 %	1,4 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %
Finanzergebnis	0,4 %	-1,3 %	-1,4 %	-0,8 %	-0,7 %	-0,7 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,7 %	-18,2 %	2,3 %	0,6 %	3,8 %	3,8 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	3,7 %	-18,2 %	2,3 %	0,6 %	3,8 %	3,8 %
Steuern gesamt	-1,1 %	2,0 %	4,2 %	1,5 %	1,6 %	1,5 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,7 %	-20,3 %	-2,0 %	-0,9 %	2,2 %	2,3 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,7 %	-20,3 %	-2,0 %	-0,9 %	2,2 %	2,3 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	4,7 %	-20,3 %	-2,0 %	-0,9 %	2,2 %	2,3 %

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

Bilanz Brain Force Holding

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva						
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,8	28,9	25,8	24,0	22,1	20,1
davon übrige imm. VG	10,5	13,1	11,3	9,5	7,6	5,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	21,3	15,9	14,5	14,5	14,5	14,5
Sachanlagen	1,6	2,3	2,5	3,5	4,3	4,9
Finanzanlagen	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlagevermögen	34,1	31,4	28,5	27,7	26,6	25,2
Vorräte	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,9	28,2	26,9	24,1	24,8	26,6
Sonstige Vermögensgegenstände	7,7	5,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Liquide Mittel	13,5	9,4	8,8	9,6	11,9	14,5
Umlaufvermögen	47,5	42,9	37,8	35,9	38,9	43,3
Bilanzsumme (Aktiva)	81,6	74,3	66,3	63,6	65,5	68,5
Passiva						
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	-0,9	1,3	3,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,0	-4,7	-6,5	-6,5	-6,6	-6,7
Buchwert	48,1	26,3	24,1	23,3	25,3	27,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	48,1	26,3	24,1	23,3	25,3	27,7
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	7,5	7,7	8,3
Sonstige Verbindlichkeiten	12,4	14,8	15,9	12,4	12,4	12,4
Verbindlichkeiten	33,5	48,1	42,2	37,4	37,1	37,7
Bilanzsumme (Passiva)	81,6	74,3	66,3	60,7	62,4	65,4

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

Bilanz Brain Force Holding

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva						
Immaterielle Vermögensgegenstände	39,0 %	38,9 %	39,0 %	37,7 %	33,8 %	29,3 %
davon übrige imm. VG	12,9 %	17,6 %	17,1 %	14,9 %	11,6 %	8,1 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	26,1 %	21,4 %	21,9 %	22,8 %	22,2 %	21,2 %
Sachanlagen	2,0 %	3,1 %	3,8 %	5,6 %	6,5 %	7,2 %
Finanzanlagen	0,9 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Anlagevermögen	41,8 %	42,3 %	43,0 %	43,6 %	40,6 %	36,7 %
Vorräte	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	31,7 %	37,9 %	40,6 %	37,9 %	37,9 %	38,8 %
Sonstige Vermögensgegenstände	9,5 %	6,8 %	2,9 %	3,0 %	2,9 %	2,8 %
Liquide Mittel	16,6 %	12,7 %	13,3 %	15,1 %	18,2 %	21,2 %
Umlaufvermögen	58,2 %	57,7 %	57,0 %	56,5 %	59,4 %	63,3 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva						
Gezeichnetes Kapital	18,9 %	20,7 %	23,2 %	24,2 %	23,5 %	22,5 %
Kapitalrücklage	30,3 %	20,9 %	23,0 %	24,0 %	23,3 %	22,3 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-1,4 %	1,9 %	5,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	9,8 %	-6,3 %	-9,8 %	-10,2 %	-10,1 %	-9,8 %
Buchwert	58,9 %	35,4 %	36,4 %	36,6 %	38,7 %	40,4 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	58,9 %	35,4 %	36,4 %	36,6 %	38,7 %	40,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,8 %	3,4 %	3,4 %	3,6 %	3,5 %	3,3 %
Rückstellungen gesamt	12,2 %	10,1 %	6,4 %	6,7 %	6,5 %	6,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,1 %	21,5 %	20,7 %	20,8 %	19,4 %	18,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,4 %	13,2 %	12,6 %	11,8 %	11,8 %	12,1 %
Sonstige Verbindlichkeiten	15,3 %	20,0 %	23,9 %	19,5 %	19,0 %	18,1 %
Verbindlichkeiten	41,0 %	64,7 %	63,6 %	58,8 %	56,6 %	55,0 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	95,4 %	95,3 %	95,5 %

