

Kurs (€) **3,74**
12 Monate H/T (€) 3,8 / 2,3

Eckdaten

Reuters Code BFCG
Bloomberg Code BFC
Geschäftsjahr 31/12
Rechnungslegungsstandard IFRS
Marktkapitalisierung (Mio. €) 38,4
Adj. Anzahl Aktien (Mio.) 10,3
Streubesitz (%) ca. 70
ø tägl. Handelsvolumen ('000) 50,0

Bewertung (x)	04	05	06e	07e
Marktkap./Ges.leistung	0,6	0,5	0,4	0,4
KGV	17,7	18,8	11,5	8,6
Kurs/CE pro Aktie	9,8	6,3	5,2	4,5
Dividendenrendite (%)	1,6	2,1	2,7	3,2
EV/Ges.leistung	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBIT	13,3	8,6	6,9	4,6

Kennzahl/Aktie (€)	04	05	06e	07e
EpA (Erg./Aktie)	0,21	0,20	0,33	0,43
Cash Earnings/Aktie	0,38	0,59	0,71	0,84
Dividende/Aktie (net.)	0,06	0,08	0,10	0,12
Buchwert/Aktie	3,44	2,96	3,20	3,54

Finanzdaten (Mio. €)	04	05	06e	07e
Gesamtleistung	66,2	75,5	92,5	104,5
EBIT	2,4	3,5	5,0	6,8
% der Ges.leistung	3,6	4,7	5,4	6,5
EBT	3,4	3,9	5,4	7,3
% der Ges.leistung	5,1	5,2	5,9	7,0
Adj. Ergebnis n. St.	1,8	2,0	3,3	4,5
% der Ges.leistung	2,7	2,7	3,6	4,3

Wertentwicklung (%)	1M	3M	6M	12M
Absolute Veränderung	5,1	22,0	13,8	31,9

Großaktionäre (%)

H. Fleischmann Privatstiftung 20,2
Beko Holding AG >5,0
H. Fleischmann 3,2

Autor

Piers Nestler, Senior Analyst
Phone +49(0)69 50951-460
e-Mail piers.nestler@concord-ag.de
www www.concord-equity.de

Bitte beachten Sie:

- Diese Studie ist Bestandteil eines Dienstleistungsvertrags
- Bei den verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des Vortags

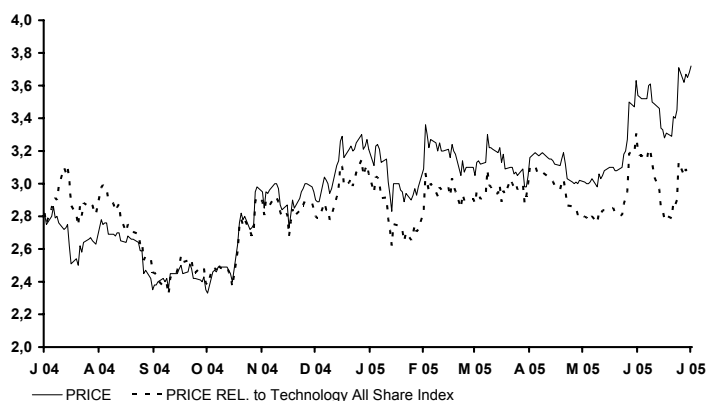
Aufbruch zu profitabilem Wachstum?

Nach überstandener Krise der IT-Branche, in deren Verlauf der Konzern seine Aktivitäten mehrfach neu ordnete, hat Brain Force mit den jüngsten Übernahmen/Beteiligungen im Rahmen seiner „Buy-and-Build“-Strategie eine neue Wachstumsphase eingeläutet. Neben der Integration der übernommenen Aktivitäten dürfte es vordringliche Aufgabe sein, das vorhandene Geschäft zu optimieren und weiterhin eine adäquate Verzinsung auf die erhöhte Kapitalbasis zu erzielen.

Mit einer ansehnlichen Kundenliste, einem etablierten Markennamen und einem erfahrenen Management sowie in einem wieder verbesserten Branchenumfeld sind die Voraussetzungen dazu gegeben. Aus Sicht der Anleger existiert gleichwohl zunächst noch das Risiko, ob sich die einzelnen Komponenten zu einem erfolgreichen Angebot bündeln lassen und ob die auch für die Zukunft geplanten Akquisitionen zu diesem Ziel beitragen.

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie hat sich seit dem Update vom Juli geringfügig von € 5,60 auf € 5,40 verringert, was ausschließlich auf einem leicht höheren Zinssatz und dem gestiegenen Kurs beruht, wodurch sich die Kapitalkosten etwas erhöht haben. Zu dem Kursanstieg dürfte nicht zuletzt die österreichische Beko Holding beigetragen haben, deren Beteiligung an Brain Force nach eigenen Angaben die Marke von 5% überschritten und damit Übernahmegerüchte ausgelöst hat. Beide Unternehmen erwogen offenbar bereits im Jahr 2001 einen Zusammenschluss. Laut Brain Force gibt es aber derzeit keine Gespräche mit der ebenfalls in Wien ansässigen Finanzholding.

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



Quelle: Thomson Financial

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
Bewertung	4
Methodik der Wertschöpfungsanalyse	4
Sensitivität der Bewertung	6
Kennzahlenbewertung	7
Bewertungsfazit	10
Finanzanalyse	11
Geschäftsmodell	14
Konzernstruktur	14
Strategie	15
Akquisitionen	15
Management	17
Geschäftsbereiche, Produkte und Dienstleistungen	17
Kundenstruktur	18
Markt- und Wettbewerbsumfeld	19
SWOT - Analyse	21
Tabellenanhang	22

Unternehmensprofil

Das Unternehmen wurde 1983 vom heutigen CEO, Helmut Fleischmann, in Deutschland gegründet. Den Nukleus des von Beginn an auf das Großkundensegment ausgerichteten Geschäfts bildeten die heute im Bereich Enterprise Services zusammengefassten Aktivitäten. 1987 folgte der Markteintritt in Österreich, wohin 1996 nicht zuletzt aus steuerlichen Erwägungen der Firmensitz verlegt wurde. Den nächsten Meilenstein bildete 1999 die Börseneinführung am Neuen Markt in Frankfurt. Zusätzlich zum organischen Wachstum des Dienstleistungsbereichs wurde der Konzern durch Akquisitionen erweitert. Die Zukäufe dienen dem Ziel, das Servicegeschäft um Lösungen zu erweitern und damit werthaltiger zu machen. Ein weiteres Bestreben bestand darin, die Umsatzbasis geografisch zu erweitern, um für das Softwareangebot eine größere Plattform zu schaffen. Zu den bedeutendsten Transaktionen gehörten der Kauf der beusen Solutions GmbH (Kabelnetzwerkmanagement) sowie der TEMA Studio di Informatica S.p.A. in Italien. 2003 wurde die NSE Software AG (Beratungs-/Analysesoftware) zu rund 77% übernommen und anschließend in Brain Force Financial Solutions AG umfirmiert.

Das Leistungsangebot des Konzerns stützt sich auf die drei Bereiche Enterprise Services (ES), die im Wesentlichen für das Dienstleistungsangebot stehen, sowie die lösungsorientierten Geschäftsfelder Technology and Infrastructure (TI) und Business Solutions (BS). Der geografische Umsatzschwerpunkt liegt in Deutschland, Italien und Österreich.

Zusammenfassung

Aktive Mitwirkung am Konsolidierungsprozess der Branche

Brain Force hat als mittelständisches IT-Unternehmen nicht nur den Konsolidierungsprozess der vergangenen Jahre überstanden, sondern es sich als strategisches Ziel gesetzt, an diesem Prozess aktiv mitzuwirken. Dabei geht es vor allem darum, das ursprünglich aus dem Projekt- und Dienstleistungsgeschäft stammende Unternehmen stärker auf das Lösungsgeschäft auszurichten. Hierzu benötigt Brain Force den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle, die nach den beiden Kapitalerhöhungen im vergangenen Jahr erklärtermaßen auch in Zukunft angezapft werden soll.

Vorübergehender Rückgang der Kapitalverzinsung

Bei der Akquisitionsstrategie setzt Brain Force auf innovative und markt-eingeführte Lösungen, um vom Produkterfolg in der Wachstumsphase zu profitieren, dabei jedoch die hohen Investitionen einer Eigenentwicklung zu vermeiden. Strategie ist es, die Position in den bereits besetzten Regionen und Branchen zu stärken, um die Marktdurchdringung zu erhöhen.

Akquisitionsbedingte Ergebnisunsicherheiten

Die Investoren werden diese Strategie jedoch nur mittragen, wenn bei der mit ihrem Geld finanzierten Unternehmensexpansion eine Verwässerung ihrer Anteile vermieden werden kann und für sie ein echter Mehrwert entsteht. Dies setzt voraus, dass keine überhöhten Übernahmepreise gezahlt werden und die Zukäufe dazu beitragen, die vorhandenen Aktivitäten zu stärken. 2004 hat der Konzern nach den Krisenjahren mit einer Vermögensrendite von gut 8% seine Kapitalkosten von 6,5% mehr als verdient. Im laufenden Jahr führt die mit den Kapitalerhöhungen des Vorjahres verbundene Vermögensausweitung hingegen zu einem vorübergehenden Rückgang der Kapitalverzinsung, zumal die Erträge der zugekauften Einheiten nicht ganzjährig in das Zahlenwerk einfließen.

Potenzielle Risiken aus Übernahmen

Die Renditeberechnung und die daraus abgeleitete Unternehmensbewertung baut auf den Ergebniserwartungen des Konzerns auf, die sich jedoch bislang auf die Ebene des EBITDA beschränken. Die Auswirkungen auf die nachfolgenden Ergebnisgrößen sind hingegen noch mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Dies gilt vor allem für den akquisitionsbedingten Abschreibungsbedarf und die künftige Steuerquote. Gleichwohl sollte die Bewertung auch einen gewissen Sicherheitspuffer beinhalten, der sich aus dem nicht berücksichtigten Verlustvortrag bei der Brain Force Software AG (ehemals NSE Software) ergibt. Somit ist dem Titel aus heutiger Sicht bei einem von uns ermittelten fairen Wert je Aktie von € 5,40 ein attraktives Kurspotenzial zu attestieren.

Unklare Absichten der Beko

Als Risiko ist zwangsläufig die mit der starken Akquisitionstätigkeit verbundene Gefahr zu nennen, dass bei der Integration neuer Bereiche nicht die erhofften Synergiepotenziale gehoben werden können. Zudem birgt der vorhandene bzw. im Rahmen von Akquisitionen neu entstehende Firmenwert ein Impairment-Risiko.

Unklar ist derzeit, welche Absichten die österreichische Beko Holding mit ihrer Anteilaufstockung bei Brain Force auf mehr als 5% verbindet. Ferner ist offenbar auch die schweizerische Quino Technologies Ltd., die mit rund 15% an der Beko Holding beteiligt ist, bei Brain Force eingestiegen. Laut Brain Force finden derzeit keine Gespräche mit Beko zu diesem Thema statt.

