

Kurs (€) 3,1
12 Monate H/T (€) 3,6 / 2,3

Eckdaten

Reuters Code BFCG
Bloomberg Code BFC
Geschäftsjahr 31/12
Rechnungslegungsstandard IFRS
Marktkapitalisierung (Mio. €) 31,3
Adj. Anzahl Aktien (Mio.) 10,3
Streubesitz (%) 76,6
ø tägl. Handelsvolumen ('000) 50,0
5J. gesch. EpA Wachstum (%) 15,0

Bewertung (x)	03	04	05e	06e
Marktkap./Ges.leistung	0,5	0,5	0,4	0,4
KGV	-16,0	14,5	12,4	11,1
Kurs/CE pro Aktie	31,8	9,6	6,5	5,8
PEG	-1,1	1,0	0,8	0,7
Dividendenrendite (%)	0,0	2,0	2,6	3,3
EV/Ges.leistung	0,5	0,4	0,2	0,2
EV/EBIT	180,7	10,4	4,9	4,0

Kennzahl/Aktie (€)	03	04	05e	06e
EpA (Erg./Aktie)	-0,19	0,21	0,25	0,28
IBES-EpA (Mittel)	-0,19	0,17	0,24	0,29
Cash Earnings/Aktie	0,10	0,32	0,47	0,52
Dividende/Aktie (net.)	0,00	0,06	0,08	0,10
Buchwert/Aktie	1,17	2,82	3,00	3,20

Finanzdaten (Mio. €)	03	04	05e	06e
Gesamtleistung	61,0	66,2	70,0	77,0
EBIT	0,2	2,4	3,4	3,8
% der Ges.leistung	0,3	3,6	4,8	5,0
EBT	0,4	3,4	3,9	4,3
% der Ges.leistung	0,7	5,1	5,6	5,6
Adj. Ergebnis n. St.	-2,0	2,0	2,5	2,8
% der Ges.leistung	-3,2	3,1	3,6	3,7

Wertentwicklung (%)	1M	3M	6M	12M
Absolute Veränderung	-1,3	3,4	29,8	-11,6

Großaktionäre (%)

H. Fleischmann Privatstiftung 20,2
H. Fleischmann 3,2

Analyst

Guido Siebe
Phone +49(0)69 50951-459
e-Mail guido.siebe@concord-ag.de
www www.concord-equity.de

Bitte beachten Sie:

- Diese Studie ist Bestandteil eines Dienstleistungsvertrages
- Concord fungiert als Designated Sponsor

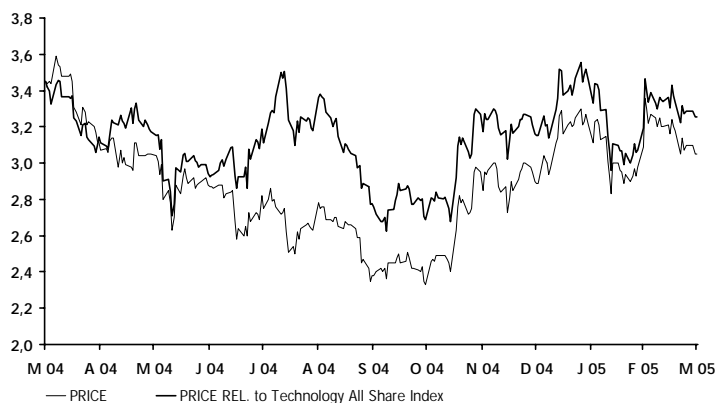
Mit „Buy and Build“ Strategie zum Erfolg

Brain Force ist ein IT-Unternehmen, das sich mittels einer „Buy and Build“ Strategie vom reinen Projektdienstleister zum Technologiekonzern entwickelt. Die Geschäftstätigkeit lässt sich nach der jüngsten Reorganisation Anfang 2005 in die Bereiche Enterprise Services, Technology & Infrastructure sowie Business Solutions unterteilen.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004 hat Brain Force gezeigt, dass aus der regen Akquisitionstätigkeit erhebliche Synergiepotentiale ausgenutzt werden können. So gelang es dem Unternehmen, die EBITDA Marge von 4,9% auf 6,3% zu steigern. Zusätzlich konnte in 2004 die Profitabilität in allen operativen Bereichen hergestellt werden. Somit hat Brain Force erneut bewiesen, dass die Akquisitionsstrategie als Haupttreiber für das Wachstum erfolgreich umgesetzt werden kann. Mit einer gesunden Eigenkapitalbasis sowie einer Liquidität von rund € 18 Mio. sehen wir Brain Force bestens positioniert, um den anhaltenden Konsolidierungsprozess im Markt für IT Services und Solutions aktiv zu gestalten und von den unverändert lukrativen Marktperspektiven überproportional zu profitieren. Für das laufende Jahr halten wir eine organische Umsatzsteigerung um 9% auf € 70 Mio. sowie eine weitere Margenverbesserung auf 7,6% auf EBITDA Basis für realistisch.

Aktuell deckt alleine die Liquidität rund 55% der Börsenbewertung ab, wodurch das profitable operative Geschäft nur gering bewertet wird. Auch ohne die Berücksichtigung der Barmittel ist die Brain Force Aktie aktuell mit einem KGV von 13 (05e) bzw. 11 (06e) unterhalb dem Niveau vergleichbarer Unternehmen bewertet. Unsere Bewertungsmodelle ergeben insgesamt einen fairen Wert von € 4,50 was ein deutliches Aufwertungspotential indiziert.

Aktienkurs (€) und Kurs rel. zum Technology All Share Index



Quelle: Thomson Financial Datastream

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
Unternehmensportrait	4
Historie	4
Konzernstruktur	4
Management	5
Geschäftsmodell	5
Geschäftsbereiche, Produkte und Dienstleistungen	6
Kundenstruktur	8
Markt- und Wettbewerbsumfeld	9
Finanzanalyse	10
SWOT - Analyse	12
Bewertung	13
Peer Group Bewertung	13
DCF Bewertung	14
Bewertungsfazit: fairer Wert bei € 4,50 je Aktie	15

Zusammenfassung

Starke Marktposition in schwierigem Branchenumfeld

Brain Force geht als eines der wenigen verbliebenen mittelständischen Software-Unternehmen aus dem Konsolidierungsprozess der vergangenen Jahre hervor. Zudem befindet sich die Gesellschaft in einer strategisch günstigen Situation. Neben der erforderlichen kritischen Masse verfügt Brain Force auch über die notwendigen liquiden Mittel, um interessante Produkte oder Unternehmen in den Konzern zu integrieren. Hierbei setzt die Gesellschaft auf innovative und markteingeführte Lösungen. Dadurch sollen auf der einen Seite hohe Anfangsinvestitionen vermieden werden, auf der anderen Seite jedoch vom Produkterfolg in der Wachstumsphase profitiert werden. Zusätzlich zum hohen Cash-Bestand verfügt Brain Force über Verlustvorträge in Höhe von über € 60 Mio. aus der NSE Akquisition, die in den kommenden Jahren monetarisiert werden sollen.

Attraktive Gewinnmargen

Nach der erfolgreichen Eingliederung der jüngsten akquirierten Unternehmen, insbesondere der ehemaligen NSE Software AG, halten wir eine Fortsetzung der bereits erreichten Gewinnsteigerung für wahrscheinlich. Durch die Ausnutzung der sich aus dem Baukastensystem ergebenden Cross-Selling Potentiale sollte sich mittelfristig eine EBIT Marge von über 5% erzielen lassen. Auch wenn die Ergebnisse der vergangenen Quartale einer gewissen Schwankung unterlagen, lässt sich ein deutlich positiver Gewinnrendenz ableiten. Auf der Basis des umfangreichen Produkt- und Dienstleistungsportfolios sehen wir Brain Force gut gerüstet für ein Gewinnwachstum von 10-15% p.a.

Solide Finanzbasis

Brain Force verfügt über eine gesunde finanzielle Basis inklusive einer starken Eigenkapitalquote (62%), hohen liquiden Mitteln (€ 18 Mio.) sowie positiven operativen Cash Flows in allen Geschäftsbereichen. Der Betrag an Bankverbindlichkeiten ist vernachlässigbar und die Höhe des bilanzierten Geschäfts- und Firmenwertes begrenzt (€ 4,7 Mio.). Lediglich der hohe Bestand an Forderungen aus Lieferung und Leistung (€ 17,5 Mio.) belastet das Working Capital.