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	-0,9	2,1	2,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,7	0,8	1,1	1,0	1,0	1,1
Amortisation Goodwill	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,9	7,6	2,9	2,9	2,9	3,1
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
Cash Flow	4,1	-4,8	6,7	3,0	6,0	6,5
Veränderung Vorräte	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	3,6	0,5	1,0	2,8	-0,7	-1,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,5	2,2	-1,4	-0,8	0,2	0,6
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	1,8	-0,5	-1,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	7,2	-2,0	6,3	4,8	5,5	5,3
CAPEX	-2,8	-2,8	-2,1	-3,0	-2,7	-2,7
Zugänge aus Akquisitionen	-11,2	-6,9	-2,3	-0,5	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	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-13,9	-9,6	-4,4	-3,5	-2,7	-2,7
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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	8,7	7,8	-2,3	-0,5	-0,5	0,0
Veränderung liquide Mittel	2,1	-3,8	-0,4	0,8	2,3	2,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	13,2	9,4	9,1	9,6	11,9	14,5

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

Kennzahlen Brain Force Holding

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz						
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	24,5 %	27,8 %	22,2 %	21,6 %	20,5 %	20,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	75.538	85.805	95.682	82.013	80.451	81.983
EBITDA je Mitarbeiter	5.557	302	7.032	4.429	6.758	6.887
EBIT-Marge	3,3 %	-17,0 %	3,6 %	1,4 %	4,5 %	4,5 %
EBITDA / Operating Assets	33,8 %	1,6 %	36,8 %	25,3 %	38,2 %	37,7 %
ROA	12,2 %	-63,3 %	-7,3 %	-3,1 %	8,0 %	9,7 %
Kapitaleffizienz						
Plant Turnover	54,9	42,2	42,6	27,0	23,2	21,5
Operating Assets Turnover	4,6	4,7	5,0	4,7	4,5	4,5
Capital Employed Turnover	1,5	2,0	2,5	2,3	2,3	2,4
Kapitalverzinsung						
ROCE	4,8 %	-30,2 %	8,4 %	3,2 %	10,7 %	10,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	10,7 %	0,6 %	17,0 %	12,5 %	19,9 %	20,4 %
ROE	8,7 %	-75,8 %	-8,6 %	-3,7 %	8,4 %	8,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	17,4 %	-53,6 %	-8,3 %	-3,6 %	8,8 %	9,2 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	17,4 %	-53,6 %	-8,3 %	-3,6 %	8,8 %	9,2 %
ROIC	6,7 %	-38,1 %	-4,7 %	-2,0 %	4,7 %	5,2 %
Solvanz						
Nettoverschuldung	-11,0	6,5	4,9	3,6	0,8	-1,8
Net Gearing	-22,8 %	24,9 %	20,2 %	15,4 %	3,2 %	-6,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	1889,0 %	164,4 %	176,4 %	176,2 %	199,1 %	217,6 %
Current ratio	2,1	1,5	1,4	1,6	1,7	1,9
Acid Test Ratio	1,4	1,2	1,2	1,3	1,4	1,6
EBITDA / Zinsaufwand	29,5	0,4	5,3	6,5	11,8	12,6
Netto Zinsdeckung	30,7	n.a.	2,7	1,7	6,3	6,8
Kapitalfluss						
Free Cash Flow	4,4	-4,8	4,2	1,8	2,8	2,6
Free Cash Flow / Umsatz	5,0 %	-4,9 %	4,0 %	1,9 %	2,8 %	2,5 %
Adj. Free Cash Flow	4,3	-1,9	5,8	2,3	5,8	6,3
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	2,2 %	-4,1 %	3,0 %	0,1 %	3,5 %	3,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	105,7 %	24,3 %	-201,5 %	-209,5 %	130,0 %	108,5 %
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 %
Mittelverwendung						
Investitionsquote	3,1 %	2,7 %	2,0 %	3,1 %	2,7 %	2,6 %
Maint. Capex / Umsatz	2,5 %	2,3 %	1,9 %	3,0 %	2,6 %	2,4 %
CAPEX / Abschreibungen	76,3 %	15,7 %	53,0 %	78,5 %	70,3 %	65,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,0 %	18,5 %	17,6 %	18,6 %	17,4 %	17,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	303,4 %	288,0 %	322,5 %	321,3 %	322,1 %	320,5 %
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
Bewertung						
P/B	0,4	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/sales	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,3	81,2	3,6	5,2	2,9	2,4
EV/EBIT	9,6	-1,7	7,3	20,0	5,4	4,5
EV/FCF	6,4	-5,8	6,7	14,8	8,7	8,1
P/E	4,5	-1,1	-9,7	-22,7	9,7	8,5
P/CF	5,1	neg.	3,1	7,1	3,5	3,2