**Wertschöpfungs-
analyse und
Peer group-Vergleich**

**Return versus
Kapitalkosten**

Mehrstufiger Prozess

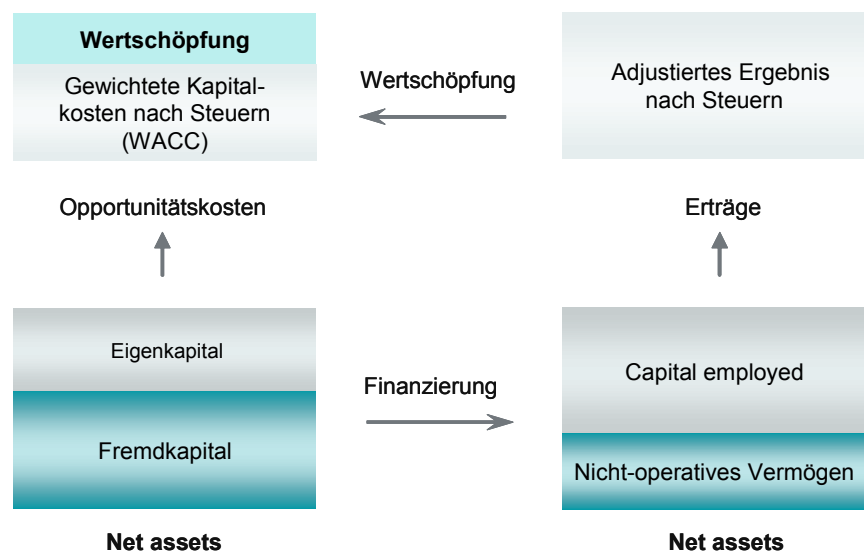
Bewertung

Unsere Bewertung der Brain Force-Aktie basiert auf den im Kapitel Finanzanalyse skizzierten sowie im Anhang ausführlich dargestellten Ergebnis- und Bilanzschätzungen. Zur Bestimmung des fairen Wertes haben wir zwei unterschiedliche Methoden herangezogen. Zunächst ermitteln wir auf Basis einer Wertschöpfungsanalyse den vom aktuellen Bewertungsniveau vergleichbarer Unternehmen unabhängigen fairen Wert des Eigenkapitals. Anschließend bestimmen wir mittels einer Peer group-Analyse einen marktgeleiteten gerechtfertigten Wert für Brain Force.

Methodik der Wertschöpfungsanalyse

Dem Wertschöpfungsansatz 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.

Konzept der Wertschöpfungsanalyse



Quelle: Concord Equity Research

Der faire Wert des Eigenkapitals ergibt sich aus einem mehrstufigen Prozess. Zunächst wird die Wertschöpfung für den konkreten Prognosezeitraum (2005e-2007e) ermittelt, indem von den adjustierten Ergebnissen nach Steuern die damit korrespondierenden gewichteten Kapitalkosten (WACC) des investierten Kapitals abgezogen werden. Die Wertschöpfung der Folgezeit wird im Terminal value berücksichtigt. Der sich durch Addition des Vermögens (Net assets) per 31.12.2004 ergebende Unternehmenswert wird anschließend auf den Betrachtungszeitpunkt aufgezinst. Nach Abzug der zum Bilanzstichtag 2004 ausstehenden zinstragenden Verbindlichkeiten verbleibt der faire Wert des Eigenkapitals.

Das Vermögen von Brain Force wird in Form der Net assets berücksichtigt, die von der Passivseite der Bilanz betrachtet das im Unternehmen ge-

bundene Eigen- und verzinsliche Fremdkapital (einschließlich nicht bilanzierter Leasingverpflichtungen) markieren. Zum Bilanzstichtag 2004 betragen die Net assets € 40,4 Mio., die zu rund 70% eigenkapitalfinanziert waren. Die Ausweitung der Kapitalbasis des vergangenen Jahres führt zunächst zu einer Verringerung des Kapitalumschlags, während akquisitionsbedingte Abschreibungen die angestrebte Margenverbesserung bremsen. In der Summe bedingt dies sogar ein vorübergehendes Absinken der Vermögensrendite auf das Niveau der Kapitalkosten von knapp 7%.

In der konkreten Prognoseperiode bis 2007 ergibt sich aus den Annahmen zur Ergebnis- und Bilanzentwicklung ein Anstieg des RONA auf gut 10%. Er vergleicht sich mit einem Return von 8,1% in 2004. Für die Berechnung des Terminal value wird ein mittel- und langfristiges Returnniveau von 10% (2008-2012) bzw. 8% (ab 2013) unterstellt. Der steuerliche Verlustvortrag der Brain Force Software AG ist in diesen Prämissen nicht berücksichtigt. Für die Vermögensbasis (Net assets) haben wir Wachstumsraten von 4% bzw. 2,5% angesetzt. Der Diskontierungssatz (WACC) wurde unter folgenden Annahmen ermittelt:

- einem implizierten Steuersatz von konstant 35%;
- einem risikolosen Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe) von aktuell gut 3,2%;
- einer Risikoprämie auf das Eigenkapital von 4,0%.

Daraus ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von rund € 55,9 Mio. oder € 5,40 je Aktie, wovon immerhin etwa zwei Drittel durch vorhandene Vermögenswerte unterlegt sind. Die Veränderung gegenüber den € 5,60 in unserem Update Anfang Juli erklärt sich aus dem seitherigen Kursanstieg und dem leicht gestiegenen Zinsniveau.

RONA-Entwicklung	
Brain Force, in %	
12/2002	2,5
12/2003	3,0
12/2004	8,1
12/2005e	6,9
12/2006e	8,4
12/2007e	10,5

Quelle: Concord Equity Research

Herleitung des Fair value über Wertschöpfungsanalyse und DCF-Verfahren

Mio. €

	Wertschöpfung	Freier Cash flow	Diskontierungsfaktor	Wertschöpfung (PV)	Freier Cash flow (PV)
12/2005e	(0,04)	(1,18)	0,9349	(0,04)	(1,11)
12/2006e	0,77	2,24	0,8763	0,68	1,96
12/2007e	1,72	1,74	0,8207	1,41	1,43
Terminal- / Continuing value				21,91	62,03
Summe				23,96	64,32
Net assets (12/2004)				40,36	
Fairer Wert (EK + FK)				64,32	64,32
Adjustierungsfaktor per 29/07/2005					1,039
Fairer aktueller Wert (EK + FK)					66,9
Verbindlichkeiten (12/2004)					(11,0)
Fairer Wert des Eigenkapitals					55,8
Marktkapitalisierung					38,4
Kurspotenzial (%)					45,6
Fair value je Aktie (€)					5,4
Modellparameter	(2008 - 2012)	(ab 2013)			
RONA (%)	10,0	8,0			
CAGR Net assets (%)	4,0	2,5			
Netto-Investitionsrate (%)	40,0	31,3			
WACC (%)	6,8	6,3			

Quelle: Concord Equity Research

Kurspotenzial bei unterschiedlichen Prämissen

Sensitivität der Bewertung

Um Investoren den Einfluss unterschiedlicher Annahmen auf die Bewertung zu verdeutlichen, sind nachfolgend die Sensitivitäten hinsichtlich der wichtigsten Prämissen dargestellt. Die Auswirkung auf den fairen Wert wird anhand des prozentualen Kurspotenzials bzw. -risikos gezeigt.

Aufgrund der hohen Substanzuntermauerung der Bewertung haben unterschiedliche Returnszenarien zwar einen vergleichsweise geringen Einfluss auf das Bewertungsergebnis, der aber dennoch nicht zu unterschätzen ist. Beim mittelfristigen Return führt eine Änderung der Returnannahme um einen Prozentpunkt zu einer Änderung des Kurspotenzials um rund 5 Prozentpunkte. Wesentlich stärker ist der Einfluss bei einer Variation des langfristigen Returns. Allerdings würde der modellabgeleitete faire Wert selbst dann nicht unter das aktuelle Kursniveau sinken, wenn der Konzern lediglich seine Kapitalkosten verdienen würde.

RONA-Sensitivitätsanalyse

Kurspotenzial in Abhängigkeit vom RONA

	Concord				
Mfr. RONA (%)	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
Kurspotenzial (%)	36	41	46	50	55
Lfr. RONA (%)	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
Kurspotenzial (%)	(5)	20	46	71	96

Quelle: Concord Equity Research

Frage der Risikoeinschätzung

Allerdings könnte es auch sein, dass der Markt eine von unseren Prämissen abweichende Risikoeinschätzung vornimmt und daher explizit oder implizit mit höheren Kapitalkosten rechnet. Da wir nicht für uns in Anspruch nehmen, die ‚richtigen‘ Kapitalkosten zu kennen, können wir an dieser Stelle nur versuchen, ein möglichst hohes Maß an Transparenz zu schaffen. Das unternehmensspezifische Risikomaß in Form des Beta-Faktors haben wir mit 1,2 angesetzt. Er bezieht sich allerdings lediglich auf die mittelfristige Periode, da wir – mangels besseren Wissens – langfristig ein Konvergieren gegen 1 (Beta des Gesamtmarkts) unterstellt haben.

Beta-Sensitivitätsanalyse

Kurspotenzial in Abhängigkeit vom mittelfristigen Beta

	Concord				
Mittelfristiges Beta	1,20	1,00	1,20	1,40	1,60
Kurspotenzial (%)	46	52	46	39	33

Quelle: Concord Equity Research

Eine Änderung der aktuellen Marktzinsen hat ebenfalls einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die Bewertung eines Unternehmens. Im gleichen Maße, wie ein niedriges Zinsniveau die Aktienbewertung über die kalkulatorischen Kapitalkosten und Diskontierungssätze begünstigt, besteht bei einem Zinsanstieg ein Kursrisiko für die Investoren.

Würde sich das Zinsniveau zum Beispiel um einen halben Prozentpunkt erhöhen, ergibt sich ceteris paribus im Modell ein um rund 20 Prozentpunkte niedrigeres Kurspotenzial.

Zinssensitivitäts-Analyse

Kurspotenzial nach einer Zinsänderung

	Concord				
Lfr. Kapitalmarktzins (%)	2,2	2,7	3,2	3,7	4,2
Kurspotenzial (%)	103	70	46	26	11

Quelle: Concord Equity Research

Kennzahlenbewertung

Die Kennzahlenanalyse dient dazu, anhand von Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen eine Relativbewertung für Brain Force zu ermitteln. Mit Articon Integralis, Atoss Software, Beta Systems, Cenit, Fabasoft und secunet wurden sechs 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. FJH haben wir aufgrund der besonderen Umstände des Unternehmens aus der Peer group herausgenommen.

Peer group-Unternehmen

Kein Unternehmen mit deckungsgleichem Profil

Articon Integralis

Die Articon-Integralis AG ist ein führender Anbieter für IT-Security Systeme. Das Unternehmen bietet unter dem Markennamen Integralis im Endanwenderbereich Sicherheitslösungen, Beratungsleistungen, Systemintegrationen, Schulungen, Managed Security Services sowie Packaged Services an. Integralis berät und unterstützt Unternehmen bei der Planung und der Umsetzung von IT-Sicherheitslösungen mittels der Entwicklung von individuellen und integrierten Lösungskonzepten. Kunden des Unternehmens sind Behörden und zahlreiche europäische und US-Konzerne. Die deutsch-britische Gesellschaft mit Hauptsitzen in Theale/Reading und Ismaning/München unterhält derzeit vierzehn Niederlassungen in sechs Ländern mit knapp 400 Mitarbeitern weltweit.

Atoss Software AG

Die Atoss Software AG bietet Software und Consultingdienstleistungen als Komplettlösung zum effizienten Personaleinsatz an. Durch ein kundenorientiertes Consulting schafft Atoss Lösungen in den Bereichen Arbeitszeitmanagement, Staff Efficiency Management, Personaleinsatzplanung sowie Geschäftsprozessmanagement und entwickelt spezielle Lösungen für den Mittelstand. Mit dem Atoss-Ansatz werden Prozesse beim Kunden optimiert und rationalisiert, z.B. durch Abbau von Überstunden, Leerlaufzeiten und Zuschlägen für Sonderschichten. Neben der Nutzung von Einsparpotenzialen steht die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und Mitarbeiterzufriedenheit im Mittelpunkt der Lösungspalette von ATOSS. Etwa 180 Mitarbeiter sind in acht Niederlassungen in Deutschland, Österreich und der Schweiz tätig.

