

IT Services · Austria

Fairer Wert: € 5,60 (vorher € 4,50)

Price Chart



Key data · €

Price (€)	3,49
12 Month H/L (€)	3,6 / 2,3
Market Cap. (€ m)	35,8
Free Float (%)	76,6
Reuters Code	BFCG
Bloomberg Code	BFC

Financials · € · IFRS

FY 31/12	04	05	06e	07e
Total sales (m)	66,2	75,5	92,5	104,5
(prev.)	66,2	70,0	77,0	n.a.
EBIT	2,39	3,54	5,04	6,80
(prev.)	2,39	3,39	3,85	n.a.
EPS	0,21	0,20	0,33	0,43
(prev.)	0,21	0,25	0,28	n.a.

Valuation · IFRS

FY 31/12	04	05	06e	07e
MC/Tot. Sales	0,5	0,5	0,4	0,3
P/E	16,5	17,5	10,7	8,0
EV/EBIT	12,2	7,9	6,4	4,3

Analyst

Name	Piers Nestler
Phone	+49(0)69 50951-460
e-Mail	piers.nestler@concord-ag.de
www	www.concord-research.de

Institutional Sales +49(0)69 50951-200

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite der Studie.

Bei den in der Studie verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des Vortags.

Akquisitionsreigen bringt Ergebnisschub

- Investitionen von € 13 Mio. für vier Übernahmen/ Beteiligungen
- Zuwachs bei Umsatz und EBITDA soll sich 2006 auf € 17,3 Mio. bzw. € 3,7 Mio. belaufen
- EBITDA-Marge macht einen Sprung von 6,2% (2004) in Richtung der Zielgröße von 10%
- Rentabilitätssteigerung führt zu höherem Unternehmenswert

Ankündigungen umgesetzt

Nachdem der Konzern bereits den Unmut einiger Anleger auf sich gezogen hatte, weil die im Rahmen der beiden Kapitalerhöhungen des vergangenen Jahres angekündigten Akquisitionen ausgeblieben waren, folgte jetzt binnen weniger Tage die Bekanntgabe von gleich vier Übernahmen bzw. Beteiligungen. Das Investitionsvolumen beläuft sich insgesamt auf etwa € 13 Mio. Die Finanzierung erfolgt mit etwa € 10 Mio. € aus der vorhandenen Liquidität, womit rund zwei Drittel des Emissionserlöses eingesetzt werden, der Rest über Fremdkapital.

Da es sich bei den Zukäufen in der Summe um margin-stärkeres Geschäft handelt, erhöht sich der faire Wert des Unternehmens gegenüber unserer vorangegangenen Studie von € 4,50 auf rund € 5,60. Das Multiplikatorverfahren liefert zwar noch einen höheren Wert, der jedoch aufgrund einer im Vergleich zur Peer group deutlich niedrigeren EBIT-Marge nicht gerechtfertigt erscheint.

Der Konzern hat seine bisherigen Umsatz- und Ergebnisplanungen bestätigt, die vor Veränderungen im Konsolidierungskreis von einem Erlösanstieg auf € 70 Mio. (+9% gegenüber dem Vorjahr) und einem EBITDA von € 5,5 Mio. (+34%) ausgehen. Brain Force hat die erwarteten Akquisitionseffekte auf die genannten Zielgrößen klar definiert. Beim Umsatz wird für 2006 mit einem zusätzlichen Volumen von € 17,3 Mio. gerechnet, während beim EBITDA € 3,7 Mio. hinzukommen sollen. Die Auswirkungen auf die Ergebnisgrößen unterhalb des EBITDA sind hingegen noch mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Dies gilt vor allem für den akquisitionsbedingten Abschreibungsbedarf und die künftige Steuerquote.

Der Konzern hat die folgenden Übernahmen bzw. Beteiligungen angekündigt:

- Zur Erweiterung des Segments Technology and Infrastructure will Brain Force den niederländischen IT-Anbieter VAI BV erwerben. Hierzu hat sich die Gesellschaft eine bis Ende August laufende Option über 79% der Anteile gesichert, wobei auch die Übernahme der übrigen, in einer Mitarbeiterstiftung liegenden Anteile angestrebt wird. Laut Brain Force können Kunden mit den Lösungen von VAI im Bereich System-Management für windows-basierte Workstations und Server ihre Supportkosten für den laufenden Betrieb um bis zu 60% reduzieren. Bei der bislang nur in den Niederlanden tätigen Gesellschaft soll sich der Umsatz (2004: € 8,2 Mio., EBIT € 0,6 Mio.) durch eine internationale Expansion binnen zwei Jahren mehr als verdoppeln.
- In Italien übernimmt Brain Force das auf ERP-Lösungen für kleinere und mittlere Unternehmen spezialisierte Systemhaus INDIS. Die Gesellschaft ist zudem zertifizierter Microsoft-Partner von Axapta, der ERP-Lösung des US-Softwarekonzerns für den gehobenen Mittelstand. INDIS erzielte im vergangenen Jahr einen Umsatz von € 4 Mio., zum Ergebnis wurden keine Angaben gemacht.
- Bereits vor einigen Tagen hatte Brain Force die Übernahme der Weiterentwicklungs- und Wartungsverträge für das Bestandsführungssystem der BHW Leben vom FJH-Konzern gemeldet. Dahinter steht Unternehmensangaben zufolge ein Jahresumsatz von € 3,2 Mio. und ein EBITDA von € 1,6 Mio. Mit diesem Schritt ergänzt Brain Force sein bisheriges Angebot im Bereich der FINAS-Vertriebssysteme um Back Office-Lösungen.
- Zudem beabsichtigt Brain Force, sich mit 30% an seinem amerikanischen Vertriebspartner für die Load-Balancing-Software B-100, der KEMP Technologies Inc., zu beteiligen, um den Partner finanziell zu stärken und damit die eher schleppend verlaufenden Aktivitäten anzukurbeln. Im Gegenzug kauft KEMP dem Wiener Unternehmen für rund € 0,74 Mio. die Rechte am Source Code von B-100 ab. Die Beteiligung könnte laut Brain Force zu einem späteren als Brückenkopf für einen Einstieg in den US-Markt dienen.

Qualitative Ergebnisverbesserung

Sofern sich die mit den Akquisitionen verbundenen Erwartungen erfüllen, wird das operative Ergebnis vor Abschreibungen sowohl in absoluter Betrachtung als auch in qualitativer Hinsicht einen deutlichen Schub erfahren. Im bisherigen Konsolidierungskreis geht der Konzern weiterhin von einem Umsatz von € 70 Mio. (+9% geg. Vorjahr) und einem EBITDA von 5,5 Mio. (+34%) aus. Die Übernahmen und das BHW-Projekt sollen in diesem Jahr bereits für zusätzliche Erlöse von € 5,2 Mio. sorgen und das EBITDA um € 2,2 Mio. anreichern. Im kommenden Jahr wird mit zusätzlichen Beiträgen von € 17,3 Mio. bzw. € 3,7 Mio. gerechnet.

Wir haben daraufhin unsere Schätzungen vorläufig überarbeitet, sind dabei allerdings leicht unter den Vorgaben des Managements geblieben. Die etwas konservativere Prognose erklärt sich aus der Planabweichung im Vorjahr sowie der Entwicklung in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres. Während sich der Umsatz im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 6,4% auf € 16,44 Mio. ausweitete, legte das EBITDA um 15,4% zu.

Aus externer Sicht schwer zu beurteilen sind derzeit noch die Auswirkungen der Akquisitionen auf das dies- und nächstjährige Abschreibungsvolumen, die im Zusammenhang mit der Bewertung der immateriellen Vermögenswerte und der Kaufpreisaufteilung stehen. Davon hängt letztlich auch die Höhe des entstehenden Goodwills (geschätzt € 2,5 Mio.) ab, auf den nach IFRS keine planmäßigen Abschreibungen anfallen. Es ist jedoch davon auszugehen, dass sich die Verbesserung bei der EBITDA-Marge zunächst nicht im vollen Umfang in der EBIT-Marge niederschlagen wird.

Einen weiteren Unsicherheitsfaktor markiert die künftige Steuerquote, die im ersten Quartal immerhin 58% betrug, ganzjährig aber zumindest geringer ausfallen soll. Hinzu kommt die Problematik der latenten Steuern, die sich aus dem Verlustvortrag bei der Brain Force Software AG (ehemals NSE Software) ergibt.

Bewertung

Im Kennzahlenvergleich fällt auf, dass die Bewertung von Brain Force auf Basis unserer Gewinnschätzungen für 2005 und 2006 deutlich unter den um Extremwerte bereinigten Durchschnitt der Peer group liegt. Dies gilt in besonderem Maße für die Enterprise value Multiples. Der aus diesem Bewertungsansatz ableitbare gerechtfertigte Wert des Eigenkapitals beläuft sich auf € 76,9 Mio. und vergleicht sich mit einer Marktkapitalisierung von derzeit knapp € 36 Mio.