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	0,0	4,2	-19,9	-2,1	-0,9	2,1	2,4	
+ Abschreibung + Amortisation	0,0	3,6	17,0	4,0	3,8	3,8	4,1	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	0,3	-1,2	-1,4	-0,8	-0,7	-0,7	
+ Steuern	0,0	-0,9	2,0	4,5	1,4	1,6	1,6	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	2,2	2,3	2,0	2,8	2,5	2,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	0,0	4,3	-1,9	5,8	2,3	5,8	6,3	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	0,0%	11,0%	-4,9%	15,0%	6,3%	16,6%	19,8%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	38,7	38,7	38,7	38,7	37,4	34,6	32,0	
= Fairer Enterprise Value	-	42,7	-	58,1	23,4	57,6	63,4	
- Nettoverschuldung (Cash)	4,9	4,9	4,9	4,9	3,6	0,8	-1,8	
- 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	
= Faire Marktkapitalisierung	-	35,5	-	50,9	17,6	54,5	62,9	
Aktienanzahl (Mio.)	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	2,31	-	3,31	1,14	3,54	4,09	
Premium (-) / Discount (+) in %	-	12,6%	-	61,5%	-44,3%	72,8%	99,6%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	-	1,67	-	2,44	0,79	2,68	3,14
	12,0%	-	1,85	-	2,68	0,89	2,92	3,40
Fairer	11,0%	-	2,06	-	2,97	1,00	3,20	3,72
Free Cash Flow	10,0%	-	2,31	-	3,31	1,14	3,54	4,09
Yield	9,0%	-	2,62	-	3,73	1,31	3,96	4,55
	8,0%	-	3,00	-	4,25	1,52	4,48	5,12
	7,0%	-	3,50	-	4,93	1,79	5,15	5,86

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	95,6	98,5	105,3	110,6	116,1	122,0	128,0	134,5	137,8	141,3	144,8	148,4	152,1	155,9
Veränderung	-10,0%	3,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	1,3	4,4	4,7	5,0	5,2	5,5	5,8	6,1	6,2	6,4	6,5	6,7	6,8	7,0
EBIT-Marge	1,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Steuerquote	260,1%	42,9%	39,6%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%
NOPAT	-2,1	2,5	2,9	3,0	3,2	3,3	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3
Abschreibungen in % vom Umsatz	3,8	3,8	4,1	2,7	2,8	2,9	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,8	-0,5	-1,2	0,2	0,2	0,3	0,4	-2,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
- Investitionen	-3,0	-2,7	-2,7	-2,2	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1
Investitionsquote	3,1%	2,7%	2,6%	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	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,5	3,2	3,1	3,7	3,9	4,1	3,9	1,0	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7

Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	7,0%	WACC	10,69%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	22,0		
Terminal Value	11,3		
Verbindlichkeiten	-16,0		
Liquide Mittel	8,8	Aktienzahl (Mio.)	15,39
Eigenkapitalwert	26,1	Wert je Aktie (EUR)	1,70