Beta Systems

Beta Systems ist führender Anbieter von Softwarelösungen und Serviceleistungen in den Bereichen Input- & Output-Management, Security-Management, Storage-Management und Scheduling. Die Infrastructure Softwarelösungen und Serviceleistungen von Beta Systems sichern und optimieren unternehmensweite Prozesse wie z.B. die Erfassung, Bearbeitung, Verteilung und Archivierung von Dokumenten, die plattformübergreifende, nachvollziehbare Steuerung von Rechenprozessen, das Access- und User-Management oder die zuverlässige Datenübertragung und -sicherung. Kunden von Beta Systems sind Großunternehmen und mittelständische Betriebe. Mit mehr als 1.000 Mitarbeitern konzernweit ist Beta Systems mit Niederlassungen und Tochtergesellschaften in vielen europäischen Ländern und auch in Nordamerika vertreten.

Cenit AG

Cenit gehört mit Kunden aus dem Blue Chip- und Mittelstandsbereich zu den führenden Systemhäusern in Deutschland für Lösungen im Bereich Product Lifecycle Management und Enterprise Content Management. Hier kümmert sich Cenit um unternehmensübergreifende Entwicklungs- und Produktionssteuerungssysteme sowie um die Geschäftsprozessoptimierung. Als IT-Dienstleistungsunternehmen vertreibt und implementiert Cenit dabei die Standardsoftware führender Hersteller, bietet umfassende Service-Leistungen an und fungiert als Outsourcing-Partner für seine Kunden. Das bisher zusätzlich betriebene margenschwache Hardware-Geschäft wird nach und nach zurückgeführt. Rund zwei Drittel der Kunden kommen aus der Fertigungsindustrie, mehr als 55 % stammen direkt oder indirekt aus der Automobilbranche. Bei Cenit sind derzeit fast 500 Mitarbeiter beschäftigt. Neben den Niederlassungen in acht deutschen Städten ist CENIT mit Tochtergesellschaften in der Schweiz und in den USA vertreten. Mehr als 95 % des Umsatzes werden in Deutschland generiert.

Fabasoft

Als Hersteller von Standardsoftware für Electronic Government und Enterprise Content and Records Management betreut Fabasoft mit mehr als 200 Mitarbeitern überwiegend Großkunden aus den Bereichen der Bundesministerien, Landesverwaltungen, Kommunen und Interessenvertretungen in Österreich, Deutschland, der Schweiz, Großbritannien und der Slowakei. Fabasoft zeichnet sich durch den Ansatz eines ganzheitlichen Produkt- und Dienstleistungsangebotes aus und kann dabei über eine langjährige europaweite Erfahrung verfügen. Das Fabasoft Leistungsportfolio umfasst den gesamten E-Government Zyklus. Angebotene Lösungen erstrecken sich von der Einbringung von Anträgen über Internet (Fabasoft eGov-Forms) über die elektronische Geschäftsfallbearbeitung (Fabasoft eGov-Suite) bis hin zur elektronischen Zustellung behördlicher und privater Schriftstücke (Fabasoft Zustellung, Fabasoft ZS, Fabasoft VPS) und deren revisionssicheren Archivierung (Fabasoft iArchive und Fabasoft iArchive-Link).

Hinzu kommt ein webbasiertes E-Learning Produkt (Fabasoft eGov-Suite/WBT), das durch den angebotenen Service der Erarbeitung und Umsetzung von Trainingskonzepten ergänzt wird. Andere von Fabasoft erbrachte Dienstleistungen sind Consulting für E-Government und E-CRM, Infrastrukturconsulting, Betriebsführungsunterstützung, Support und Projektmanagement.

secunet

Die secunet Security Networks AG ist Anbieter hoch komplexer IT-Sicherheitssysteme, die selbst entwickelt und vertrieben werden. Geschäftsfelder sind Identity Management (elektronische Unterschriften und Public Key Infrastrukturen, Biometrie, Authentifizierung, mobile Signaturen), Netzwerklösungen (z.B. Firewalls, Virtuelle Private Netzwerke, System-Management), Kartenlösungen und Embedded Systems (z.B. Ausweis-, Gesundheitskarten- und Mitarbeiterausweissysteme, Automotive Security und kartenbasierte Bezahlsysteme), Sicherheitsberatung und -management (z.B. Sicherheitsanalysen, -konzepte und -richtlinien, Auditing, Business Continuity) und SINA® (Sichere Inter-Netzwerke zur Realisierung höchster Vertraulichkeit in einem Virtuellen Privaten Netzwerk). Kunden bietet secunet Beratung, Implementierung, Schulung und Service als integrierte Dienstleistung an. Referenzen bestehen bei der Mehrzahl der DAX 30 Unternehmen sowie ausländischen Konzernen und mittelständischen Unternehmen. secunet ist mit mehr als 200 Mitarbeitern und sieben Niederlassungen in Deutschland sowie mit eigenen Standorten in der Schweiz und der Tschechischen Republik aktiv.

Bewertungskennziffern der Vergleichsunternehmen

auf Basis 2005e und 2006e

	Kurs am 29.7.2005	Markt- kap. (in Mio.)	EV (in Mio.)	KGV		EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT	
				2005e	2006e	2005e	2006e	2005e	2006e	2005e	2006e
IT/Software											
Articon Integralis	3,82	40,4	60,4	191,0	31,8	0,58	0,54	34,5	21,6	n.a.	n.a.
Atoss Software AG	7,85	31,6	5,4	39,3	26,2	0,25	0,23	2,5	1,8	4,9	3,2
Beta Systems	11,19	45,0	43,2	12,8	10,4	0,40	0,38	3,7	3,3	6,8	5,5
CENIT AG	19,85	83,0	65,3	14,1	12,5	0,79	0,73	6,6	5,8	7,2	6,4
Fabasoft	7,58	71,7	49,6	20,9	17,2	1,85	1,69	7,7	6,8	10,7	9,2
secunet	9,67	63,8	56,5	n.a.	34,5	1,85	1,31	37,6	13,4	94,1	16,6
Mittelwert (ohne Extrema)				24,7	21,9	0,91	0,74	13,1	7,3	8,2	7,0
Brain Force				18,8	11,5	0,40	0,33	4,2	3,3	8,5	5,9

Quelle: Thomson Financial, Concord Equity Research

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 Enterprise value (EV)-Multiplikatoren EV/Umsatz, EV/EBITDA, EV/EBIT sowie das KGV für die Jahre 2005-06e.

Im Kennzahlenvergleich fällt auf, dass die Bewertungskennziffern von Brain Force auf Basis unserer Schätzungen für 2005 und 2006 zum Teil deutlich unter den um Extremwerte bereinigten Durchschnitt der Peer group liegen. Lediglich beim EBIT bewegen sich die Multiples in etwa auf dem Niveau der Vergleichsgruppe. Der aus diesem Bewertungsansatz ableitbare gerechtfertigte Wert des Eigenkapitals beläuft sich auf rund

€ 67 Mio. und fällt damit deutlich höher aus als die aktuelle Marktkapitalisierung von gut € 38 Mio.

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		60,3
Nettoliiquidität		8,4
Wert des Eigenkapitals	61,9	68,7
Anteil am gewichteten Mittelwert	25%	75%
Gewichteter Eigenkapitalwert		67,0
Anzahl Aktien (in Mio.)		10,3
Wert je Aktie (in €)		6,5

Quelle: Thomson Financial, Concord Equity Research

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 ebenfalls ein deutliches Kurspotenzial ableiten, das aber einen Abschlag gegenüber dem Sample gerechtfertigt erscheinen lässt.

EBITDA- und EBIT-Margen

	EBITDA-Marge (%)		EBIT-Marge (%)	
	2005e	2006e	2005e	2006e
IT/Software				
Articon Integralis	1,7	2,5	n.a.	n.a.
Atoss Software AG	10,0	12,5	5,0	7,1
Beta Systems	10,9	11,7	6,0	7,0
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)	9,4	11,6	7,3	8,8
Brain Force	9,6	9,9	4,7	5,5

Quelle: Thomson Financial, Concord Equity Research

Bewertungsfazit

Abschließend betrachtet sehen wir den fairen Wert der Brain Force Aktie eher im Bereich der € 5,40 aus unserer Shareholder value Analyse, da der höhere Wert aus dem Peer Group Vergleich fundamental nicht untermauert ist. Auch auf diesem Niveau ergibt sich jedoch ein deutliches Steigerungspotenzial gegenüber dem aktuellen Kurs. Auf dem gegenwärtigen Niveau ist die Bewertung zu rund drei Viertel durch das vorhandene Eigenkapital unterlegt.

Finanzanalyse

Operativen Turnaround zu Kapitalerhöhung genutzt

Dem Abschwung in der IT-Branche musste auch Brain Force Tribut zollen. Zwischen 2001 und 2003 fiel das Ergebnis negativ aus, erst 2004 verblieb unterm Strich wieder ein Gewinn. Mit dem operativen Turnaround im Rücken entschied sich der Konzern trotz der 2004 für Emittenten noch schwierigen Lage am deutschen Kapitalmarkt, die Börse gleich zwei Mal anzuzapfen, um mit den frischen Mitteln seine Akquisitionsstrategie fortzusetzen. Insgesamt hat sich das Aktienvolumen dadurch von 4,8 Mio. auf knapp 10,3 Mio. Stücke mehr als verdoppelt. Damit verbunden war eine Erhöhung des Free floats von 50,3% auf rund 70% und ein Anstieg des durchschnittlichen Handelsvolumens von knapp 10.000 Aktien pro Tag auf mehr als 50.000. Der Liquiditätszufluss betrug rund € 15,5 Mio. Während der Konzern aufgrund zunächst ausgebliebener Akquisitionen bereits den Unmut einiger Anleger auf sich gezogen hatte, folgte gegen Ende des 1. Halbjahrs 2005 die Ankündigung von insgesamt vier Transaktionen in einem Volumen von € 13 Mio. an.

Solide Finanzbasis

Seit der Ergebniswende und den beiden Kapitalspritzen im Geschäftsjahr 2004 agiert Brain Force finanziell wieder in einer komfortablen Situation. Der Quartalsabschluss Ende März 2005 zeigt ein Eigenkapital von rund € 29 Mio. und machte damit nahezu 60% der Bilanzsumme aus. Für die jetzt angekündigten Anteilserwerbe sind rund € 13 Mio. (€ 10 Mio. in bar und € 3 Mio. Fremdkapital) ‚verplant‘. Die Bankverbindlichkeiten sollten sich nach Abschluss der Transaktionen auf einem überschaubaren Niveau von rund € 4,5 Mio. bewegen, während auf der Aktivseite zum Jahresende noch immer eine Liquidität von etwa € 9 Mio. vorhanden sein sollte.