Potentielle Risiken aus der Akquisitionstätigkeit

Neben der strategisch günstigen Position sowie den lukrativen Wachstums- und Ertragspotentialen der Brain Force Software AG sehen wir folgende Risiken. Aus der starken Akquisitionstätigkeit ergibt sich zwangsläufig die Gefahr, dass neue Bereiche erfolgreich integriert sind und somit die Synergiepotentiale nicht gehoben werden können. Allerdings hat Brain Force einen starken Track Record und die geschickte Zusammenführung von Unternehmen/Bereichen mehrfach unter Beweis gestellt. Trotzdem verbleibt auch im verbuchten Firmenwert ein Risiko, wenn der Impairment Test den Wertansatz nicht bestätigt. Zudem unterliegt Brain Force aufgrund der hohen Summe der generierten Barmittel aus den Kapitalerhöhungen im Frühjahr 2004 einem Anlagedruck. Vorschnelle Akquisitionen unter Druck könnten jedoch den Unternehmenswert negativ beeinflussen.

Attraktives Bewertungsniveau

Aktuell wird die Brain Force Software Aktie mit einem KGV von 13 (2005e) bzw. 11 (06e) bewertet. Unter Berücksichtigung der liquiden Mittel sind hierbei jedoch rund 55% der Börsenbewertung durch Barmittel abgedeckt. Dem profitablen, operativen Geschäft wird somit lediglich ein geringer Wert beigemessen. Hieraus leitet sich nach unserer Einschätzung ein deutliches Kurssteigerungspotential bei begrenztem Risiko ab. Unsere Bewertungsmodelle ergeben einen fairen Wert von € 4,50 je Aktie.

**Vom Projektdienstleister
zum Technologiekonzern**

**Stark in Deutschland,
Italien und Österreich**

Unternehmensportrait

Die Brain Force Software AG ist ein IT-Unternehmen, das sich mittels einer „Buy and Build“ Strategie kontinuierlich vom reinen Projektdienstleister zum Technologiekonzern entwickelt. Hierbei liegt die Kernkompetenz im klassischen Projektgeschäft sowie in der Fähigkeit, innovative Softwarelösungen zu entwickeln bzw. durch eine geschickte Akquisitionstaktik im frühen Marktstadium zu erwerben und in den Konzernverbund zu integrieren.

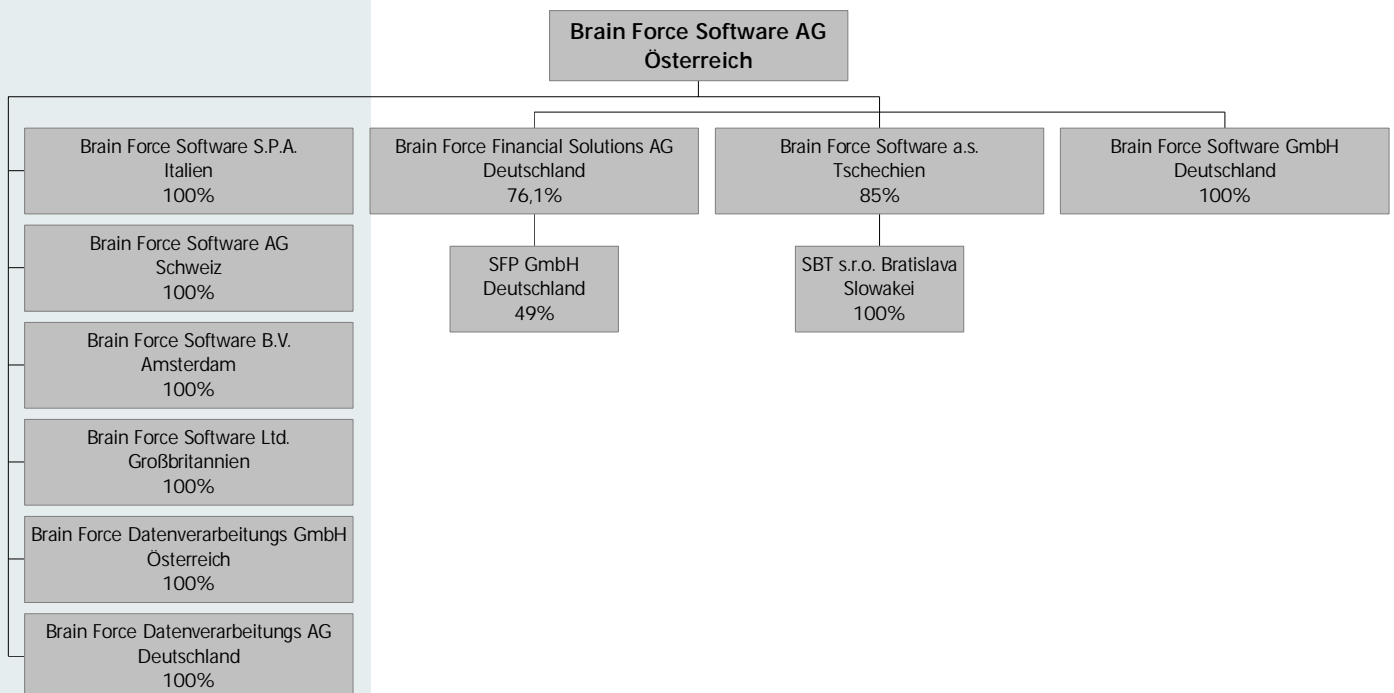
Historie

Das Unternehmen wurde im Jahre 1983 vom heutigen CEO, Herrn Helmut Fleischmann, in Deutschland gegründet und der Konzernsitz 1996 nach Österreich verlegt. 1999 erfolgte die Börseneinführung am Neuen Markt in Frankfurt. Zusätzlich zum organischen Wachstum des Dienstleistungsbereiches wurde der Konzern durch Akquisitionen erweitert. Zu den bedeutendsten Transaktionen gehören der Kauf der beusen Solutions GmbH sowie der TEMA Studio di Informatica S.p.A. in Italien. In 2003 wurde die NSE Software AG zu rund 77% übernommen und anschließend in Brain Force Financial Solutions AG umfirmiert. Die Aktien der umfirmierten Gesellschaft werden weiter an der Börse gehandelt.

Konzernstruktur

Die Konzernstruktur stellt sich nach der Akquisition und Umfirmierung der NSE Software AG in 2003 sowie jüngster Umstrukturierungen wie folgt dar:

Konzernstruktur der Brain Force Software AG



Quelle: Brain Force

Helmut Fleischmann (CEO)
Wolfgang Lippert (CFO)

**Vom Projektdienstleister
zum Anbieter von IT-
Lösungen**

**Umgehung von F&E
Kosten bei gleichzeitig
hohen Gewinnmargen**

Management

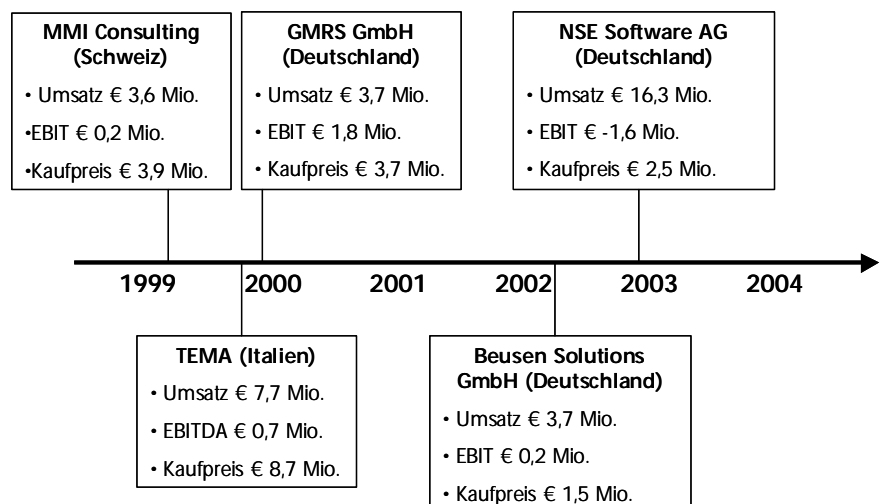
Der Vorstand der Gesellschaft besteht nach dem Ausscheiden des ehemaligen CTO Gunter Reißmann im März 2005 aus Helmut Fleischmann (CEO) und Wolfgang Lippert (CFO). Herr Fleischmann (45 Jahre) gründete Brain Force Software in 1983 nach einer Tätigkeit bei IBM und ist mit seiner Privatstiftung weiterhin der größte Aktionär (23,4%) der Gesellschaft. Herr Lippert (44) trat 1986 ins Unternehmen ein und ist seit 1998 Finanzvorstand der Konzernmutter. Herr Reißmann wird weiterhin als Mitglied des Management Board für Central Europe sowie als Geschäftsführer der Brain Force Software GmbH für den Bereich Technology and Infrastructure verantwortlich sein. Durch die Übertragung der operativen Verantwortlichkeiten an die Vertriebsregionen Anfang 2005 wurde der Vorstand spürbar entlastet.