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

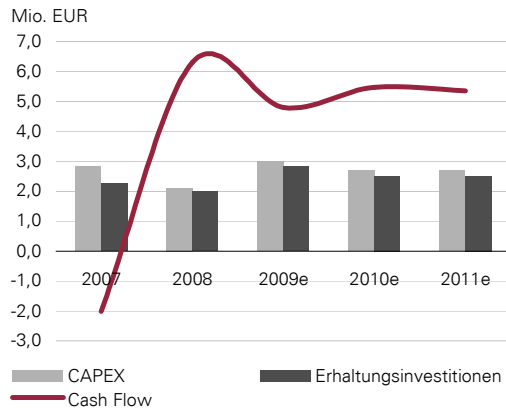
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
11,69%	1,42	1,44	1,45	1,46	1,48	1,50	1,52
11,19%	1,52	1,54	1,56	1,57	1,59	1,61	1,64
10,94%	1,58	1,59	1,61	1,63	1,65	1,68	1,70
10,69%	1,64	1,65	1,67	1,70	1,72	1,74	1,77
10,44%	1,70	1,72	1,74	1,76	1,79	1,82	1,84
10,19%	1,76	1,78	1,81	1,83	1,86	1,89	1,92
9,69%	1,90	1,93	1,96	1,99	2,03	2,06	2,10

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,69%	0,94	1,12	1,29	1,46	1,64	1,81	1,99
11,19%	1,01	1,20	1,39	1,57	1,76	1,95	2,14
10,94%	1,05	1,24	1,44	1,63	1,83	2,02	2,22
10,69%	1,09	1,29	1,49	1,70	1,90	2,10	2,31
10,44%	1,13	1,34	1,55	1,76	1,98	2,19	2,40
10,19%	1,17	1,39	1,61	1,83	2,06	2,28	2,50
9,69%	1,27	1,51	1,75	1,99	2,23	2,47	2,71

Quelle: SES Research

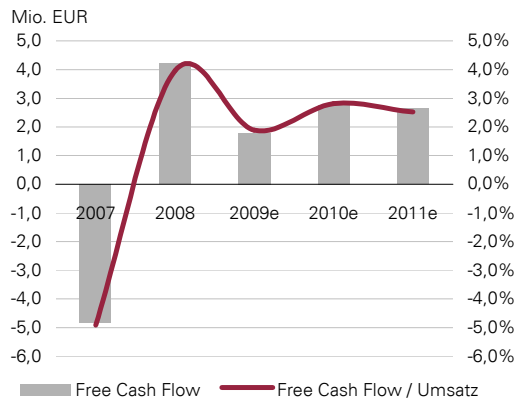
Brain Force - Investitionen und Cash Flow



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

- Capex und Erhaltungsinvestitionen sind relativ konstant
- Restrukturierungsjahr 2007 mit negativem Cash Flow
- Cash Flow wird in 2009 nachhaltig positiv

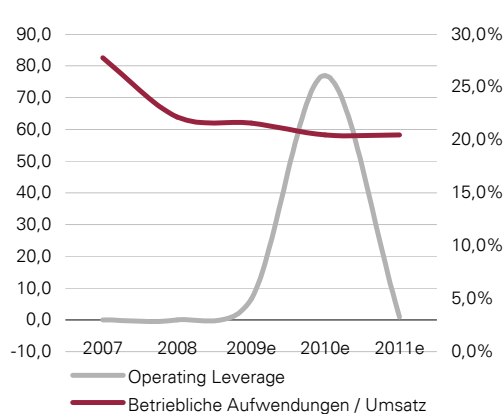
Brain Force - Free Cash Flow Generation



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

- FCF im Restrukturierungsjahr 2007 deutlich negativ
- Turn Around in 2008
- Typische positive CF Generierung ab 2009ff