Hohe Kapitalbindung im Umlaufvermögen

Auffällig hoch ist bei Brain Force allerdings die Kapitalbindung im Working capital. Der jüngste Quartalsabschluss zeigt einen Bestand an ausstehenden Forderungen aus Lieferung und Leistungen in Höhe von € 17,8 Mio., dem lediglich entsprechende Verbindlichkeiten von € 5,2 Mio. gegenüberstanden. Die Forderungen beinhalten allerdings die Effekte aus der Anwendung der „Percentage of completion“ Methode nach IRFS, mit der teilrealisierte Projekte bilanziert werden, für die noch keine Rechnung gestellt wurde. Hierin könnte ein Werthaltigkeitsrisiko liegen, ebenso wie beim Goodwill, der mit den jüngsten Zukäufen auf gut € 7 Mio. steigen dürfte. Nach den umfangreichen Bilanzbereinigungen der vergangenen Jahre sieht das Management jedoch keinen weiteren Abschreibungsbedarf. Gemäß den Änderungen nach IFRS entfällt ab 2005 die planmäßige Abschreibung der Firmenwerte.

Unterm Strich Ergebnisstagnation im ersten Quartal

Im ersten Quartal 2005 weitete Brain Force den Umsatz im Vergleich zur Vorjahresperiode um 6,4% auf € 16,4 Mio. aus. Während das EBITDA überproportional um 15,4 % auf € 0,88 Mio. stieg, verharrte das EBIT bei nahezu unveränderten € 0,41 Mio. In letzterem schlägt sich ein höheres planmäßiges Abschreibungsvolumen auf konzerneigene Softwareprodukte nieder. Auch unterm Strich stagnierte das Ergebnis, da einem durch die Kapitalerhöhungen stark verbesserten Finanzergebnis deutlich höhere Fremdanteile gegenüberstanden.

Quartalsweise Betrachtung der Gewinn- und Verlustrechnung

in € '000	Q1'04	Q2'04	Q3'04	Q4'04	Q1'05
Umsatzerlöse	15.455	16.347	16.172	16.447	16.439
Bestandsveränderungen	37	-38	8	116	-2
Aktivierete Eigenleistungen	391	595	394	285	316
Gesamtleistung	15.883	16.904	16.574	16.848	16.753
Materialaufwand	11.248	12.144	11.466	11.346	12.013
Rohergebnis	4.635	4.760	5.108	5.502	4.740
Rohmarge	29,2%	28,2%	30,8%	32,7%	28,3%
Sonstige betr. Erträge	286	308	115	401	292
in % der Gesamtleistung	1,8%	1,8%	0,7%	2,4%	1,7%
Personalaufwand	2.691	2.465	2.605	3.043	2.789
in % der Gesamtleistung	16,9%	14,6%	15,7%	18,1%	16,6%
Sonstige betr. Aufwendungen	1.464	1.544	1.451	1.719	1.360
in % der Gesamtleistung	9,2%	9,1%	8,8%	10,2%	8,1%
EBITDA	766	1.059	1.167	1.141	883
EBITDA Marge	4,8%	6,3%	7,0%	6,8%	5,3%
Abschreibungen	360	439	458	486	472
in % der Gesamtleistung	2,3%	2,6%	2,8%	2,9%	2,8%
EBIT	406	620	709	655	411
EBIT Marge	2,6%	3,7%	4,3%	3,9%	2,5%
Finanzergebnis	-35	25	11	569	57
Beteiligungsergebnis	-13	226	34	154	12
EBT	358	871	754	1.378	480
EBT Marge	2,3%	5,2%	4,5%	8,2%	2,9%
Ausserord. Ergebnis	0	0	0	0	0
Steueraufwand	205	606	313	211	280
Steuerquote	57,3%	69,6%	41,5%	15,3%	58,3%
Periodenüberschuss	153	265	441	1.167	200
Nettomarge	1,0%	1,6%	2,7%	6,9%	1,2%
Anteile Dritter	-17	-63	-92	-79	-65
Überschuss nach Fremddanteilen	136	202	349	1.088	135

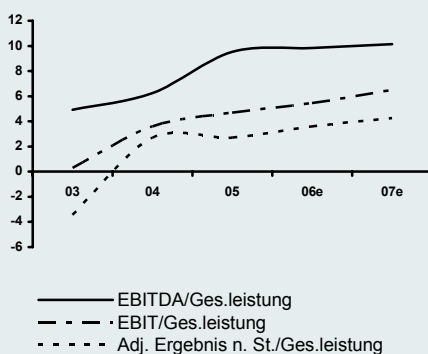
Quelle: Brain Force, Concord Equity Research

Akquisitionsbedingter Umsatz- und EBITDA-Schub

Für das Gesamtjahr 2005 hat der Konzern seine bisherigen Ziele bestätigt. Sie gehen von Veränderungen im Konsolidierungskreis von einem Umsatzanstieg auf € 70 Mio. (Vorjahr € 64,4 Mio.) und einem EBITDA von € 5,5 Mio. (+34%) aus, woraus sich eine Marge von knapp 7,9% ergeben würde. Unter Berücksichtigung der Akquisitionen soll sich diese Größe auf fast 10% erhöhen. Der akquisitionsbedingte Umsatzeffekt wird für 2005 und 2006 mit € 5,2 Mio. bzw. € 17,3 Mio. beziffert, für das EBITDA werden Werte von € 2,2 bzw. € 3,7 Mio. genannt. Nach der Planabweichung im Vorjahr und der Entwicklung im ersten Quartal sind wir in unseren Schätzungen allerdings etwas unter den Ansätzen des Unternehmens geblieben.

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. Es ist jedoch davon auszugehen, dass sich die Verbesserung bei der EBITDA-Marge zunächst nicht im vollen Umfang in der EBIT-Marge niederschlagen wird. Da sich jedoch die akquisitionsbedingten Abschreibungen stark auf das laufende und das Folgejahr konzentrieren dürften und der Konzern sich zusätzliche Synergieeffekte verspricht, halten wir 2007 bei einem auf mehr als € 100 Mio. steigendem Umsatz eine EBIT-Marge in der Größenordnung von 6,5% für möglich.

Margentrends (%)



Quelle: Concord Equity Research

Steuerliche Ungewissheiten

Einen weiteren Unsicherheitsfaktor markiert die künftige Steuerquote, die im ersten Quartal immerhin 58% betrug, ganzjährig aber 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. Im Abschluss Ende März beliefen sich die aktiven latenten Steuern lediglich auf € 0,8 Mio.

**Vom Projektdienstleister
zum Technologiekonzern**

**Vertriebsorientierte
Ausrichtung**

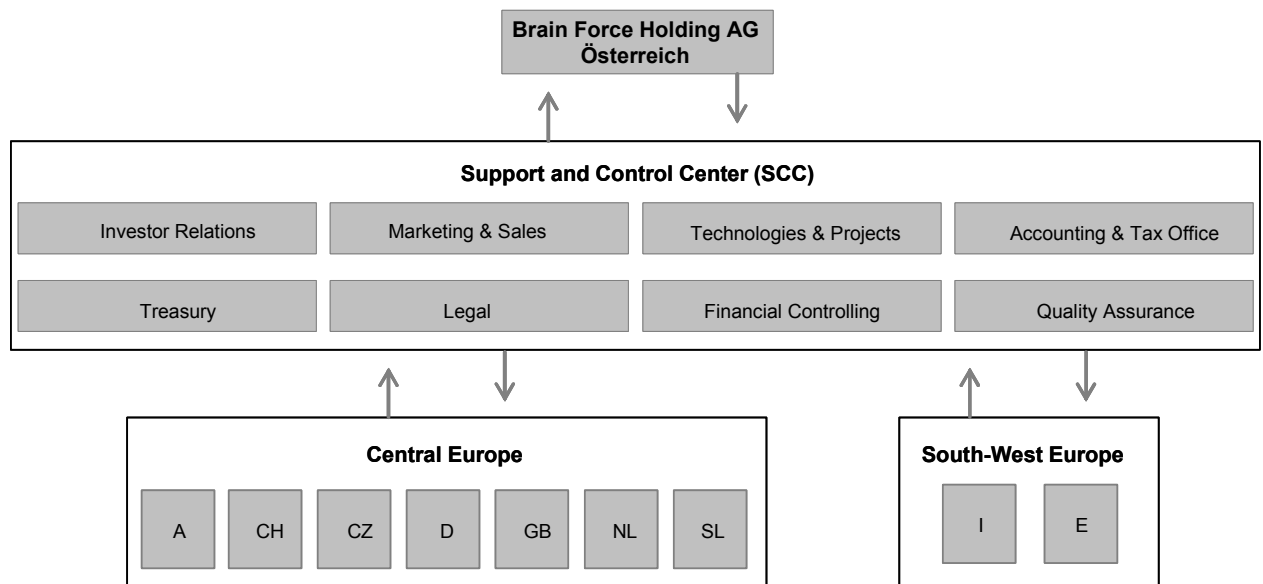
Geschäftsmodell

Die Brain Force Software AG ist ein IT-Unternehmen, das mittels einer akquisitionsorientierten „Buy-and-Build“-Strategie die kontinuierliche Entwicklung vom reinen Projektdienstleister zum Technologiekonzern anstrebt. 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.

Konzernstruktur

Um der Akquisitionsstrategie auch organisatorisch Rechnung zu tragen, hat sich der Konzern 2005 eine Holdingstruktur verpasst und damit die bisherige Spartengliederung zugunsten einer vertriebsorientierten Organisationsform aufgegeben. Mit dieser Neuausrichtung sollen Synergieeffekte aus den Übernahmen besser ausgeschöpft werden. Unterhalb des Vorstands fungiert ein Support and Control Center (SCC), das die Schnittstelle zwischen der Holding und den neu geschaffenen Vertriebsregionen bildet, die für das operative Geschäft weitgehend selbst verantwortlich sind. Der Vorstand sieht eine seiner Hauptaufgaben in der Steuerung der M&A-Prozesse. Hauptumsatzträger ist das Deutschlandgeschäft mit einem Anteil von gut 51%, gefolgt von Italien (knapp 30%) und Österreich (knapp 17%).

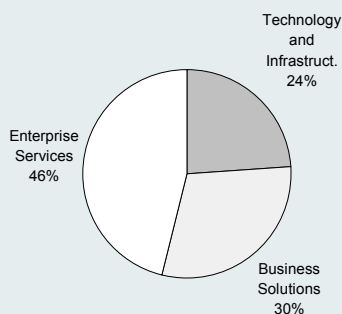
Konzernstruktur der Brain Force Holding AG



Quelle: Brain Force Holding

Umsatzanteile der Segmente

1. Quartal 2005 (insgesamt € 16,4 Mio.)



Quelle: Brain Force

Das Leistungsangebot des Konzerns stützt sich auf drei Bereiche: Größtes Segment sind die Enterprise Services (ES), die im Wesentlichen für das Dienstleistungsangebot stehen, flankiert von den lösungsorientierten Geschäftsfeldern Business Solutions (BS) und Technology and Infrastructure (TI). Bisher war die Gesellschaft historisch gewachsen in die Bereiche Professional Services (PS), Communication Networks (CN) und Financial Solutions (FS) gegliedert.

Strategie

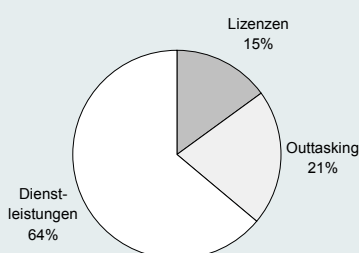
Brain Force strebt die schrittweise Entwicklung vom projektbezogenen IT-Dienstleister zum Anbieter von IT-Lösungen an. Seit dem Börsengang 1999 hat sich Brain Force eine akquisitionsgetriebene Wachstumsstrategie auf die Fahnen geschrieben. Übernahmekandidaten sollten über am Markt eingeführte Produkte.

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 weit reichendes Netzwerk beinhaltet. Im Gegensatz zu vielen Wettbewerbern bietet Brain Force nicht nur einzelne Bausteine an, sondern ein komplettes Produkt- und Dienstleistungsportfolio aus einer Hand.