Geschäftsmodell

Brain Force strebt die schrittweise Entwicklung vom projektbezogenen IT-Dienstleister zum Anbieter von IT-Lösungen an. Zur Umsetzung dieses übergeordneten Ziels sollen neue Produkte und Kompetenzen durch Akquisitionen erworben werden.

Die grundlegende strategische Überlegung steckt in der Kosten- und Erlösstruktur von IT Software. Den hohen Aufwendungen für Forschung und Entwicklung der Produkte stehen im Falle einer aussichtsreichen Markteinführung attraktive Gewinnmargen gegenüber. Brain Force strebt die Akquisition von Anbietern interessanter Softwarelösungen an, wenn eine erfolgreiche Markteinführung gegeben ist. Auf diese Weise umgeht Brain Force hohe F&E Kosten sowie die Unsicherheit, ob die Produkte zeitnah und zügig eingeführt werden können. Auf der anderen Seite muss die Gesellschaft bei lukrativen Produkten und Unternehmen entsprechend höhere Kaufpreisniveaus akzeptieren. Die Übernahme geeigneter Kandidaten und somit der Vertrieb eigener Softwareprodukte soll langfristig eine höhere Gewinnmarge sichern als das bei Drittprodukten der Fall wäre.

Akquisitionshistorie der Brain Force Software AG



Quelle: Brain Force, Concord Equity Research

Guter Track Record bei Akquisitionen (4 aus 5)

**Innovativ
Individuell
Branchenspezifisch
Aus einer Hand
International**

Enterprise Services

Von den bisher getätigten fünf wesentlichen Akquisitionen können vier als erfolgreich bewertet werden. Lediglich die Übernahme der MMI Consulting kann als gescheitert betrachtet werden, nachdem etwa die Hälfte des ursprünglichen Geschäftsbetriebes eingestellt werden musste.

Als Basisstrategie für die operative Geschäftstätigkeit setzt Brain Force auf innovative und individuelle Lösungen, die branchenspezifisch aus einer Hand in einem internationalen Umfeld angeboten werden können. Das Unternehmen richtet sich nach den spezifischen Kundenanforderungen und bietet somit maßgeschneiderte Produkte, die bei Bedarf laufend angepasst werden können. Als Kernkompetenz sieht Brain Force die detaillierten Branchenkenntnisse seiner Spezialisten, die neben der reinen technischen Expertise auch ein weitreichendes Netzwerk beinhaltet. Im Gegensatz zu vielen Wettbewerbern bietet Brain Force nicht nur einzelne Bausteine an, sondern ein komplettes Produkt- und Dienstleistungsportfolio aus einer Hand.

Geschäftsbereiche, Produkte und Dienstleistungen

Organisatorisch ist Brain Force seit Anfang 2005 in die drei Geschäftsbereiche Enterprise Services (ES), Technology & Infrastructure (TI) und Business Solutions (BS) gegliedert. Bisher war die Gesellschaft historisch gewachsen in die Bereiche Professional Services (PS), Communication Networks (CN) und Financial Solutions (FS) unterteilt.

Das Segment Enterprise Services repräsentiert die ursprüngliche Keimzelle des Unternehmens und orientiert sich mit den Dienstleistungen somit nahe am ehemaligen Bereich PS. Es umfasst ein breites Spektrum von Consulting, Programmierung, Infrastruktur, Integration, Migration, Rollout, Operation sowie Support. Hier setzt Brain Force auf die hohe Kalkulierbarkeit und Flexibilität der Dienstleistungen, die maßgeschneidert an die Kundenbedürfnisse angepasst werden können.

Enterprise Services	
Consulting	Technische oder Business-orientierte Analyse, Konzept, Bewertung von Alternativlösungen
Programmierung	Technik- oder Business-orientiertes Design, individuelle Programmierung, Systemtest
Infrastructure	Installation und Setup von PCs/Servern, Implementierung von Middleware/Datenbanken, Netzwerkmanagement
Integration	Systemcheck, technische Tests, Packaging, technische Dokumentation, Test von Fallback-Lösungen
Migration	Projekte zum System- und Serverwechsel
Rollout	insb. Middleware-, Datenbank- und Betriebssystemsoftware
Operation	Netzwerk- und Systemmanagement, System-, Datenbank- und User-Administration
Support	First-, Second- oder Third-Level Support (remote/on-site)
Maintenance	Garantieleistung, Fehlerbehebung, Modifikationen

Quelle: Brain Force

Technology & Infrastructure

Der Bereich Technology & Infrastructure untergliedert sich in die drei Kompetenz-Center Network Solutions, Communication Solutions und Security Solutions. Somit orientiert sich der neu formierte Geschäftsbereich nahe am ehemaligen Segment CN. Im ersten Center sind Lösungen für das Kabel-Management, das System- und Netzwerk-Management sowie das IP Load Balancing und Content Switching integriert. Communication Solutions umfasst Lösungen für das Telefon-Management, Abrechnungssysteme sowie für intelligente Netzwerke im Mobilfunk-Bereich. Security Solutions beinhaltet im wesentlichen Consulting Dienstleistungen zum Thema Sicherheit sowie die Projektunterstützung bei Basel II Fragestellungen im Finanzsektor.

Technology & Infrastructure	
Network Solutions	
BeusenKNV Kabel Management System	Graphische Verwaltung von IT/ITK Netzinfrastrukturen
B-100 Load Balancer	Intelligente Verteilung von Anfragen zur Sicherstellung der durchgehenden Verfügbarkeit von Servern
Communication Solutions	
BeusenBAS Billing und Accounting	Abrechnungssystem für große Telekommunikations-Provider
INKAS-SQL PBX Management	Im Netzwerk integriertes Kontroll- und Abrechnungssystem für private TK- Anlagen; Unterstützung von Voice- over-IP Technologien
Intelligent Networks	Steuerarchitekturen für Telekommunikations-Dienste
Security Solutions	
Security Consulting & Auditing	Basel II Security Projekte
Security Produkte	

Quelle: Brain Force

Business Solutions

Im Geschäftsfeld Business Solutions untergliedert sich Brain Force wiederum in drei Kompetenz-Center: Outsourcing Solutions, Financial Solutions und Enterprise Solutions. Outsourcing Solutions umfasst die Brandbreite von Business Process Outsourcing (BPO) über Application Management Services bis hin zum User Help Desk. Innerhalb des ehemals eigenständigen Geschäftsbereiches Financial Solutions richtet sich Brain Force mit seinen Lösungen schwerpunktmäßig an Banken, Bausparkassen und Versicherungen. Im Zentrum stehen hierbei die Produkte der FINAS Produktfamilie. Zusätzlich gehören die Bereiche CRM, Portfolio Management und Back Office Solutions zum Kompetenzcenter. Unter dem Dach der Enterprise Solutions bietet Brain Force branchenunabhängige Lösungen. Hier liegt der Schwerpunkt auf dem Microsoft Navision Umfeld, insbesondere den ERP- und CRM-Anwendungen.

Business Solutions	
Outsourcing Solutions	
Business Process Outsourcing	Application Management Services
User Help Desk	
Financial Solutions	
FINAS Baufinanzierung	Unterstützung des Kundenberaters bei der Entwicklung von Angeboten
FINAS Vorsorge	Erstellen von Konzepten für die Altersversorgung
FINAS Trader's Works Station	Informations- und Analyseplattform (Kursterminal)
FINAS Finanzplanung und Wiederanlage- management	Unterstützung des Kundenberaters bei Aufbau, Strategie und Umsetzung einer Vermögensanlage
Brain Force Jupiter	Unterstützung von Geschäftsprozessen im Asset Management
Brain Force Rebecca	Unterstützung von Geschäftsprozessen im Privatkundengeschäft von Banken
Enterprise Solutions	
Brain Force CRM	Customer Relationship Management einschließlich Modellierung von Geschäftsprozessen
Brain Force Paris	Management Reporting
Navision und Axapta	ERP Software mit den Funktionsbereichen Finanzen, SCM, CRM, E-Commerce und Technologie

Quelle: Brain Force

Diversifiziertes und namhaftes Kundenportfolio

Kundenstruktur

Brain Force verfügt über ein großes und diversifiziertes Kundenportfolio mit Schwerpunkten auf Technologie – und Telekommunikationsunternehmen sowie Finanzdienstleister. In Deutschland gehören AGIS (Allianz), EWE, Henkel, HypoVereinsbank, Infineon, Siemens und T-mobile zu den wichtigsten Kunden. Im Bereich Financial Solutions kommen zusätzlich Referenzkunden wie BHW, BW Bank, Gothaer Gruppe, LBS und die Westfälische Provinzial Versicherung hinzu. In Österreich gehören BAWAG, Connect Austria, IBM, Mobilkom Austria, SPARDAT Sparkassen Dienst (Sparkassenverband) sowie Telekom Austria zu den namhaftesten Kunden. Mit Albacom, Hewlett Packard, Pirelli und Servizi ICT werden in Italien wesentliche Umsatzanteile generiert. Betrachtet man das gesamte Kundenportfolio so ergeben sich keine Abhängigkeiten von Einzelkunden. Der umsatzmäßig größte Kunde ist weiterhin der Siemens Konzern.