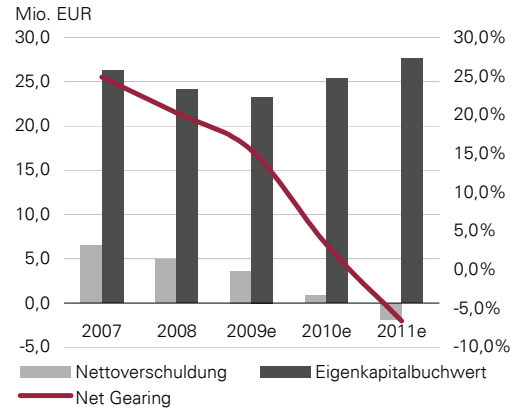
Brain Force - Operating Leverage



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

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

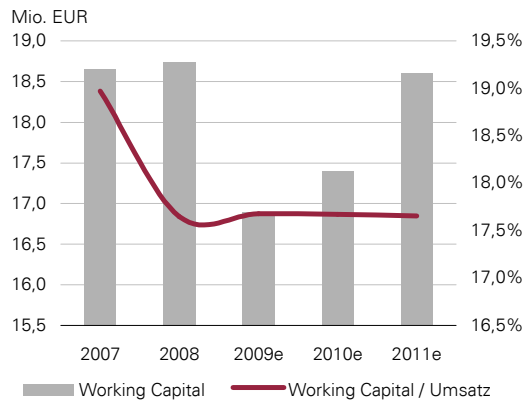
Brain Force - Bilanzqualität



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

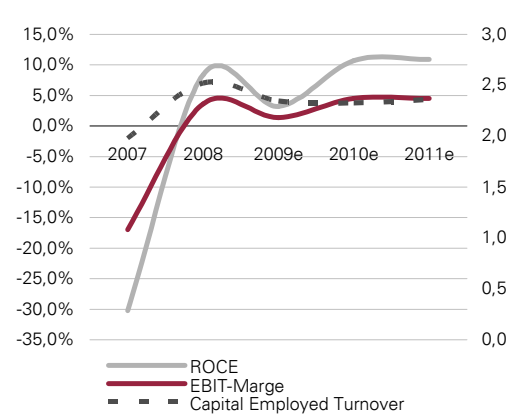
Brain Force - Working Capital



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

Brain Force - ROCE Entwicklung



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

- EBIT wird in 2008 wieder positiv
- Stabiles 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.

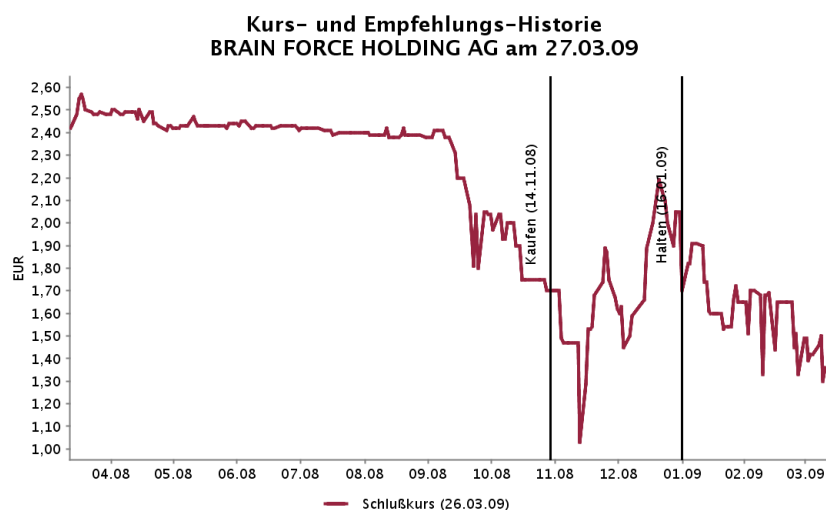
“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	55%
Halten	63	31%
Verkaufen	21	10%
Empf. ausgesetzt	9	4%
Gesamt	205	

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	77	62%
Halten	35	28%
Verkaufen	6	5%
Empf. ausgesetzt	6	5%
Gesamt	124	



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

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemier	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de	Tim Oliver Wunderlich	+49 (0)40-309537 – 185 wunderlich@ses.de

M.M. Warburg & CO KGaA

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

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


M. M. WARBURG & CO
 1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com	Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com	Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
Dr. James F. Jackson Equity Sales	49 (0)40-3282 – 2664 jjackson@mmwarburg.com	Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Wolf-Oliver Jürgens Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
Denis Moreau Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2669 dmoreau@mmwarburg.com	Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com		
Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		