Die grundlegende strategische Überlegung steckt in der Kosten- und Erlösstruktur von 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 Kaufpreise akzeptieren. Die Übernahme geeigneter Kandidaten und somit der Vertrieb eigener Softwareprodukte soll langfristig eine höhere Gewinnmarge sichern, als das bei Drittprodukten der Fall wäre.

Erlösstruktur der VAI BV

Umsatz 2004: € 8,2 Mio.



Quelle: Brain Force

Akquisitionen

Nachdem sich der Konzern im vergangenen Jahr den finanziellen Spielraum für weitere Akquisitionen geschaffen hatte, folgte zum Halbjahr 2005 die Ankündigung mehrerer Übernahmen/Beteiligungen.

Zur Erweiterung des Segments Technology and Infrastructure will Brain Force den niederländischen IT-Anbieter VAI BV zu 100% erwerben. Laut Brain Force können Kunden mit den Tools von VAI für ein zentralisiertes IT-Management ihre Supportkosten für den laufenden Betrieb um bis zu 60% reduzieren. Brain Force sieht in Roll-out-Projekten neuer Generationen von Betriebssystemen oder Office-Paketen einen strategisch wichtigen Lösungsansatz, der in dieser Form in der Angebotspalette bislang fehlte. Bei

Großunternehmen und öffentliche Stellen als Kunden

der bisher 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. Noch für dieses Jahr ist die Markteinführung in den Kernländern Deutschland, Italien und Österreich geplant.

Bislang wurden laut Brain Force mehr als 200.000 Workstations mit der Lösung von VAI ausgestattet. Zu den Kunden gehören sowohl Großunternehmen wie Heineken und KLM, aber auch öffentliche Stellen wie das niederländische Verteidigungsministerium oder die Stadtverwaltungen von Amsterdam und Rotterdam. Bei insgesamt rund 200 Kunden konnten im vergangenen Jahr allein 78 Neukunden gewonnen werden. In den Niederlanden bestehen Vertriebs- und Projektpartnerschaften mit Atos Origin und Siemens. Brain Force geht davon aus, die bereits in englischer Sprache vorliegenden Produkte relativ leicht im Konzernverbund vertreiben zu können.

ERP-Spezialist in Italien

In Italien übernimmt Brain Force das auf ERP-Lösungen spezialisierte Systemhaus INDIS, das sich im italienischen Markt mit seinem selbst entwickelten VSPACE-System auf kleinere Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen € 10-50 Mio. fokussiert hat. Da Brain Force mit einem zunehmenden Verdrängungswettbewerb durch die Microsoft-Lösungen Navision und Axapta rechnet, zielt die Strategie offenbar darauf, sich mit der Axapta-Kompetenz von INDIS als potenzieller Partner von Microsoft zu positionieren. Immerhin deckt Brain Force eigenen Angaben zufolge mit INDIS in Italien das gesamte ERP-Spektrum unterhalb von SAP ab. INDIS erzielte im vergangenen Jahr einen Umsatz von € 4 Mio., zum Ergebnis wurden keine Angaben gemacht.

Back Office-Lösungen im Bereich Financial Solutions

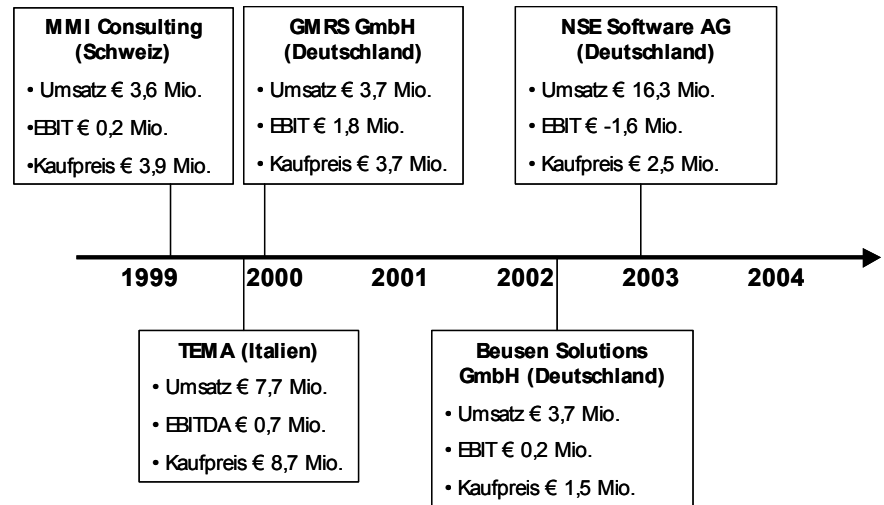
Des Weiteren hat Brain Force die Weiterentwicklungs- und Wartungsverträge für das Bestandsführungssystem der BHW Leben vom FJH-Konzern erworben. Dahinter steht Unternehmensangaben zufolge ein Auftragsvolumen von € 6,4 Mio. für zwei Jahre und ein EBITDA pro vollem Jahr von € 1,7 Mio. Mit diesem Schritt ergänzt Brain Force sein bisheriges vertriebsorientiertes Angebot im Bereich Financial Solutions um Back Office-Lösungen.

Beteiligung an US-Vertriebspartner

Zudem will sich Brain Force mit 30% am US-Vertriebspartner seiner Load-Balancing-Software B-100, der KEMP Technologies Inc., beteiligen. Ziel ist es, 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.

Den jetzt angekündigten Akquisitionen sind seit dem Börsengang 1999 fünf größere Übernahmen mit einem Umsatzvolumen von insgesamt € 35 Mio. vorausgegangen. Lediglich die Übernahme der MMI Consulting kann als Fehlinvestition eingestuft werden, da etwa die Hälfte des ursprünglichen Geschäftsbetriebes eingestellt werden musste.

Akquisitionshistorie der Brain Force Software AG



Quelle: Brain Force, Concord Equity Research

Konzentration auf M&A-Prozesse

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). 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. Wolfgang Lippert (44) trat 1986 ins Unternehmen ein und ist seit 1998 Finanzvorstand der Konzernmutter. Gunter Reißmann wird weiterhin als Mitglied des Management Boards 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 soll der Vorstand entlastet werden, um mehr Zeit für die Steuerung der M&A-Prozesse zu haben.

Enterprise Services

Geschäftsbereiche, Produkte und Dienstleistungen

Das Segment Enterprise Services repräsentiert die ursprüngliche Keimzelle des Unternehmens und orientiert sich mit den Dienstleistungen somit nahe am ehemaligen Bereich Professional Services. Es umfasst ein breites Angebotsspektrum, das von Consulting über Programmierung, Infrastruktur, Integration, Migration, Roll-out, Operation bis zu Supportleistungen reicht. Hier setzt Brain Force auf die hohe Kalkulierbarkeit und Flexibilität der Dienstleistungen, die an individuelle Kundenbedürfnisse angepasst werden können. Der Komplexität und dem Wertschöpfungsbeitrag entsprechend sind die Deckungsbeiträge zwar relativ gering, dafür aber recht gut planbar und stabil, da nach Zeit und Aufwand abgerechnet wird.

Technology and Infrastructure

Der Bereich Technology & Infrastructure teilt sich in die drei Kompetenz-Center Network Solutions, Communication Solutions und Security Solutions auf. Somit orientiert sich der neu formierte Geschäftsbereich am ehemaligen Segment CN. Im ersten Center sind Lösungen für das Kabelmanagement, 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 Consultingdienstleistungen zum Thema Sicherheit sowie die Projektunterstützung bei Basel II-Themen im Finanzsektor.

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 Bandbreite 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 steht die 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.

Die Bereiche Technology and Infrastructure sowie Business Solutions stützen sich auf ein standardisiertes Lösungs- und Produktportfolio, woraus sich Skaleneffekte ergeben. Das Projekt- und Lizenzgeschäft ermöglicht stabile Deckungsbeiträge.

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. In Italien werden wesentliche Umsatzanteile mit Albacom, Hewlett Packard, Pirelli und Servizi ICT generiert. Betrachtet man das gesamte Kundenportfolio, so ergeben sich keine Abhängigkeiten von Einzelkunden. Der umsatzmäßig größte Kunde ist weiterhin der Siemens-Konzern.

Nischenanbieter in heterogenem Umfeld

IT-Services mit Marktvolumen von rund € 124 Mrd. in Westeuropa

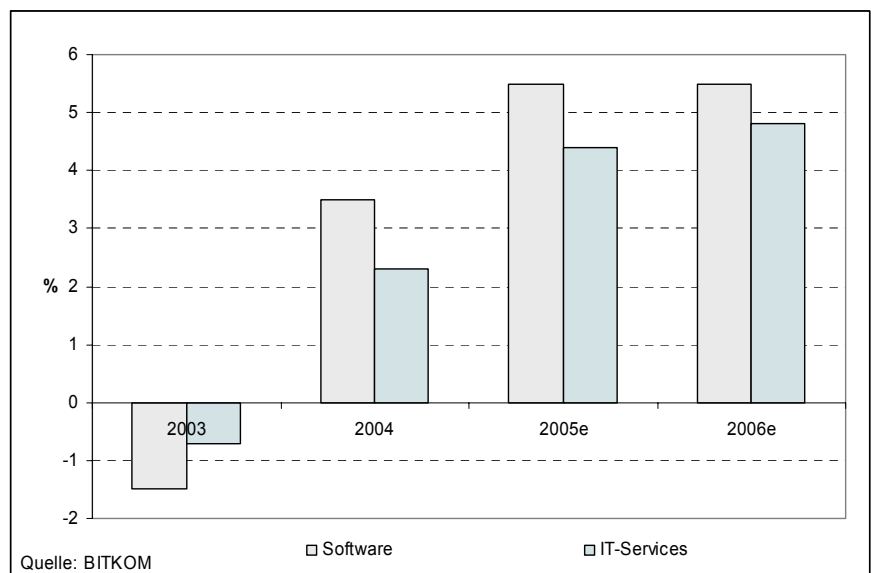
Markt- und Wettbewerbsumfeld

Als Nischenanbieter von IT-Dienstleistungen und Softwarelösungen konkurriert Brain Force von Fall zu Fall sowohl mit großen multinationalen IT-Anbietern als auch mit regionalen Spezialanbietern. Folglich ist das Wettbewerbsumfeld in beiden Segmenten 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 bedingt 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. Wichtigster Markt für Brain Force ist Deutschland, gefolgt von Italien und Österreich.

Der Markt für IT-Services in Westeuropa hatte laut EITO 2004 ein Volumen von knapp € 124 Mrd., weitere rund € 65 Mrd. entfielen auf Softwareprodukte. Für Deutschland beziffert der Branchenverband BITKOM die Marktgröße für 2004 auf € 26,7 Mrd. (Services) bzw. € 15,4 Mrd. (Software). Die drei mit Abstand größten IT-Service-Unternehmen in Deutschland, die rund zwei Drittel des Umsatzes auf sich vereinen, sind T-Systems International, IBM Deutschland und Hewlett-Packard Deutschland. Nicht ganz so dominierend ist die Marktstellung der führenden Anbieter im Segment IT-Beratung und -Systemintegration, an deren Spitze in Deutschland IBM Business Consulting Services, Lufthansa Systems und Accenture stehen. Im Softwarebereich teilen sich SAP und Microsoft etwa 25% des Markts, gefolgt von einer Vielzahl kleinerer Anbieter, die sich aus der Dynamik des Markts und den niedrigen Eintrittsbarrieren erklärt.