Sonderkonjunktur durch Status als Nischenanbieter

Marktwachstum von 5-6% p.a.

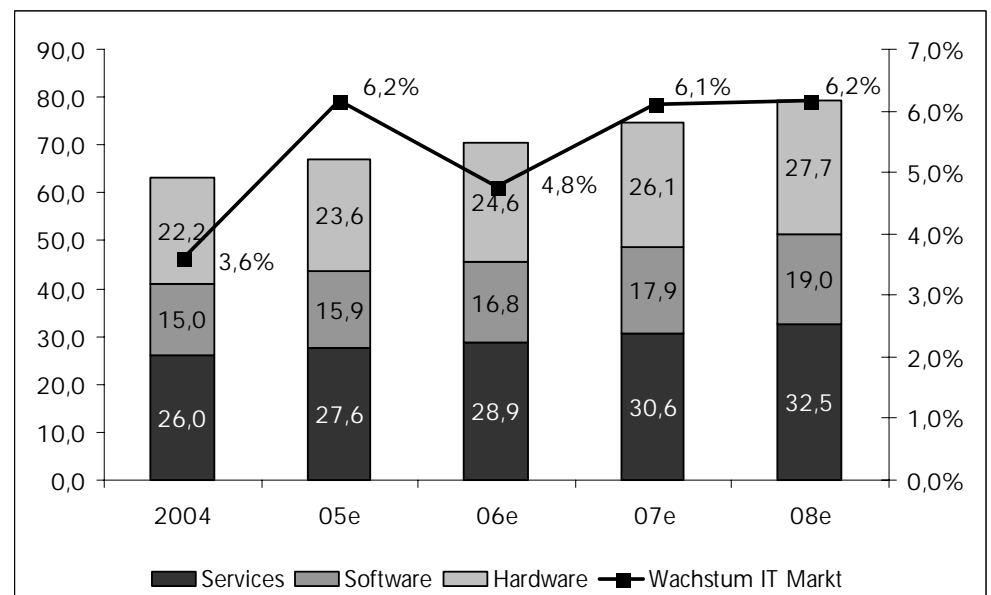
Heterogenes Wettbewerbsumfeld

Markt- und Wettbewerbsumfeld

Als Nischenanbieter von IT Dienstleistungen und Softwarelösungen hat das Markt- und Wettbewerbsumfeld lediglich eine begrenzte Bedeutung für die Erfolgsaussichten des Unternehmens. Unternehmen mit einer Nischenstrategie sind allgemein resistenter gegen Konjunkturschwankungen, da sie auch in einem schwachen Marktumfeld Umsatzzuwächse erzielen können. Insofern beschränkt sich die folgende Analyse auf die prognostizierte Entwicklung des IT-Marktes sowie das Wettbewerbsumfeld.

Für den deutschen IT-Markt mit einem aktuellen Volumen von € 63 Mrd. prognostiziert IDC für die kommenden Jahre ein moderates Wachstum zwischen 5-6% p.a. Für das laufende Jahr wird eine Steigerung um 6,2% erwartet.

Entwicklung des Deutschen IT-Marktes 2004-08e (in Mrd. €)



Quelle: IDC 2004, Concord Equity Research

Das Wettbewerbsumfeld ist in allen drei Geschäftsbereichen heterogen. Auf der einen Seite existieren eine Vielzahl von deutlich kleineren Wettbewerbern, die nicht über die finanziellen Möglichkeiten und internationalen Vertriebskanäle des Brain Force Konzerns verfügen. Auf der anderen Seite agieren große IT Konzerne, die jedoch nur selten in die von Brain Force besetzten Nischen vordringen. Am intensivsten schätzen wir den Wettbewerb im Bereich der IT Dienstleistungen ein, wo das Unternehmen mit einer Vielzahl anderer mittelständischer Systemhäuser konkurriert. Im Segment BPO gehört u.a. die TDS AG aus Neckarsulm zum Kreis der Wettbewerber.

Finanzanalyse

Grundsolide Finanzbasis

Firmenwert € 4,7 Mio.

Zum Ende des Geschäftsjahres 2004 weist Brain Force weiterhin eine solide finanzielle Basis aus. Das Eigenkapital beläuft sich auf € 30 Mio. was einer Eigenkapitalquote von rund 62% entspricht. Bankverbindlichkeiten in Höhe von rund € 2,8 Mio. bestehen lediglich in der italienischen Tochtergesellschaft, die eine gesunde Mischung aus Eigen- und Fremdfinanzierung bevorzugt. Die liquiden Mittel in Höhe von € 18 Mio. verschaffen Brain Force sowohl im operativen Geschäft als auch für die Akquisitionsstrategie große Freiheiten.

Einzig der hohe Bestand an ausstehenden Forderungen aus Lieferung und Leistung sowie der aus den Akquisitionen entstandene Firmenwerte könnten negativ interpretiert werden. Die Forderungen in Höhe von rund € 17,5 Mio. beinhalten jedoch auch die Effekte aus der Anwendung der „Percentage of Completion“ Methode nach IRFS, die einen kontinuierlichen Aufbau der Forderungen bewirkt ohne dass eine Rechnung gestellt wurde. Nichtsdestotrotz wird das Working Capital hierdurch deutlich belastet. Der Firmenwert in Höhe von € 4,7 Mio. ist in Anbetracht der getätigten Akquisitionen moderat und auf Basis der positiven operativen Cash Flows in allen Bereichen als werthaltig einzustufen. Gemäß den Änderungen nach IFRS ab 2005 erfolgt keine planmäßige Abschreibung der Firmenwerte mehr.

Quartalsweise Betrachtung der Gewinn- und Verlustrechnung

in € '000	Q1'04	Q2'04	H1'04	Q3'04	9M'04	Q4'04	FY'04
Umsatzerlöse	15.455	16.347	31.802	16.172	47.974	16.447	64.421
Bestandsveränderungen	37	-38	-1	8	7	116	123
Aktivierete Eigenleistungen	391	595	986	394	1.380	285	1.665
Gesamtleistung	15.883	16.904	32.787	16.574	49.361	16.848	66.209
Materialaufwand	11.248	12.144	23.392	11.466	34.858	11.346	46.204
Rohergebnis	4.635	4.760	9.395	5.108	14.503	5.502	20.005
Rohmarge	29,2%	28,2%	28,7%	30,8%	29,4%	32,7%	30,2%
Sonstige betr. Erträge	286	308	594	115	709	401	1.110
in % der Gesamtleistung	1,8%	1,8%	1,8%	0,7%	1,4%	2,4%	1,7%
Personalaufwand	2.691	2.465	5.156	2.605	7.761	3.043	10.804
in % der Gesamtleistung	16,9%	14,6%	15,7%	15,7%	15,7%	18,1%	16,3%
Sonstige betr. Aufwendungen	1.464	1.544	3.008	1.451	4.459	1.719	6.178
in % der Gesamtleistung	9,2%	9,1%	9,2%	8,8%	9,0%	10,2%	9,3%
EBITDA	766	1.059	1.825	1.167	2.992	1.141	4.133
EBITDA Marge	4,8%	6,3%	5,6%	7,0%	6,1%	6,8%	6,2%
Abschreibungen	360	439	799	458	1.257	486	1.743
in % der Gesamtleistung	2,3%	2,6%	2,4%	2,8%	2,5%	2,9%	2,6%
EBIT	406	620	1.026	709	1.735	655	2.390
EBIT Marge	2,6%	3,7%	3,1%	4,3%	3,5%	3,9%	3,6%
Finanzergebnis	-35	25	-10	11	1	569	570
Beteiligungsergebnis	-13	226	213	34	247	154	401
EBT	358	871	1.229	754	1.983	1.378	3.361
EBT Marge	2,3%	5,2%	3,7%	4,5%	4,0%	8,2%	5,1%
Ausserord. Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0
Steueraufwand	205	606	811	313	1.124	211	1.335
Steuerquote	57,3%	69,6%	66,0%	41,5%	56,7%	15,3%	39,7%
Periodenüberschuss	153	265	418	441	859	1.167	2.026
Nettomarge	1,0%	1,6%	1,3%	2,7%	1,7%	6,9%	3,1%
Anzahl Aktien in Tausend	10.258	10.258	10.258	10.258	10.258	10.258	10.258
EPS	0,01	0,03	0,04	0,04	0,08	0,11	0,20