Bewertungskennziffern der Vergleichsunternehmen

auf Basis 2005e und 2006e

	Kurs am 2.7.2005	Markt- kap. (in Mio.)	EV (in Mio.)	KGV		EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT	
				2005e	2006e	2005e	2006e	2005e	2006e	2005e	2006e
International											
Articon Integralis	3,12	33,0	17,3	156,0	26,0	0,17	0,16	9,9	6,2	n.a.	n.a.
Atoss Software AG	8,66	34,9	62,6	n.a.	20,6	2,62	2,46	20,3	18,3	30,1	26,6
Beta Systems	11,68	47,0	62,8	12,9	14,2	0,55	0,59	5,0	6,8	9,2	12,4
CENIT AG	19,00	79,5	70,6	13,5	11,9	0,85	0,78	7,2	6,2	7,8	6,9
Fabasoft	7,88	74,6	52,5	21,7	17,9	1,95	1,79	8,2	7,2	11,3	9,7
Secunet	8,20	54,1	47,2	n.a.	29,3	1,54	1,09	31,5	11,2	78,6	13,9
National											
Mittelwert (ohne Extrema)				17,6	19,7	1,22	1,06	11,4	7,9	16,9	12,0
Brain Force				17,5	10,7	0,37	0,30	3,8	3,0	7,7	5,4

Eigenkapitalwert von Brain Force laut Kennzahlenanalyse

auf Basis 2005e und 2006e, Angaben in Mio. €

	Auf Grundlage der Marktkapitalisierung	Auf Grundlage des Enterprise value
Enterprise value		77,2
Nettoliquidität		8,4
Wert des Eigenkapitals	50,8	85,6
Anteil am gewichteten Mittelwert	25%	75%
Gewichteter Eigenkapitalwert		76,9

Quelle: Thomson Financial, Concord Effekten AG

Ein Grund, warum die Börse die Ergebnisse von Brain Force geringer als die Gewinne des Samples bewertet, dürfte in der Ertragskraft liegen. Während Brain Force bei der EBITDA-Marge durchaus an das Niveau der Peer group heranreicht, trifft Gleiches für die EBIT-Marge nicht zu. Insofern lässt sich aus der Kennzahlenanalyse zwar ein Kurspotenzial ableiten, das aber einen Abschlag gegenüber dem Sample beinhalten sollte.

EBITDA- und EBIT-Margen

	EBITDA-Marge (%)		EBIT-Marge (%)	
	2005e	2006e	2005e	2006e
International				
Articon Integralis	1,7	2,5	n.a.	n.a.
Atoss Software AG	12,9	13,4	8,7	9,2
Beta Systems	10,9	8,7	6,0	4,8
CENIT AG	11,9	12,6	11,0	11,4
Fabasoft	23,9	24,7	17,2	18,4
Secunet	4,9	9,7	2,0	7,9
Mittelwert (ohne Extrema)	10,2	11,1	8,6	9,5
Brain Force	9,6	9,9	4,7	5,5

Quelle: Thomson Financial, Concord Effekten AG

Einer angemessenen Bewertung etwas näher dürfte daher das Ergebnis der Wertschöpfungsanalyse kommen. Diesem Ansatz liegt die zentrale Annahme zugrunde, dass ein Unternehmen, sofern es exakt die Opportunitätskosten (WACC = Weighted average cost of capital) seines investierten Kapitals (Net assets) verdient, soviel wert sein sollte wie das eingesetzte schuldenfreie Vermögen. Ein Auf- oder Abschlag hierzu ist dann gerechtfertigt, wenn der Return auf das eingesetzte Vermögen (RONA = Return on net assets) die gewichteten Kapitalkosten über- bzw. unterschreitet.