Das Marktumfeld in der Informationstechnik hat sich nach der krisenhaften Entwicklung in den Jahren 2001-2003 im vergangenen Jahr aufgehellt. Nach einem Marktwachstum in Deutschland von 1,6% im vergangenen

Entwicklung der IT-Branche (ohne Hardware)



**Reifegrad der Branche
verheißt geringere
Wachstumsraten**

Jahr rechnet BITKOM für 2005 und 2006 mit leicht höheren Steigerungsraten von 3,7% bzw. 3,4%. EITO sagt für den gleichen Zeitraum für Europa Umsatzsteigerungen von jeweils 4,5% voraus. Die Zuwächse sollen sich auf alle Marktsegmente erstrecken, wobei die stärksten Impulse aus dem Mittelstand erwartet werden. Dabei geht es vor allem in der Informationstechnik um die Erneuerung von Systemen, die vor dem Jahr 2000 angeschafft wurden. Eine gute Geschäftsentwicklung beobachtet der deutsche Verband insbesondere im Softwarebereich, bei Sicherheitslösungen und beim Outsourcing. Für den IT-Service-Sektor sagt BITKOM daher für 2005 auch ein überdurchschnittliches Wachstum von 4,4% voraus. EITO sieht das EU-Wachstum in diesem Segment bei 5,2% (2005) bzw. 5,6% (2006).

**Größere Preis-
sensibilität und
steigende Ansprüche**

Damit ist die Branche allerdings deutlich von ihren zum Teil zweistelligen Wachstumsraten der 90er Jahre entfernt. Neben der verhaltenen Konjunkturentwicklung insbesondere in Deutschland fehlt es derzeit an bahnbrechenden Trends oder Neuerungen wie der zunehmenden Verbreitung von ERP-Software Anfang der 90er Jahre, der Mutation des Internets zum Massenmedium oder einer Sondersituation wie der Jahr-2000-Umstellung und der Euro-Einführung. Der Investitionsstau löst sich zwar aufgrund des Ersatzbedarfs auf, bei echten Neuinvestitionen ist der Return on Investment jedoch wesentlich stärker als zuvor zum entscheidungsrelevanten Kriterium geworden. Insgesamt hat die Branche mittlerweile einen Reifegrad erreicht, der eine moderatere Wachstumsgeschwindigkeit verheißt.

Zudem ist das Marktumfeld insgesamt schwieriger geworden, geprägt von einer sehr viel größeren Preissensibilität und steigenden Ansprüchen an IT-Dienstleister seitens der Kunden, die inzwischen ein stärkeres Engagement in den Projekten und raschere Ergebnisse erwarten. Daher sind die Anbieter gefordert, sich wesentlich enger an den Bedürfnissen der Kunden orientieren. Ein zunehmendes Phänomen ist ferner die Konkurrenz von so genannten Offshore- und Nearshore-Anbietern aus dem Ausland.

**Weitere Konsolidierung
erwartet**

Vor diesem Hintergrund wird allgemein davon ausgegangen, dass es zu einer weiteren Konsolidierung in der Branche kommen wird – einerseits, weil sich kleinere Anbieter nicht durchsetzen können, andererseits, weil finanzkräftigere Unternehmen in der Bildung größerer Einheiten eine Alternative zum organischen Wachstum sehen. Von Bedeutung dürfte daher auch die richtige strategische Positionierung (Kostenführerschaft oder Premiumanbieter) sein, was nicht zuletzt Auswirkungen auf die interne Unternehmensorganisation hat. IT-Dienstleister müssen zudem über die Tiefe ihres Service-Portfolios nachdenken.

SWOT - Analyse

Stärken

- Erfahrenes Management Team mit langjähriger Branchenerfahrung
- Alle operativen Geschäftsbereiche sind profitabel
- Gesunde Bilanzstruktur
- Für einen Small cap Wert hat die Brain Force Aktie eine attraktive Handelsliquidität von durchschnittlich 50.000 Stück pro Tag

Schwächen

- Mehrmalige Reorganisation schränkt Transparenz und Vergleichbarkeit ein
- Zu starke EBITDA-Fokussierung – für den Investor ist der Return auf das eingesetzte Kapital entscheidend
- Große Forderungsbestände aus Lieferung und Leistung (€ 17,8 Mio.) führen zu einem hohen Working capital-Bedarf

Chancen

- Durch die „Buy-and-Build“-Strategie könnten im Konzern erhebliche Wert- und Kostensynergien im Vertrieb sowie in der Administration generiert werden
- Verlustvorträge in Höhe von rund € 60 Mio. könnten bei dem prognostizierten Gewinnwachstum zu überproportional ansteigenden Nettogewinnen und Cash flows führen
- Der von uns ermittelte faire Wert von € 5,40 impliziert ein deutliches Kurssteigerungspotenzial

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; zudem besteht die Gefahr von Goodwillabschreibungen bei nachhaltigen Wertverlusten

Tabellenanhang

Brain Force - Shareholder value-Analyse

Mio. €	Wertschöpfung	Freier Cash flow	Diskontierungsfaktor	Wertschöpfung (PV)	Freier Cash flow (PV)
12/2005e	(0,04)	(1,18)	0,9349	(0,04)	(1,11)
12/2006e	0,77	2,24	0,8763	0,68	1,96
12/2007e	1,72	1,74	0,8207	1,41	1,43
Terminal- / Continuing value				21,91	62,03
Summe				23,96	64,32
Net assets (12/2004)				40,36	
Fairer Wert (EK + FK)				64,32	64,32
Adjustierungsfaktor per 29/07/2005					1,039
Fairer aktueller Wert (EK + FK)					66,86
Verbindlichkeiten (12/2004)					(11,01)
Fairer Wert des Eigenkapitals					55,85
Marktkapitalisierung					38,4
Kurspotenzial (%)					46
Fair value je Aktie (€)					5,4
Modellparameter	(2008 - 2012)	(ab 2013)			
RONA (%)	10,0	8,0			
CAGR Net assets (%)	4,0	2,5			
Netto-Investitionsrate (%)	40,0	31,3			
WACC (%)	6,8	6,3			

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	38	41	43	46	48	1,5	16	26	36	46	56
3,5	40	42	44	47	49	2,0	18	29	40	52	63
4,0	41	43	46	48	50	2,5	20	33	46	58	71
4,5	42	44	47	49	52	3,0	23	38	52	67	81
5,0	43	46	48	50	53	3,5	27	44	61	79	96

Kurspotenzial nach einer Zinsänderung

Lfr. Kapitalmarktzins (%)	2,24	2,49	2,74	2,99	3,24	3,49	3,74	3,99	4,24
Kurspotenzial (%)	103	85	70	57	46	35	26	18	11

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 (%)	173	127	93	67	46	28	14	2	(8)

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 (%)	46	55	52	49	46	42	39	36	33

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)	0,77	1,72
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	0,59	0,80	2,41	2,77	3,74	4,82
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern	2,0	1,9	1,9	2,8	3,0	3,1
Wertschöpfungs-Marge (%)	(6,2)	(4,0)	1,6	(0,1)	1,7	3,7
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	6,7	6,8

* Vorjahresendwerte

Brain Force - Adjustiertes Ergebnis und Werttreiberanalyse

Adjustiertes Ergebnis	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	0,59	0,80	2,41	2,77	3,74	4,82
Adjustiertes Ergebnis vor Steuern	1,54	2,27	3,98	4,61	6,09	7,91
EBIT	0,06	0,18	2,39	3,54	5,04	6,80
Goodwill-Abschreibung	1,04	1,26	0,00	0,00	0,00	0,00
Ergebniskorrektur Pensionsrückstellungen	0,08	0,09	0,10	0,10	0,12	0,11
Opportunitätskosten Leasing	0,33	0,29	0,28	0,26	0,28	0,30
Finanzerträge	0,03	0,44	1,22	0,70	0,65	0,70
Adjustierte Steuern	(0,96)	(1,47)	(1,57)	(1,84)	(2,35)	(3,09)
Ertragssteuern (lt. G+V)	(0,38)	(2,38)	(1,34)	(1,55)	(2,10)	(2,85)
Veränderung latente Steuern	(0,23)	1,22	0,01	0,00	0,00	0,00
(Steuer) / Steuerersparnis auf:	(0,34)	(0,31)	(0,25)	(0,29)	(0,25)	(0,24)
Steuerquote (%)	60,00	53,93	39,45	39,85	38,60	39,04
Pensionsrückstellungen	(0,05)	(0,05)	(0,04)	(0,04)	(0,05)	(0,04)
Leasing	(0,20)	(0,16)	(0,11)	(0,11)	(0,11)	(0,12)
Zinsaufwand	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,14)	(0,10)	(0,08)
Adjustiertes Betriebsergebnis nach Steuern	0,58	0,60	1,67	2,35	3,34	4,40
Adjustiertes Betriebsergebnis vor Steuern	1,51	1,83	2,76	3,91	5,44	7,21
Adjustiertes Ergebnis vor Steuern	1,54	2,27	3,98	4,61	6,09	7,91
Finanzerträge	(0,03)	(0,44)	(1,22)	(0,70)	(0,65)	(0,70)
Steuern auf adjustiertes Betriebsergebnis	(0,94)	(1,24)	(1,09)	(1,56)	(2,10)	(2,82)
Adjustierte Steuern	(0,96)	(1,47)	(1,57)	(1,84)	(2,35)	(3,09)
(Steuer) / Steuerersparnis auf Finanzerträge	0,02	0,24	0,48	0,28	0,25	0,27

Werttreiberanalyse (adjustiert)

Return on net assets	2,5	3,0	8,1	6,9	8,4	10,5
RONA vor Steuern	6,6	8,4	13,4	11,4	13,7	17,3
Vorsteuer-Marge	2,6	3,7	6,0	6,1	6,6	7,6
(Bestandserhöhungen / Gesamtleistung)	0,0	0,3	(0,2)	0,0	0,0	0,0
(Andere aktivierte Eigenleist. / Gesamtl.)	(0,8)	(1,7)	(2,5)	(0,7)	(0,5)	(0,5)
Materialkosten / Gesamtleistung	(72,4)	(69,0)	(69,8)	(66,8)	(67,2)	(67,1)
Personalkosten / Gesamtleistung	(17,6)	(17,9)	(16,3)	(15,5)	(15,5)	(15,3)
Abschreibungen / Gesamtleistung	(3,1)	(4,6)	(2,6)	(4,8)	(4,4)	(3,6)
Sonstige betriebl. Erträge / Gesamtleistung	0,9	1,4	1,7	1,3	1,1	1,0
Sonstige betriebl. Aufwend. / Gesamtl.	(7,7)	(9,6)	(9,3)	(9,5)	(8,5)	(8,4)
Adjustierungen / Gesamtleistung	2,7	3,0	0,9	1,0	0,7	0,6
Zinsergebnis / Gesamtleistung	(0,2)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	0,0	0,1
Übriges Finanzergebnis / Gesamtleistung	0,0	0,7	1,5	0,5	0,4	0,4
Kapitalumschlag	2,5	2,3	2,2	1,9	2,1	2,3
Sachanlagen / Gesamtleistung	2,7	2,3	1,8	1,3	1,2	0,8
Working capital / Gesamtleistung	9,6	9,6	6,9	18,5	21,1	20,0
Übriges operatives Vermögen / Gesamtl.	24,5	29,8	30,4	10,0	16,7	13,5
Finanzanlagen / Gesamtleistung	0,3	0,3	1,0	1,0	0,8	0,7
Übriges nicht-operatives Verm. / Gesamtl.	2,3	2,2	4,7	22,7	8,1	8,8