Quelle: Brain Force, Concord Equity Research

Starke Steigerung der Gewinnmargen in 2004

Im Geschäftsjahr 2004 konnte Brain Force den Umsatz um 6,8% auf € 64,4 Mio. steigern. Im gleichen Zeitraum stieg das EBITDA überproportional um 37% auf € 4,13 Mio. Dies entspricht einer EBITDA Marge von 6,3% nach 4,9% im Vorjahr. Aufgrund der höheren Ertragsbasis sowie deutlich reduzierter Abschreibungen stieg das EBIT von € 0,18 Mio. auf € 2,39 Mio. Somit wurde in 2004 eine EBIT Marge von 3,6% erreicht. Nach einem Vorjahresverlust in Höhe von € 1,95 Mio. wurde in 2004 ein Jahresüberschuss von € 2,03 Mio. erwirtschaftet. Bezogen auf die gewichtete Aktienanzahl entspricht dies einem EPS in Höhe von € 0,21. Hierin enthalten sind € 0,05 als Ertrag aus dem Verkauf der Anteile an der TopCall International AG.

Kontinuierliche Margensteigerung von Q1 bis Q3

Betrachtet man die einzelnen Quartale des abgelaufenen Geschäftsjahres separat, so ergibt sich eine kontinuierliche Margensteigerung von Q1 bis Q3. Die EBITDA Marge stieg von 4,8% über 6,3% bis auf 7,0% in Q3 und 6,8% in Q4. Die EBIT Marge stieg bis zum dritten Quartal (4,3%) an, sackte im letzten Quartals des Geschäftsjahres jedoch leicht auf 3,9% ab. Interessanterweise konnten die Margensteigerungen auch ohne signifikante Umsatzzuwächse generiert werden. Das Umsatzniveau war in Q2, Q3 und Q4 nahezu identisch. Somit kann geschlossen werden, dass die Umsetzung der Synergiepotentiale aus den getätigten Akquisitionen weiter voranschreitet. Durch die Realisierung des Ertrages aus der Veräußerung der TopCall Aktien ergibt sich für das vierte Quartal ein EPS von € 0,11 nach € 0,01 in Q1, € 0,03 in Q2 und € 0,04 in Q3, jeweils bezogen auf die aktuelle Aktienanzahl von 10,258 Mio.

Realisierung von Wert- und Kostensynergien...

Ohne die Berücksichtigung weiterer Akquisitionen gehen wir für das laufende Geschäftsjahr von einer Umsatzsteigerung um 9% auf € 70 Mio. sowie weiter steigenden Gewinnmargen aus. Unsere Prämissen für den Umsatzanstieg beruhen hierbei auf einem um rund 6% wachsenden Gesamtmarkt sowie der Generierung von Wertsynergien durch die Ausnutzung von Cross-Selling-Potentialen. Für das Gesamtjahr 2005 erwarten wir ein EBITDA in Höhe von € 5,35 Mio. und dementsprechend eine Marge von 7,6%. Das EBIT sollte auf Basis unserer Prognosen auf € 3,39 Mio. steigen (3,9% Marge). Somit sind wir etwas vorsichtiger als die vom Unternehmen in 2004 veröffentlichte Prognose, die für 2005 ein EBIT in Höhe von € 3,7 Mio. vorsieht.

... sollte in 2005 weiter steigende Margen ermöglichen

Grund für die niedrigere Prognose ist die leichte Verfehlung der 2004er Prognose von € 2,8 Mio. auf EBIT Basis. Dementsprechend halten wir es für wahrscheinlich, dass auch das Unternehmen die EBIT Prognose für das laufende Geschäftsjahr leicht reduziert. Eine Schätzung für das Nettoergebnis ist aufgrund der speziellen Steuersituation nur schwer möglich. Wir gehen im laufenden Jahr von einem EPS von € 0,25 aus, was gegenüber dem bereinigten EPS des Vorjahres (€ 0,16) einer deutlichen Steigerung um gut 50% entspricht. Im Geschäftsbericht gibt Brain Force mit € 0,19 je Aktie einen konservativeren Ansatz, berücksichtigt jedoch keine positiven Steuereffekte und sieht zudem die Investition der liquiden Mittel und somit einem geringen Zinsertrag vor. Für 2006 halten wir eine weitere Umsatzsteigerung um 10% auf € 77 Mio. sowie eine EBIT Marge von 5% für möglich.

Akquisitionstätigkeit in 2005 erwartet

Da wir im laufenden Jahr mit weiteren Akquisitionen rechnen, ist eine unterjährige Überarbeitung der Planzahlen wahrscheinlich. Während eine Übernahme den Umsatz weiter erhöhen würde, ist durch die Akquisitions- und Integrationskosten ein negativer Einfluss auf die kurzfristige Ertragssituation wahrscheinlich.

SWOT - Analyse

Stärken

- Erfahrenes Management Team mit langjähriger Branchenerfahrung
- Schlagkräftiger Konzern mit starker Kernkompetenz und interessanten Softwarelösungen.
- Die jüngsten Quartalsergebnisse zeigen einen deutlich ansteigenden Gewinntrend
- Alle operativen Geschäftsbereiche sind profitabel
- Erfolgreicher Track Record bei der Akquisition und Integration von Unternehmen in den Verbund
- Gesunde Bilanzstruktur und hohe Liquidität (€ 18 Mio.)
- Für einen Small Cap Wert hat die Brain Force Aktie eine attraktive Handelsliquidität von durchschnittlich 50.000 Stück pro Tag.

Schwächen

- Durch zahlreiche Akquisitionen ist die Konzernstruktur der Gesellschaft für viele Investoren unübersichtlich geworden, was diese von einem Engagement abhalten könnte.
- Der Umsatz der vergangenen vier Quartale ist nahezu konstant geblieben. Zur optimalen Nutzung der Cross-Selling Potentiale muss der Vertrieb weiter gestärkt und die Kompetenzen gebündelt werden.
- Große Forderungsbestände aus Lieferung und Leistung (€ 17,5 Mio.) führen zu einem hohen Working Capital Bedarf.

Chancen

- Durch die „Buy and Build“ Strategie könnten sich im Konzern erhebliche Wert- und Kostensynergien im Vertrieb sowie in der Administration generiert werden.
- Verlustvorräte in Höhe von rund € 60 Mio. könnten bei dem prognostizierten Gewinnwachstum zu überproportional ansteigenden Nettogewinnen und Cash Flows führen.
- Vor dem Hintergrund der hohen Liquidität wird aktuell das operative Geschäft der Brain Force restriktiv bewertet. Der von uns errechnete faire Wert von € 4,50 impliziert ein deutliches Kurssteigerungspotential.

Risiken

- Die Entwicklung und Vermarktung von Softwareprodukten ist mit hohen Fixkosten verbunden. Ausbleibende Lizenzerlöse könnten schnell zu Segmentverlusten führen.
- Externes Wachstum durch Akquisitionen beinhaltet generell das Risiko, dass die neuen Einheiten nicht optimal integriert werden können und somit die erhofften Synergien nicht generiert werden können. Zusätzlich besteht die Gefahr von Goodwillabschreibungen bei nachhaltigen Wertverlusten.
- Nach der großvolumigen Kapitalerhöhungen in 2004 steht Brain Force unter einem gewissen Anlagedruck der zu vorschnellen Akquisitionen führen könnte.

Bewertung

Peer Group und DCF Bewertung

Unsere Bewertung der Brain Force Software AG Aktie basiert auf der Planrechnung, wie sie im Kapitel Finanzanalyse sowie im Anhang dargestellt ist. Zur Bestimmung des fairen Wertes haben wir zwei unterschiedliche Methoden angewandt. Zuerst haben wir mittels einer Peer Group Analyse ermittelt, wie vergleichbare börsennotierte Unternehmen derzeit bewertet sind. Anschließend wurde ein Discounted Cash Flow (DCF) Modell benutzt, um den langfristigen Unternehmenswert nahezu unabhängig von aktuellen Bewertungsniveaus zu ermitteln.