Brain Force - Wertschöpfung

	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Wertschöpfung (Economic profit)	(1,46)	(1,08)	0,47	(0,04)	0,84	1,78
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	0,59	0,80	2,41	2,77	3,73	4,82
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern	2,0	1,9	1,9	2,8	2,9	3,0
Wertschöpfungs-Marge (%)	(6,2)	(4,0)	1,6	(0,1)	1,9	3,9
Return on net assets (%)	2,5	3,0	8,1	6,9	8,4	10,5
Gewichteter Kapitalkostensatz n. St.* (%)	8,7	7,0	6,5	7,0	6,5	6,6

* Vorjahresendwerte

Der aus Sicht des Aktionärs relevante faire Wert des Eigenkapitals wird in einem mehrstufigen Prozess ermittelt. Zunächst werden die um die kalkulatorischen Finanzierungskosten adjustierten Ergebnisse nach Steuern des konkreten Prognosezeitraums den damit korrespondierenden gewichteten Kapitalkosten des investierten Kapitals gegenübergestellt. Die Differenz der beiden Größen ergibt die Wertschöpfung. In einem zweiten Schritt wird die für die Zeit nach dem Jahr 2007 erwartete Wertschöpfung im Terminal value zusammengefasst, der sich in eine mittel- und langfristige Phase mit jeweils verschiedenen Modellparametern aufteilt.

Im dritten Schritt wird das heute bereits vorhandene Vermögen (Net assets) per 31.12.2004 addiert. Der so erhaltene Wert des gesamten Kapitals bezieht sich auf das Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres und muss demzufolge auf den heutigen Betrachtungszeitpunkt aufgezinnt werden. Durch Abzug der zum Bilanzstichtag 2004 ausstehenden zinstragenden Verbindlichkeiten wird schließlich der faire Wert des Eigenkapitals ermittelt. Aus dem fairen Wert je Aktie von rund € 5,60 ergibt sich derzeit ein Kurspotenzial von rund 60%.

Brain Force - Shareholder value-Analyse

Mio. €	Wert- schöpfung	Freier Cash flow	Diskontie- rungsfaktor	Wertschöp- fung (PV)	Freier Cash flow (PV)
12/2005e	(0,04)	(1,20)	0,9349	(0,04)	(1,12)
12/2006e	0,84	2,24	0,8776	0,73	1,96
12/2007e	1,78	1,74	0,8230	1,47	1,43
Terminal- / Continuing value				24,35	64,61
Summe				26,51	66,88
Net assets (12/2004)				40,36	
Fairer Wert (EK + FK)				66,88	66,88
Adjustierungsfaktor per 01/07/2005					1,034
Fairer aktueller Wert (EK + FK)					69,16
Verbindlichkeiten (12/2004)					(11,01)
Fairer Wert des Eigenkapitals					58,15
Marktkapitalisierung					35,8
Kurspotenzial (%)					62
Fair value je Aktie (€)					5,6
Modellparameter	(2008 - 2012)	(ab 2013)			
RONA (%)	10,0	8,0			
CAGR Net assets (%)	4,0	2,5			
Netto-Investitionsrate (%)	40,0	31,3			
WACC (%)	6,7	6,1			

Um Investoren die Möglichkeit zu bieten, sich ein Bild über die Sensitivität unserer Bewertung in Abhängigkeit von variierenden Modellparametern zu verschaffen, haben wir im Anschluss Sensitivitätsanalysen aufgeführt. Sie quantifizieren die aus Parameteränderungen resultierenden Bewertungsschwankungen anhand der Höhe des Kurspotenzials.

Sensitivitätsanalysen**Kurspotenzial in Abhängigkeit von RONA und Wertschöpfungswachstum**

Mfr. Wachstum p.a. (%)	Mfr. RONA (%)					Lfr. Wachstum p.a. (%)	Lfr. RONA (%)				
	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0		7,0	7,5	8,0	8,5	9,0
3,0	55	57	60	62	65	1,5	29	40	51	62	73
3,5	56	58	61	64	66	2,0	31	44	56	68	81
4,0	57	60	62	65	68	2,5	34	48	62	77	91
4,5	59	61	64	66	69	3,0	38	55	71	87	104
5,0	60	63	65	68	71	3,5	44	63	83	102	122

Kurspotenzial nach einer Zinsänderung

Lfr. Kapitalmarktzins (%)	2,15	2,40	2,65	2,90	3,15	3,40	3,65	3,90	4,15
Kurspotenzial (%)	129	108	91	76	62	51	40	31	23

Kurspotenzial in Abhängigkeit von der Risikoprämie

Risikoprämie (%)	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0
Kurspotenzial (%)	209	156	116	86	62	43	27	14	2

Kurspotenzial in Abhängigkeit vom mittelfristigen Beta

Mittelfristiges Beta	1,20	0,90	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40	1,50	1,60
Kurspotenzial (%)	62	73	70	66	62	59	56	52	49

Quelle: Concord Effekten AG

Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. €)