Brain Force - Kapitalkosten und Kapitalrenditen

Kapitalkosten	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern*	2,05	1,88	1,94	2,81	2,96	3,11
Gewichteter Kapitalkostensatz nach Steuern (%)	7,0	6,5	7,0	6,7	6,8	6,8
Marktwert des Eigenkapitals	14,38	16,92	29,65	38,36	38,36	38,36
Opportunitätskosten des Eigenkapitals (%)	10,1	9,0	8,4	8,0	8,0	8,0
Langfristiger Kapitalmarktzins (%)	5,3	4,2	3,6	3,2	3,2	3,2
Risikoprämie (%)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Wert des Fremdkapitals	10,13	10,67	11,01	13,54	12,52	12,17
Anteile Dritter	0,00	0,69	0,96	0,96	0,96	0,96
Finanzverbindlichkeiten	3,38	2,94	2,49	4,50	3,30	2,20
Pensionsrückstellungen	1,60	1,89	2,16	2,49	2,40	2,72
Leasing	5,16	5,14	5,40	5,59	5,86	6,29
Fremdkapitalkosten vor Steuern (%)	6,3	5,7	5,1	4,7	4,7	4,7
Langfristiger Kapitalmarktzins (%)	5,3	4,2	3,6	3,2	3,2	3,2
Bonitätsabschlag (%)	1,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Net assets	26,92	29,71	40,36	44,32	45,81	48,89
Capital employed	25,38	25,89	22,47	36,11	35,94	36,66
Working capital	5,83	4,58	13,94	19,53	20,95	22,74
Übriges operatives Vermögen	19,55	21,31	8,53	16,58	14,99	13,92
Sachanlagen	1,40	1,21	0,97	1,11	0,85	0,58
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	0,96	3,51	4,16	9,86	8,36	7,26
Goodwill (zu Anschaffungskosten)	10,15	11,42	4,71	7,21	7,21	7,21
Leasing	5,16	5,14	5,40	5,59	5,86	6,29
Latente Steuern (aktivisch)	1,88	0,68	0,80	0,80	0,80	0,80
Lfr. übrige Rückstellungen	0,00	(0,61)	(0,03)	(0,05)	(0,06)	(0,06)
Lfr. übrige Verbindlichkeiten	0,00	(0,04)	(7,47)	(7,94)	(8,02)	(8,16)
Nicht-operatives Vermögen	1,54	3,82	17,89	8,21	9,87	12,23
Nicht betriebsnotwendige liquide Mittel	1,35	3,13	17,17	7,49	9,15	11,51
Finanzanlagen	0,18	0,69	0,72	0,72	0,72	0,72

* (WACC x Net assets) per Vorjahresende

Kapitalrenditen

Vor Steuern

Inkl. Goodwill (zu Anschaffungskosten)

Return on net assets	6,6	8,4	13,4	11,4	13,7	17,3
Return on capital employed	6,9	7,2	10,7	17,4	15,1	20,1

Nach Steuern

Inkl. Goodwill (zu Anschaffungskosten)

Return on net assets	2,5	3,0	8,1	6,9	8,4	10,5
Return on capital employed	2,6	2,3	6,5	10,5	9,2	12,2

Brain Force - Cash flow und Kennziffern aus der Shareholder value-Analyse

Cash flow (adjustiert)	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Adjustiertes Betriebsergebnis nach Steuern	0,58	0,60	1,67	2,35	3,34	4,40
Abschreibungen (Sachanl. + sonst. imm. Vermögensgeg.)	0,80	1,56	1,74	3,66	4,06	3,80
Operativer Cash flow	1,37	2,16	3,41	6,01	7,40	8,20
Veränderung working capital	(0,15)	1,25	(9,36)	(5,59)	(1,42)	(1,79)
Investitionen in Goodwill	0,00	(1,27)	0,00	(2,50)	0,00	0,00
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(1,70)	0,00	6,71	0,00	0,00	0,00
Investitionen in sonstige imm. Vermögensgegenstände	(0,76)	(1,18)	(1,83)	(1,70)	(1,90)	(2,00)
Investitionen in Sachanlagen	(0,21)	(0,40)	(0,35)	(0,60)	(0,40)	(0,43)
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(0,18)	(2,33)	0,02	(7,20)	0,00	(0,00)
Veränderung lfr. latente Steuern (aktivisch)	(0,37)	1,19	(0,12)	0,00	0,00	0,00
Sonstige (Netto-) Änderungen im übrigen op. Vermögen	(0,96)	0,67	6,60	0,30	(0,18)	(0,30)
Operativer freier Cash flow	(2,94)	0,09	5,09	(11,28)	3,50	3,68
Adjustiertes Finanzergebnis nach Steuern	0,01	0,20	0,74	0,42	0,40	0,43
Investitionen in Finanzanlagen	0,00	(0,28)	0,00	0,00	0,00	0,00
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(0,01)	(0,23)	(0,03)	0,00	0,00	0,00
Veränderung nicht betriebsnotwendige liquide Mittel	0,04	(1,77)	(14,04)	9,68	(1,66)	(2,36)
Freier Cash flow	(2,89)	(2,00)	(8,24)	(1,18)	2,24	1,74

Finanzierungsrechnung (adjustiert)

Adjustierte Zinsaufwendungen nach Steuern	(0,07)	(0,09)	(0,15)	(0,21)	(0,15)	(0,12)
Leasingraten (nach Steuern)	(0,13)	(0,14)	(0,17)	(0,16)	(0,17)	(0,18)
Zinsaufwand Pensionsrückstellungen (nach Steuern)	(0,03)	(0,04)	(0,06)	(0,06)	(0,07)	(0,07)
Anstieg / (Rückgang) Schulden	0,27	(0,43)	(0,46)	2,01	(1,20)	(1,10)
Anstieg / (Rückgang) Leasingverpflichtungen	0,96	(0,01)	0,26	0,19	0,27	0,44
Anstieg / (Rückgang) Pensionsrückstellungen	0,30	0,30	0,27	0,33	(0,09)	0,32
Anteile Dritter	0,00	0,55	0,02	(0,30)	0,00	0,00
Dividendensumme	0,00	0,00	0,00	(0,62)	(0,82)	(1,03)
Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung	1,23	2,03	15,49	0,00	0,00	0,00
Sonstige EK-Veränderungen	0,37	(0,17)	(6,96)	(0,00)	(0,00)	0,00
Gesamte Finanzierungstätigkeit	2,89	2,00	8,24	1,18	(2,24)	(1,74)

Shareholder value-Kennziffern

Marktwert EK + FK / Net assets	0,9	0,9	1,0	1,2	1,1	1,0
Enterprise value / Capital employed	0,9	0,9	1,0	1,2	1,1	1,0
Marktwert EK + FK / Adj. Ergebnis nach Steuern	41,6	34,7	16,9	18,7	13,6	10,5
Enterprise value / Adj. Betriebsergebnis nach Steuern	39,8	39,9	13,6	18,6	12,3	8,7

Brain Force - Gewinn- und Verlustrechnung

	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Umsatzerlöse	58,97	60,10	64,42	75,00	92,00	104,00
Veränderung (%)	(10,3)	1,9	7,2	16,4	22,7	13,0
Bestandserhöhungen	0,00	(0,19)	0,12	0,00	0,00	0,00
Aktivierete Eigenleistungen	0,45	1,06	1,67	0,50	0,50	0,50
Gesamtleistung	59,42	60,97	66,21	75,50	92,50	104,50
Veränderung (%)	(10,0)	2,6	8,6	14,0	22,5	13,0
Materialkosten	(43,03)	(42,04)	(46,20)	(50,40)	(62,20)	(70,10)
Veränderung (%)	(10,9)	(2,3)	9,9	9,1	23,4	12,7
Personalkosten	(10,45)	(10,92)	(10,80)	(11,70)	(14,30)	(16,00)
Veränderung (%)	3,1	4,5	(1,0)	8,3	22,2	11,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,53	0,83	1,11	1,00	1,00	1,00
Veränderung (%)	(37,2)	56,0	34,5	(9,9)	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(4,57)	(5,83)	(6,18)	(7,20)	(7,90)	(8,80)
Veränderung (%)	(18,0)	27,6	6,0	16,5	9,7	11,4
EBITDA	1,90	3,01	4,13	7,20	9,10	10,60
Veränderung (%)	(33,1)	57,9	37,5	74,2	26,4	16,5
Abschreibungen (Immat. Vermögensgeg. + Sachanlagen)	(1,84)	(2,82)	(1,74)	(3,66)	(4,06)	(3,80)
Veränderung (%)	(84,6)	53,6	(38,3)	110,0	10,9	(6,4)
Goodwill	(1,04)	(1,26)	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	(0,21)	(0,80)	(1,17)	(3,00)	(3,40)	(3,10)
Sachanlagen	(0,58)	(0,76)	(0,57)	(0,66)	(0,66)	(0,70)
EBIT	0,06	0,18	2,39	3,54	5,04	6,80
Veränderung (%)	n/m	180,0	n/m	48,1	42,4	34,9
Finanzergebnis	(0,14)	0,25	0,97	0,35	0,40	0,50
Zinsergebnis	(0,14)	(0,16)	(0,03)	(0,05)	0,00	0,10
Erträge / Aufwendungen aus assoziierten Unternehmen	0,00	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,00	0,60	0,00	0,00	0,00
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	(0,07)	0,43	3,36	3,89	5,44	7,30
Veränderung (%)	n/m	n/m	687,1	15,7	39,8	34,2
Ergebnis vor EE-Steuern	(0,07)	0,43	3,36	3,89	5,44	7,30
Veränderung (%)	n/m	n/m	687,1	15,7	39,8	34,2
EE-Steuern	(0,38)	(2,38)	(1,34)	(1,55)	(2,10)	(2,85)
Abgeführte EE-Steuern	(0,61)	(0,91)	(1,33)	(1,55)	(2,10)	(2,85)
Latente Steuern	0,22	(1,47)	(0,01)	0,00	0,00	0,00
Steuerquote (%)	n/m	557,1	39,7	39,8	38,6	39,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	(0,46)	(1,95)	2,03	2,34	3,34	4,45
Veränderung (%)	n/m	n/m	n/m	15,5	42,7	33,2
Anteile Dritter	0,00	(0,14)	(0,25)	(0,30)	0,00	0,00
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	(0,46)	(2,09)	1,78	2,04	3,34	4,45
Veränderung (%)	n/m	n/m	n/m	14,9	63,7	33,2
Bereinigtes Ergebnis	(0,46)	(2,09)	1,78	2,04	3,34	4,45
Veränderung (%)	n/m	n/m	n/m	14,9	63,7	33,2
Ergebnis je Aktie (€)	(0,1)	(0,5)	0,2	0,2	0,3	0,4
Veränderung (%)	(95,7)	332,0	n/m	(6,0)	63,7	33,2
Ergebnis je Aktie vor Goodwill-Afa (€)	0,2	(0,2)	0,2	0,2	0,3	0,4
Veränderung (%)	(42,8)	n/m	n/m	(6,0)	63,7	33,2
Anzahl Aktien (Mio.)	3,8	4,0	8,4	10,3	10,3	10,3