Sieben Vergleichsunternehmen ausgewählt

Peer Group Bewertung

Mit Articon Integralis, Atoss Software, Beta Systems, Fabasoft, FJH, Plenum und Secunet wurden sieben Vergleichsunternehmen aus dem Umfeld IT-Services und Software ausgewählt. Hierbei wurde neben der Branchenzugehörigkeit insbesondere auf eine einheitliche Unternehmensgröße geachtet, um eine Vergleichbarkeit zu gewährleisten, auch wenn sich die Geschäftsmodelle sowie Produkt- und Dienstleistungsportfolios teilweise deutlich unterscheiden. Gewinneinbrüche bei ansonsten gut vergleichbaren Unternehmen wie FJH erschweren eine einheitliche Bewertung zusätzlich.

EV/EBITDA EV/EBIT KGV

Um die Ermittlung des fairen Wertes auf eine breite Basis zu stellen, haben wir mehrere Multiplikatoren ausgewählt und jeweils die Schätzungen für zwei Geschäftsjahre herangezogen. Im einzelnen betrachten wir die Gewinnmultiplikatoren Enterprise Value (EV)/EBITDA, EV/EBIT sowie das KGV für die Jahre 2005-06e.

Peer Group Bewertung

	Kurs (€)	Mcap (€ Mio.)	EV (€ Mio.)	Mcap/Umsatz			EV/EBITDA			EV/EBIT			KGV		
				04e	05e	06e	04e	05e	06e	04e	05e	06e	04e	05e	06e
Articon Integralis	2,12	21,8	6,8	0,2	0,2	0,2	neg	6,8	2,3	neg	neg	4,9	neg	neg	16,3
Atoss Software AG	10,2	41,1	14,1	1,8	1,7	1,6	6,4	3,9	3,3	10,8	5,4	4,5	35,2	20,4	18,2
Beta Systems	13,2	53,1	67,1	0,5	0,5	0,4	6,4	5,4	5,0	16,4	10,5	9,2	27,7	21,3	15,0
Fabasoft	6,1	57,5	39,5	2,7	2,4	2,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,0	17,4	15,6
FJH AG	3,2	26,5	47,5	0,4	0,4	0,4	neg	n.a.	6,8	neg	neg	13,6	neg	neg	18,9
Plenum	1,5	14,9	9,9	0,4	0,4	0,3	14,2	7,1	4,1	neg	16,5	5,8	n.a.	30,0	9,4
Secunet	6,65	43,9	44,9	1,4	1,1	1,0	29,9	14,2	10,9	76,7	20,7	14,6	110,8	27,1	19,3
Mittelwert		37,0	32,8	1,07	0,96	0,89	14,2	7,5	5,4	34,6	13,3	8,8	48,2	23,2	16,1
Median		41,1	39,5	0,53	0,45	0,44	10,3	6,8	4,6	16,4	13,5	7,5	31,4	21,3	16,3
Brain Force Software	3,10	31,8	16,6	0,48	0,45	0,41	4,0	3,1	2,8	6,9	4,9	4,3	14,8	12,6	11,2
implizierter fairer Wert je Aktie (Mittelwert)								5,38	4,65		5,87	4,77		5,73	4,44
fairer Wert je Aktie (Median)								5,03	4,16		5,95	4,30		5,25	4,49
Durchschnittlicher fairer Wert nach Mittelwert															5,14
Durchschnittlicher fairer Wert nach Median															4,86

Quelle: Thomson Financial, Concord Equity Research

Peer Group ergibt
fairen Wert von
€ 4,9-5,1

Auch wenn die Multiplikatoren der Peer Group Unternehmen aufgrund deren volatiler Geschäftsentwicklung ein uneinheitliches Bild ergeben, resultieren nach unserer Einschätzung aus der Anwendung von Mittelwert und Median realistische Ergebnisse. Alle drei Gewinnmultiplikatoren implizieren den fairen Wert der Brain Force Aktie in einer Spanne zwischen € 4-6. Der durchschnittliche Wert nach Mittelwert liegt bei € 5,14 und nach Median bei € 4,86.

DCF Bewertung

Zur Bewertung des langfristigen Potentials von Brain Force wurde ein dreistufiges Discounted Cash Flow Modell (Entity Ansatz) eingesetzt. Dabei haben wir als explizite Planungsperiode den Zeitraum 2004-06 und als mittlere Wachstumsphase den Zeitraum 2007-13 unterstellt. Ab dem Jahr 2014 soll der Cash Flow mit 3,0% p.a. wachsen. Der Diskontierungssatz (WACC) wurde unter den folgenden Annahmen berechnet:

- Der implizierte Steuersatz beträgt konstant 35%.
- Die Rendite für eine 10-jährige Bundesanleihe beträgt 3,9%.
- Der Zinssatz für die Aufnahme von Fremdkapital beträgt 7,5%.
- Die Risikoprämie auf das Eigenkapital, berechnet auf den risikofreien Zins, beträgt 6,0%.

Discounted Cash Flow Bewertung

in € Mio.	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
	<i>Basis</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>Endwert</i>
Umsatzwachstum	9%	6%	10%	10%	10%	8%	7%	6%	5%	4%	3%
Umsätze	66,2	70,0	77,0	84,7	93,2	100,6	107,7	114,1	119,8	124,6	128,4
EBIT Marge	3,6%	4,8%	5,0%	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	5,5%	4,0%
EBIT	2,4	3,4	3,8	5,5	6,5	7,0	7,5	8,0	7,2	6,9	5,1
Steuern	1,3	1,4	1,5	1,9	2,3	2,5	2,6	2,8	2,5	2,4	1,8
Ergebnis vor Zinsen	1,1	2,0	2,3	3,6	4,2	4,6	4,9	5,2	4,7	4,5	3,3
+ Abschreibungen	1,7	2,0	2,2	2,1	2,3	2,5	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2
- Sachanlageinvestitionen	5,3	2,0	2,0	2,1	2,3	2,5	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2
- Veränderung Work. C.	2,3	0,4	0,8	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,9
= Freier CF (FCFF)	-4,9	1,6	1,7	2,6	3,1	3,6	4,0	4,4	3,9	3,8	2,4
Endwert											37,6
WACC Berechnung											
Steuerquote	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Verschuldungsgrad	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,10	1,00
Eigenkapitalkosten	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,5%	9,9%
Fremdkapitalkosten	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Nachsteuerkosten des FK	4,88%	4,88%	4,88%	4,88%	4,88%	4,88%	4,88%	4,88%	4,88%	4,88%	4,88%
Kapitalkosten WACC	10,48%	10,48%	10,48%	10,48%	10,48%	10,48%	10,48%	10,48%	10,48%	9,94%	9,40%
Present Value Berechnung											
Present Value des FCFF		1,4	1,4	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2	1,8	1,6	
Present Value des Endwertes											16,0
Die Bewertung											
PV des FCFF		16,8	51%								
+ PV des Endwertes		16,0	49%								
= Wert der oper. Vermögensgegenstände		32,8									
+ Wert des Cash & nicht oper. Vermögen		18,0									
= Wert des Unternehmens		50,8									
- Wert von FK und Pensionsrückstellungen		4,7									
= Wert des Eigenkapitals		46,2									
Wert je Aktie (€)		4,50									

Sensitivitätsanalyse	Wachstumsrate 3. Phase		
	2,5%	3,0%	3,5%
(β=1,1)	4,51	4,54	4,57
WACC (β=1,2)	4,47	4,50	4,54
(β=1,3)	4,44	4,47	4,50

Quelle: Concord Equity Research

**DCF Bewertung ergibt
€ 4,50 je Aktie**

Entsprechend der o.g. Annahmen ergibt sich bis auf den Endwert ein Eigenkapitalkostensatz von 11,1%. Unser gewichteter Kapitalkostensatz beträgt 10,5% in 2004 und geht bis auf 9,9% in 2013 zurück.

Nach Abzug des Fremdkapitals und Addition der liquiden Mittel ergibt sich für das Eigenkapital der Brain Force Software AG ein Wert von € 46,2 Mio. was € 4,50 je Aktie entspricht. Im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse haben wir die Auswirkungen eines veränderten Risikofaktors (Beta) sowie einer variierenden ewigen Wachstumsrate getestet. Unsere Untersuchung ergibt eine enge Spanne von € 4,44 – 4,57.

Bewertungsfazit: fairer Wert bei € 4,50 je Aktie

Abschließend betrachtet sehen wir den fairen Wert der Brain Force Aktie im Bereich unserer fundamentalen DCF Bewertung, auch wenn die Peer Group einen höheren Wert indiziert. Im Vergleich zum aktuellen Kurs deutet der ermittelte faire Wert von € 4,50 somit ein deutliches Aufwertungspotential an. Rund 55% der aktuellen Börsenbewertung ist durch die Cash-Position abgesichert. Mittels der Marktposition und der angesammelten Liquidität besitzt Brain Force eine aussichtsreiche strategische Position. Entscheidend ist, ob Brain Force in der Gruppe die Synergiepotentiale heben kann, zudem weiter erfolgreich akquiriert und die Mittel aus der Kapitalerhöhung gewinnbringend investiert.

Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. €)

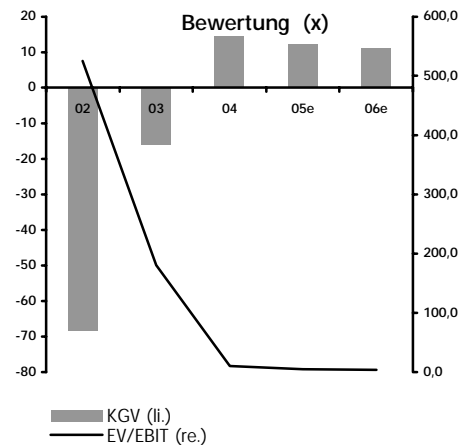
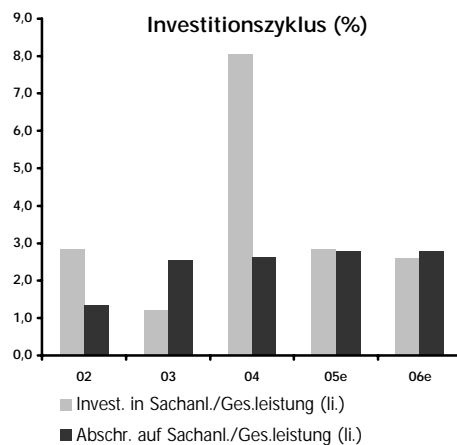
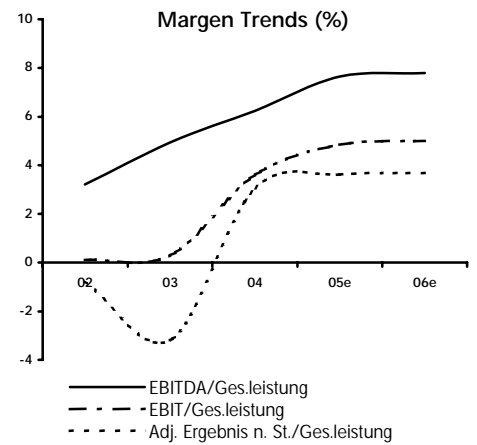
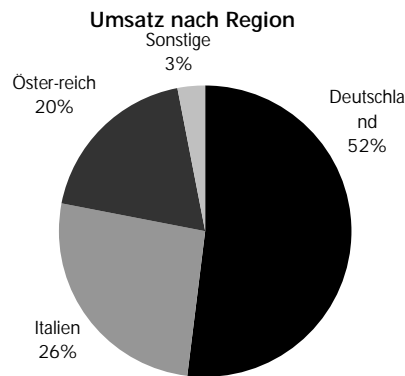
Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	02	03	04	05e	06e	03	04	05e	06e	5Y ø
	Veränderungen z. Vorjahr (%)									
Umsatz	58,97	60,10	64,42	70,00	77,00	1,9	7,2	8,7	10,0	6,9
Bestandsveränderungen	0,45	0,87	1,79	0,00	0,00	92,0	106,5	-100,0	0,0	-100,0
Gesamtleistung	59,42	60,97	66,21	70,00	77,00	2,6	8,6	5,7	10,0	6,7
Materialaufwand	43,03	42,04	46,20	48,30	53,13	-2,3	9,9	4,5	10,0	5,4
Rohrertrag	16,39	18,93	20,01	21,70	23,87	15,5	5,7	8,5	10,0	9,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,53	0,83	1,11	0,80	1,00	56,1	34,4	-27,9	25,0	17,3
Personalaufwand	10,45	10,92	10,80	10,85	11,94	4,5	-1,0	0,4	10,0	3,4
Sonstige betriebl. Aufwendungen	4,57	5,83	6,18	6,30	6,93	27,6	6,0	2,0	10,0	11,0
Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)	1,90	3,01	4,13	5,35	6,01	57,9	37,4	29,4	12,2	33,3
Abschreibungen	1,84	2,83	1,74	1,96	2,16	53,5	-38,3	12,4	10,0	4,0
Betriebsergebnis (EBIT)	0,06	0,18	2,39	3,39	3,85	184,4	---	41,8	13,5	178,5
Zinserträge	0,02	0,03	0,22	0,30	0,30	22,7	718,5	35,7	0,0	92,2
Zinsaufwand	0,17	0,19	0,25	0,10	0,10	13,7	31,4	-60,2	0,0	-12,2
Beteiligungsergebnis	0,01	0,41	0,40	0,30	0,30	---	-2,0	-25,2	0,0	147,5
Sonstiger Finanzanlageaufwand	0,00	0,00	-0,60	0,00	0,00	0,0	0,0	-100,0	0,0	---
Finanzergebnis	-0,14	0,25	0,97	0,50	0,50	-277,5	296,3	-48,5	0,0	26,8
Erg. der gewöhnl. Geschäftstätigkeit	-0,07	0,43	3,36	3,89	4,35	-677,0	687,1	15,7	11,8	116,8
Außerord. Ergebnis (Ertrag +, Aufw. -)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	---
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-0,07	0,43	3,36	3,89	4,35	-677,0	687,1	15,7	11,8	116,8
Ertragssteuern	0,38	2,38	1,34	1,36	1,52	519,5	-43,9	2,0	11,8	41,1
Sonstige Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	---
Ergebnis nach Steuern	-0,46	-1,95	2,03	2,53	2,83	326,2	-203,8	24,8	11,8	-213,1
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	---
Adjustierungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	---
Adj. Ergebnis nach Steuern	-0,46	-1,95	2,03	2,53	2,83	326,2	-203,8	24,8	11,8	-213,1
Firmenwertabschreibungen (Goodwill)	1,04	1,26	0,00	0,00	0,00	21,5	-100,0	0,0	0,0	-100,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,80	1,56	1,74	1,96	2,16	95,1	11,7	12,4	10,0	28,1
Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)	1,10	1,45	2,39	3,39	3,85	31,0	65,3	41,8	13,5	36,6
Adj. Anzahl der Aktien	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)	-0,04	-0,19	0,21	0,25	0,28	326,2	-210,4	17,4	11,8	-213,1
Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill	0,06	-0,07	0,20	0,25	0,28	-218,2	-394,5	24,8	11,8	48,5
Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie	0,16	0,10	0,32	0,47	0,52	-40,1	232,2	46,5	12,4	34,5

Kapitalflußrechnung (Mio. €)

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	02	03	04	05e	06e	03	04	05e	06e	5Y ø
	Veränderungen z. Vorjahr (%)									
Adj. Ergebnis nach Steuern	-0,46	-1,95	2,03	2,53	2,83	326,2	-203,8	24,8	11,8	-213,1
+ Abschreibungen	1,84	2,83	1,74	1,96	2,16	53,5	-38,3	12,4	10,0	4,0
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	0,26	0,11	-0,50	0,30	0,40	-57,6	-550,5	-160,0	33,3	11,2
= Cash Earnings	1,64	0,98	3,27	4,79	5,38	-40,1	232,2	46,5	12,4	34,5
+ Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	---
- Veränderungen im Net Working Capital	0,30	-1,08	2,34	0,42	0,78	-460,0	-316,8	-82,1	84,6	26,8
= Operating Cash Flow	1,34	2,06	0,93	4,37	4,61	53,6	-55,0	370,7	5,5	36,1
- Investitionen in Sach/Finanzanlagen	1,69	0,74	5,35	2,00	2,00	-56,3	624,3	-62,6	0,0	4,3
= Freier Cash Flow	-0,35	1,33	-4,42	2,37	2,61	-484,3	-433,1	-153,6	10,1	25,3
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	---
- Dividende (Vorjahr)	0,00	0,00	0,00	0,62	0,82	0,0	0,0	0,0	33,3	---
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0,00	0,99	15,49	0,00	0,00	0,0	---	-100,0	0,0	-100,0
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	0,00	0,00	0,41	0,00	0,00	0,0	0,0	-100,0	0,0	---
+ Bankverbindlichkeiten	0,18	-0,51	-0,46	0,00	0,00	-380,3	-11,3	-100,0	0,0	-100,0
= Zufluß Barm.(+)/Rück. Barm.(-)	-0,16	1,81	10,21	1,75	1,79	---	465,2	-82,8	1,9	-0,4

Bilanz (Mio. €)