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	03	04	05	06e	07e	04	05	06e	07e	5Y ø
						Veränderungen z. Vorjahr (%)				
Umsatz	60,10	64,42	75,00	92,00	104,00	7,2	16,4	22,7	13,0	14,7
Bestandsveränderungen	0,87	1,79	0,50	0,50	0,50	106,5	-72,0	0,0	0,0	-12,8
Gesamtleistung	60,97	66,21	75,50	92,50	104,50	8,6	14,0	22,5	13,0	14,4
Materialaufwand	42,04	46,20	50,40	62,20	70,10	9,9	9,1	23,4	12,7	13,6
Rohrertrag	18,93	20,01	25,10	30,30	34,40	5,7	25,5	20,7	13,5	16,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,83	1,11	1,00	1,00	1,00	34,5	-9,9	0,0	0,0	4,9
Personalaufwand	10,92	10,80	11,70	14,30	16,00	-1,0	8,3	22,2	11,9	10,0
Sonstige betriebl. Aufwendungen	5,83	6,18	7,20	7,90	8,80	6,0	16,5	9,7	11,4	10,8
Betriebserg. vor Abschreib. (EBITDA)	3,01	4,13	7,20	9,10	10,60	37,5	74,2	26,4	16,5	37,0
Abschreibungen	2,82	1,74	3,66	4,06	3,80	-38,3	110,0	10,9	-6,4	7,7
Betriebsergebnis (EBIT)	0,18	2,39	3,54	5,04	6,80	---	48,1	42,4	34,9	147,2
Zinserträge	0,03	0,22	0,30	0,25	0,30	550,0	35,7	-16,7	20,0	72,3
Zinsaufwand	0,19	0,25	0,35	0,25	0,20	31,4	39,4	-28,6	-20,0	1,2
Beteiligungsergebnis	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1
Sonstiger Finanzanlageaufwand	0,00	-0,60	0,00	0,00	0,00	0,0	-100,0	0,0	0,0	-100,0
Finanzergebnis	0,25	0,97	0,35	0,40	0,50	296,3	-64,0	14,3	25,0	19,5
Erg. der gewöhnl. Geschäftstätigkeit	0,43	3,36	3,89	5,44	7,30	687,1	15,7	39,8	34,2	103,3
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)	0,43	3,36	3,89	5,44	7,30	687,1	15,7	39,8	34,2	103,3
Ertragssteuern	2,38	1,34	1,55	2,10	2,85	-43,9	16,1	35,5	35,7	4,6
Sonstige Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	---
Ergebnis nach Steuern	-1,95	2,03	2,34	3,34	4,45	-203,8	15,5	42,7	33,2	30,0
Anteile Dritter	0,14	0,25	0,30	0,00	0,00	85,9	19,5	-100,0	0,0	-100,0
Adjustierungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	---
Adj. Ergebnis nach Steuern	-2,09	1,78	2,04	3,34	4,45	-185,1	14,9	63,7	33,2	35,8
Firmenwertabschreibungen (Goodwill)	1,26	0,00	0,00	0,00	0,00	-100,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,56	1,74	3,66	4,06	3,80	11,7	110,0	10,9	-6,4	24,9
Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)	1,45	2,39	3,54	5,04	6,80	65,3	48,1	42,4	34,9	47,3
Adj. Anzahl der Aktien	4,0	8,4	10,3	10,3	10,3	109,8	22,2	0,0	0,0	26,5
Adj. Ergebnis/Aktie (EpA)	-0,52	0,21	0,20	0,33	0,43	-140,5	-6,0	63,7	33,2	27,1
Adj. Erg./Aktie (EpA) ex Goodwill	-0,21	0,21	0,20	0,33	0,43	-202,8	-6,0	63,7	33,2	27,1
Adj. Cash Earnings (CE)/Aktie	0,18	0,38	0,59	0,71	0,84	107,0	54,5	21,1	17,1	45,9

Kapitalflußrechnung (Mio. €)