Brain Force - Bilanz

Aktiva	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Anlagevermögen	7,27	10,13	10,56	18,90	17,14	15,77
in % der Bilanzsumme	26,0	32,2	21,8	35,4	31,1	27,1
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,68	8,23	8,87	17,07	15,57	14,47
davon Goodwill	4,72	4,72	4,71	7,21	7,21	7,21
Sachanlagen	1,40	1,21	0,97	1,11	0,85	0,58
Finanzanlagen	0,18	0,69	0,72	0,72	0,72	0,72
davon nach der Equity-Methode bilanziert	0,00	0,51	0,54	0,54	0,54	0,54
Umlaufvermögen	18,78	20,64	37,12	33,75	37,10	41,55
in % der Bilanzsumme	67,3	65,6	76,6	63,1	67,4	71,5
Vorräte	0,01	0,15	0,30	0,35	0,40	0,45
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,76	14,78	17,46	23,00	24,20	25,90
Sonstige Vermögensgegenstände	1,47	1,37	0,87	1,40	1,50	1,60
Wertpapiere	0,00	0,00	3,94	4,00	4,00	4,00
davon eigene Aktien	0,00	0,00	0,41	0,41	0,41	0,41
Flüssige Mittel	2,54	4,35	14,55	5,00	7,00	9,60
Latente Steuern	1,88	0,68	0,80	0,80	0,80	0,80
davon langfristig	1,88	0,68	0,80	0,80	0,80	0,80
Summe Aktiva	27,92	31,45	48,47	53,45	55,04	58,12
Passiva						
Eigenkapital	11,05	12,70	29,86	31,28	33,80	37,23
in % der Bilanzsumme	39,6	40,4	61,6	58,5	61,4	64,1
Gezeichnetes Kapital	3,79	4,84	10,26	10,26	10,26	10,26
Kapitalrücklage	4,70	5,67	15,74	15,74	15,74	15,74
Gewinnrücklage	2,57	1,51	2,90	4,33	6,84	10,27
davon Rücklage für eigene Anteile	0,00	0,00	0,41	0,41	0,41	0,41
Anteile anderer Gesellschafter	0,00	0,69	0,96	0,96	0,96	0,96
Rückstellungen	1,60	2,50	2,20	2,54	2,46	2,78
in % der Bilanzsumme	5,7	8,0	4,5	4,8	4,5	4,8
Pensionsrückstellungen	1,60	1,89	2,16	2,49	2,40	2,72
Übrige Rückstellungen	0,00	0,61	0,03	0,05	0,06	0,06
Verbindlichkeiten	14,97	15,92	15,96	19,17	18,32	17,66
in % der Bilanzsumme	53,6	50,6	32,9	35,9	33,3	30,4
Finanzverbindlichkeiten	3,38	2,94	2,49	4,50	3,30	2,20
davon kurzfristig	3,38	2,90	2,49	4,50	3,30	2,20
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,04	5,30	5,53	6,20	6,40	6,70
Erhaltene Anzahlungen	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern	0,11	0,00	0,48	0,53	0,60	0,60
Übrige Verbindlichkeiten	6,40	7,67	7,47	7,94	8,02	8,16
davon kurzfristig	6,40	7,63	0,00	0,00	0,00	0,00
Latente Steuern	0,31	0,33	0,46	0,46	0,46	0,46
davon kurzfristig	0,00	0,33	0,46	0,46	0,46	0,46
Summe Passiva	27,92	31,45	48,47	53,45	55,04	58,12

Brain Force - Cash flow und Kapitalflussrechnung

Cash flow	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
EBITDA	1,90	3,01	4,13	7,20	9,10	10,60
Veränderung lfr. Rückstellungen	0,30	0,91	(0,31)	0,34	(0,08)	0,32
Cash flow	2,21	3,91	3,83	7,54	9,02	10,92
Veränderung working capital	(0,11)	(0,52)	(23,40)	4,09	(3,08)	(4,15)
Netto-Veränderung sonstige Aktiva	(0,23)	1,26	7,44	0,47	0,08	0,14
Operativer Cash flow	1,87	4,65	(12,14)	12,10	6,02	6,91
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	(0,76)	(2,45)	(1,83)	(4,20)	(1,90)	(2,00)
Investitionen in Sachanlagen	(0,21)	(0,40)	(0,35)	(0,60)	(0,40)	(0,43)
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(1,88)	(2,56)	0,01	(7,20)	0,00	0,00
Abgeführte EE-Steuern	(0,61)	(0,91)	(1,33)	(1,55)	(2,10)	(2,85)
Operativer freier Cash flow	(1,58)	(1,67)	(15,64)	(1,45)	1,62	1,63
Finanzergebnis	(0,14)	0,25	0,97	0,35	0,40	0,50
Investitionen in Finanzanlagen	0,00	(0,28)	0,00	0,00	0,00	0,00
Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung	1,23	2,03	15,49	0,00	0,00	0,00
Sonstige EK-Veränderungen	0,22	0,11	(0,37)	(0,30)	(0,00)	0,00
Freier Cash flow	(0,27)	0,43	0,45	(1,40)	2,02	2,13
Dividendensumme	0,00	0,00	0,00	(0,62)	(0,82)	(1,03)
Residualer Cash flow	(0,27)	0,43	0,45	(2,01)	1,20	1,10
Kapitalflussrechnung						
EBITDA	1,90	3,01	4,13	7,20	9,10	10,60
Finanzergebnis (ohne Abschreibungen auf Finanzanlagen)	(0,14)	0,25	0,97	0,35	0,40	0,50
Abgeführte EE-Steuern	(0,61)	(0,91)	(1,33)	(1,55)	(2,10)	(2,85)
Veränderung Rückstellungen	0,30	0,91	(0,31)	0,34	(0,08)	0,32
Veränderung Vorräte abzgl. erhaltener Anzahlungen	(0,06)	(0,19)	(0,15)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
Veränderung Forderungen + sonstige Vermögensg.	(0,08)	0,08	(2,18)	(6,07)	(1,30)	(1,80)
Veränderung Verbindl. aus L.u.L. + sonstige Verbindl.	(0,14)	1,43	0,50	1,19	0,35	0,44
Netto-Veränderung sonstige Aktiva	(0,00)	(0,25)	(0,00)	0,00	0,00	0,00
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	1,18	4,19	1,39	1,11	6,32	7,16
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	(0,76)	(2,45)	(1,83)	(4,20)	(1,90)	(2,00)
Investitionen in Sachanlagen	(0,21)	(0,40)	(0,35)	(0,60)	(0,40)	(0,43)
Investitionen in Finanzanlagen	0,00	(0,28)	0,00	0,00	0,00	0,00
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(1,88)	(2,56)	0,01	(7,20)	0,00	0,00
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	(2,84)	(5,69)	(2,17)	(12,00)	(2,30)	(2,43)
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,27	(0,43)	(0,46)	2,01	(1,20)	(1,10)
Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung	1,23	2,03	15,49	0,00	0,00	0,00
Dividendensumme	0,00	0,00	0,00	(0,62)	(0,82)	(1,03)
Sonstige EK-Veränderungen	(0,00)	1,71	(0,11)	0,00	(0,00)	0,00
Mittelveränderung aus Finanzierungstätigkeit	1,50	3,31	14,93	1,40	(2,02)	(2,13)
Veränderung liquide Mittel	(0,17)	1,80	14,15	(9,49)	2,00	2,60
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	2,71	2,54	4,35	18,49	9,00	11,00
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	2,54	4,35	18,49	9,00	11,00	13,60
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,27	(0,43)	(0,46)	2,01	(1,20)	(1,10)
Veränderung der Nettoliquidität	(0,44)	2,24	14,60	(11,50)	3,20	3,70

Brain Force - Kennzahlen und Ratios

	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
Investment-Kennziffern						
Marktkapitalisierung / Gesamtleistung	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4
Enterprise value / Gesamtleistung	0,3	0,3	0,2	0,5	0,4	0,3
Enterprise value / EBITDA	8,7	5,8	3,9	5,1	3,7	2,8
Enterprise value / EBITA	15,0	12,0	6,7	10,3	6,6	4,4
Enterprise value / EBIT	255,8	95,6	6,7	10,3	6,6	4,4
Enterprise value / Operativer cash flow	8,9	3,7	n/m	3,0	5,5	4,3
Operative Margen						
Operativer cash flow / Gesamtleistung	3,1	7,6	(18,3)	16,0	6,5	6,6
EBITDA / Gesamtleistung	3,2	4,9	6,2	9,5	9,8	10,1
EBITA / Gesamtleistung	1,9	2,4	3,6	4,7	5,4	6,5
EBIT / Gesamtleistung	0,1	0,3	3,6	4,7	5,4	6,5
Vorsteueremarge	(0,1)	0,7	5,1	5,2	5,9	7,0
Nachsteueremarge	(0,8)	(3,2)	3,1	3,1	3,6	4,3
Kennziffern je Aktie						
Ergebnis je Aktie (€)	(0,1)	(0,5)	0,2	0,2	0,3	0,4
KGV	n/m	n/m	13,7	18,8	11,5	8,6
KCF	7,7	3,0	n/m	3,2	6,4	5,6
Dividende je Aktie (€)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Dividendenrendite (%)	0,0	0,0	2,1	2,1	2,7	3,2
Buchwert je Aktie (€)	2,5	2,6	2,9	3,0	3,3	3,6
Kurs / Buchwert	1,5	1,4	1,0	1,2	1,1	1,0
Buchwert je Aktie abzgl. Goodwill (€)	1,3	1,6	2,4	2,3	2,6	2,9
Kurs / Buchwert (abzgl. Goodwill)	3,0	2,2	1,2	1,6	1,5	1,3
Finanzkennziffern						
Capital employed / Gesamtleistung (%)	27,2	28,2	51,7	50,3	42,4	40,1
Investitionsintensität (%)	1,6	2,6	3,3	3,0	2,5	2,3
Operativer cash flow / Investitionen (%)	194,9	294,1	(556,6)	526,2	261,8	284,2
Liquiditätskennziffern						
Gearing (%)						
Finanzverbindlichkeiten / Eigenkapital	70,9	38,6	10,0	19,0	12,6	7,4
Finanzverbindlichkeiten / Operatives Vermögen	20,9	17,1	7,3	11,8	8,4	5,3
Sonstige						
Zinsdeckung	6,8	7,7	10,4	11,0	21,2	35,5
Eigenkapitalquote (%)	17,0	24,3	51,2	44,4	47,7	51,1
Ausschüttungsquote (%)	0,0	0,0	30,4	35,1	30,7	27,7
Eigenkapitalrenditen (ROE)						
Eigenkapitalrendite vor Steuern	(0,8)	3,9	16,2	13,0	17,1	21,0
Eigenkapitalrendite nach Steuern	(5,0)	(17,9)	9,8	7,8	10,5	12,8
DVFA-Eigenkapitalrendite	(4,3)	(18,1)	8,9	7,2	11,0	13,5
Produktivitätskennziffern						
Gesamtleistung pro Mitarbeiter (€)	75.552	75.969	77.392	79.641	86.651	91.068
EBITDA pro Mitarbeiter (€)	2.421	3.746	4.831	7.595	8.525	9.237
EBITA pro Mitarbeiter (€)	1.409	1.802	2.794	3.734	4.721	5.926
Operativer Cash flow pro Mitarbeiter (€)	2.379	5.794	(14.189)	12.766	5.640	6.018

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 und/oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie keine Beteiligung am analysierten Unternehmen.

Die Concord Effekten AG und/oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie einen Handelsbestand in den besprochenen Wertpapieren.

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 LICHUNG	FAIRER WERT	KURS BEI VERÖFFENT-
21.02.2005	€ 4,50	€ 3,00
31.03.2005	€ 4,50	€ 3,10
04.07.2005	€ 5,60	€ 3,49

Die in dieser Studie angegebenen Kurse beziehen sich auf Schlusskurse des Vortags.

Zuständige Aufsichtsbehörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).