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	02	03	04	05e	06e	03	04	05e	06e
Aktiva						% der Bilanzsumme			
Sachanlagen	1,40	1,21	0,97	1,01	0,85	3,8	2,0	1,9	1,5
Sonstiges Anlagevermögen	7,83	9,73	10,56	11,16	12,28	30,9	21,8	21,5	21,7
dav. Goodwill	4,72	4,72	4,71	4,71	4,71	15,0	9,7	9,1	8,3
Anlagevermögen	9,23	10,94	11,53	12,17	13,13	34,7	23,8	23,5	23,2
Vorräte	0,01	0,15	0,30	0,31	0,34	0,5	0,6	0,6	0,6
Forderungen	14,76	14,78	17,46	18,46	20,30	46,9	36,0	35,6	35,9
Barmittel	2,54	4,35	18,49	20,24	22,03	13,8	38,1	39,0	38,9
Sonstiges Umlaufvermögen	1,38	1,24	0,70	0,74	0,81	3,9	1,4	1,4	1,4
Umlaufvermögen	18,69	20,51	36,95	39,75	43,49	65,1	76,2	76,6	76,8
Bilanzsumme	27,90	31,50	48,50	51,90	56,60	100,0	100,0	100,0	100,0
Passiva						% der Bilanzsumme			
Gezeichnetes Kapital	3,79	4,84	10,26	10,26	10,26	15,3	21,2	19,8	18,1
Kapitalrücklagen	4,41	5,45	15,54	15,54	15,54	17,3	32,0	29,9	27,5
Gewinnrücklagen	2,85	1,73	3,10	5,01	7,02	5,5	6,4	9,7	12,4
Eigenkapital	11,05	12,01	28,90	30,81	32,82	38,1	59,6	59,4	58,0
Anteile Konzernfremder	0,00	0,69	0,96	0,96	0,96	2,2	2,0	1,8	1,7
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	11,05	12,70	29,86	31,77	33,78	40,3	61,6	61,2	59,7
Rückstellungen	1,70	2,51	2,68	2,83	3,11	8,0	5,5	5,5	5,5
dav. Pensionsrückstellungen	1,60	1,89	2,16	2,29	2,52	6,0	4,5	4,4	4,4
Sonstige Verbindlichkeiten	15,17	16,24	15,97	17,30	19,71	51,6	32,9	33,3	34,8
Verbindlichkeiten	16,87	18,75	18,64	20,13	22,82	59,5	38,4	38,8	40,3
dav. zinstragende Verbindl.	3,38	2,94	2,49	2,63	2,89	9,3	5,1	5,1	5,1
dav. nicht zinstragende Verbindl. <1J.	9,85	11,02	11,12	11,75	12,93	35,0	22,9	22,6	22,8
Bilanzsumme	27,90	31,50	48,50	51,90	56,60	100,0	100,0	100,0	100,0



Kennzahlen und Margen

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	02	03	04	05e	06e
Profitabilität (%)					
Rohertag/Gesamtleistung	27,6	31,0	30,2	31,0	31,0
EBITDA/Gesamtleistung	3,2	4,9	6,2	7,6	7,8
EBITA/Gesamtleistung	1,9	2,4	3,6	4,8	5,0
EBIT/Gesamtleistung	0,1	0,3	3,6	4,8	5,0
EBT/Gesamtleistung	-0,1	0,7	5,1	5,6	5,6
Adj. Ergebnis n. Steuern/Ges.leistung	-0,8	-3,2	3,1	3,6	3,7
Freier Cash Flow/Gesamtleistung	-0,6	2,2	-6,7	3,4	3,4
Kostenstruktur (%)					
Materialaufwand/Gesamtleistung	72,4	69,0	69,8	69,0	69,0
Personalaufwand/Gesamtleistung	17,6	17,9	16,3	15,5	15,5
Vertriebsaufwand/Gesamtleistung	1,3	2,6	2,6	2,8	2,8
Abschr. auf Sachanlagen/Ges.leistung	1,8	2,1	0,0	0,0	0,0
Steuern/EBT	-518,9	557,1	39,7	35,0	35,0
Produktivität ('000 €)					
Anzahl Mitarbeiter (Ø/Jahr)	530	598	850	860	870
Gesamtleistung pro Mitarbeiter	112,1	101,9	77,9	81,4	88,5
Personalaufwand pro Mitarbeiter	19,7	18,3	12,7	12,6	13,7
EBIT pro Mitarbeiter	0,1	0,3	2,8	3,9	4,4
Mehrwert pro Mitarbeiter	23,3	23,3	17,6	18,8	20,6
Sonstige Kennzahlen (%)					
Sachanlageinvestitionen/Gesamtleistung	2,8	1,2	8,1	2,9	2,6
Vorräte/Gesamtleistung	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4
Net Working Capital/Gesamtleistung	10,6	8,4	11,1	11,1	11,1
Eigenkapitalquote	39,6	40,3	61,6	61,2	59,7
Verschuldungsgrad	12,1	9,3	5,1	5,1	5,1
Nettoverschuldung/Eigenkapital	7,5	-11,0	-53,6	-55,4	-56,7
Nettoverschuldung/Freier Cash Flow	-241,7	-105,8	362,4	-743,8	-734,1
Eigenkapitalrendite (netto)	-4,1	-16,2	7,0	8,2	8,6
Rendite auf betriebsnotw. Kapital	-1,8	-10,9	4,3	7,3	7,4
Goodwill/Eigenkapital	42,7	37,2	15,8	14,8	13,9
Goodwill/Bilanzsumme	16,9	15,0	9,7	9,1	8,3
EBITDA/Goodwill	40,3	63,7	87,8	113,7	127,6
Bewertung nach EV-Kennzahlen (x)					
EV/Gesamtleistung	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2
EV/EBITDA	17,6	10,9	6,0	3,1	2,6
EV/EBITA	30,4	22,7	10,4	4,9	4,0
EV/EBIT	524,9	180,7	10,4	4,9	4,0
EV/Freier Cash Flow	-97,4	24,8	-5,6	7,1	5,9
EV/Betriebsnotwendiges Kapital	1,9	1,6	1,0	0,6	0,5
Kalk. des investierten Kapitals (Mio. €)					
Anlagevermögen	9,2	10,9	11,5	12,2	13,1
Kumulierte Abschr. auf Sachanl.	2,5	4,1	5,8	7,8	9,9
Net Working Capital (NWC)	6,3	5,1	7,3	7,8	8,5
Betriebsnotwendiges Kapital	18,0	20,1	24,7	27,7	31,6
Nettoverschuldung(+)/Barmittel(-)	0,8	-1,4	-16,0	-17,6	-19,1
Ø Marktkapitalisierung	32,0	31,3	31,3	31,3	31,3
Ø Nettoverschuldung(+)/Barmittel(-)	0,0	-0,3	-8,7	-16,8	-18,4
Sonstiges	1,6	1,9	2,2	2,3	2,5
Enterprise Value (EV)	33,6	32,9	24,7	16,8	15,4

Concord Effekten AG

Große Gallusstraße 9
60311 Frankfurt am Main
Tel.: 069/50951-0
Fax: 069/50951-8200

Disclaimer © 2005 Herausgeber: Concord Effekten AG, Große Gallusstraße 9, D 60311 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.

Obwohl die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig halten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der Concord Effekten AG und/oder einer Tochtergesellschaft oder eines verbundenen Unternehmens der Concord-Gruppe und/oder eines Stellvertreters oder Mitarbeiters. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Studie genannten Datum vertretene Sichtweise wieder und können ohne Ankündigung geändert werden dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die Concord Effekten AG sowie Tochtergesellschaften und verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung, einen Rat oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Privatkunden sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Performance der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Concord Effekten AG gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein.

Die Concord Effekten AG betreut die analysierten Wertpapiere als Designated Sponsor und als Market Maker an der Börse oder am Markt. Daher kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Concord Effekten AG oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe und/oder Stellvertreter oder Mitarbeiter derselben einen Handelsbestand bzw. Long- oder Shortpositionen in den in diesem Bericht genannten Wertpapieren oder verwandten Wertpapieren halten.

Diese Analyse wurde im Auftrag des Emittenten erstellt.

Der Analyst hält keinen Bestand in den analysierten Wertpapieren. Die Vergütung des Analysten ist weder an eine spezifische Finanztransaktion noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, um die sachliche Richtigkeit sicherzustellen.

Folgende vorausgegangene Studien zum Emittenten wurden bisher veröffentlicht:

DATUM	FAIRER WERT	KURS BEI VERÖFFENTLICHUNG
21.02.2004	€ 4,50	€ 3,00