Geschäftsjahr 31/12 • IFRS	03	04	05	06e	07e	04	05	06e	07e	5Y ø
						Veränderungen z. Vorjahr (%)				
Adj. Ergebnis nach Steuern	-2,09	1,78	2,04	3,34	4,45	-185,1	14,9	63,7	33,2	35,8
+ Abschreibungen	2,82	1,73	3,66	4,06	3,80	-38,7	111,3	10,9	-6,4	7,7
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	---	-0,31	0,34	-0,08	0,32	---	-212,1	-123,3	-500,0	---
= Cash Earnings	0,74	3,20	6,04	7,32	8,57	334,2	88,9	21,1	17,1	84,7
+ Anteile Dritter	0,14	0,25	0,30	0,00	0,00	85,9	19,5	-100,0	0,0	-100,0
- Veränderungen im Net Working Capit.	1,56	23,40	-4,09	3,08	4,15	---	-117,5	-175,4	34,7	27,7
= Operating Cash Flow	-0,69	-19,95	10,43	4,24	4,42	---	-152,3	-59,4	4,2	-160,5
- Investitionen in Sach/Finanzanlagen	2,85	2,18	4,80	2,30	2,43	-23,4	120,1	-52,1	5,7	-3,9
= Freier Cash Flow	-3,54	-22,13	5,63	1,94	1,99	526,0	-125,4	-65,5	2,6	-144,8
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	-3,75	-21,24	16,52	-2,08	-2,74	467,1	-177,8	-112,6	31,5	-49,5
- Dividende (Vorjahr)	0,00	0,00	0,62	0,82	1,03	0,0	0,0	33,3	25,0	---
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	2,03	15,49	0,00	0,00	0,00	664,5	-100,0	0,0	0,0	-100,0
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	---
+ Bankverbindlichkeiten	-0,43	-0,46	2,01	-1,20	-1,10	5,1	-542,4	-159,6	-8,3	34,2
= Zufluß Barm.(+)/Rück. Barm.(-)	1,80	14,15	-9,49	2,00	2,60	684,2	-167,1	-121,1	30,0	9,6

Balance Sheet (€ m)

Fiscal Year 31/12 • IFRS	03	04	05	06e	07e	04	05	06e	07e
Assets						% of Balance Sheet Total			
Tangible Assets	1,21	0,97	1,11	0,85	0,58	2,0	2,1	1,5	1,0
Other Assets	9,61	10,39	18,59	17,09	15,99	21,4	34,8	31,1	27,5
t/o Goodwill	4,72	4,71	7,21	7,21	7,21	9,7	13,5	13,1	12,4
Total Fixed Assets	10,81	11,36	19,70	17,94	16,57	23,4	36,9	32,6	28,5
Inventories	0,15	0,30	0,35	0,40	0,45	0,6	0,7	0,7	0,8
Accounts Receivable	14,78	17,46	23,00	24,20	25,90	36,0	43,1	44,0	44,6
Total Liquid Funds	4,35	18,49	9,00	11,00	13,60	38,1	16,9	20,0	23,4
Other Current Assets	1,37	0,87	1,40	1,50	1,60	1,8	2,6	2,7	2,8
Total Current Assets	20,64	37,12	33,75	37,10	41,55	76,5	63,2	67,5	71,5
Balance Sheet Total	31,50	48,50	53,40	55,00	58,10	100,0	100,0	100,0	100,0
Liabilities						% of Balance Sheet Total			
Subscribed Capital	4,84	10,26	10,26	10,26	10,26	21,2	19,2	18,7	17,7
Share Premium	5,67	15,74	15,74	15,74	15,74	32,5	29,5	28,6	27,1
Retained Earnings & Other Reserves	1,51	2,90	4,33	6,84	10,27	6,0	8,1	12,4	17,7
Shareholders Equity	12,01	28,90	30,32	32,84	36,27	59,6	56,8	59,7	62,4
Minorities	0,69	0,96	0,96	0,96	0,96	2,0	1,8	1,7	1,7
Group Equity	12,70	29,86	31,28	33,80	37,23	61,6	58,6	61,5	64,1
Provisions	2,50	2,20	2,54	2,46	2,78	4,5	4,8	4,5	4,8
t/o Pension Provisions	1,89	2,16	2,49	2,40	2,72	4,5	4,7	4,4	4,7
Other Liabilities	16,25	16,42	19,63	18,78	18,11	33,9	36,8	34,1	31,2
Total Liabilities	18,75	18,62	22,17	21,24	20,89	38,4	41,5	38,6	36,0
t/o Interest Bearing Liabilities	2,94	2,49	4,50	3,30	2,20	5,1	8,4	6,0	3,8
t/o Non Interest Bearing Liab. <1Y	5,63	6,46	7,19	7,46	7,76	13,3	13,5	13,6	13,3
Balance Sheet Total	31,50	48,50	53,40	55,00	58,10	100,0	100,0	100,0	100,0

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. In 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
21.02.2005	€ 4,50	€ 3,00
31.03.2005	€ 4,50	€ 3,10