

Kurs (€) **3,05**
12 Monate H/T (€) 4,12 / 2,64

Eckdaten

Reuters Code BFCG
Bloomberg Code BFC
ISIN AT0000820659
Geschäftsjahr 31/12
Rechnungslegungsstandard IFRS
Marktkapitalisierung (Mio. €) 46,9
Adj. Anzahl Aktien (Mio.) 15,4
Streubesitz (%) ca. 79

Bewertung (x)	05	06e	07e	08e
Marktkap./Gesamtl.	0,5	0,5	0,4	0,4
Dividendenrendite (%)	2,3	2,3	2,6	3,3
EV/Ges.leistung	0,4	0,4	0,3	0,2
EV/EBIT	9,2	8,1	4,7	3,5

Kennzahl/Aktie (€)	05	06e	07e	08e
EpA (Erg./Aktie)	0,30	0,28	0,35	0,38
Dividende/Aktie	0,08	0,07	0,08	0,10
Buchwert/Aktie	3,12	3,32	3,60	3,90

Finanzdaten (Mio. €)	05	06e	07e	08e
Gesamtl.	78,0	97,0	117,0	123,0
EBIT	3,6	4,5	6,7	7,9
% Gesamtl.	4,6	4,7	5,7	6,4
EBT	3,7	4,9	7,1	8,3
% Gesamtl.	4,7	5,0	6,1	6,8
Adj. Ergebnis n. St.	3,0	4,4	5,4	5,8
% Gesamtl.	3,9	4,5	4,6	4,7

Wertentwicklung (%)	1 Mo.	3 Mo.	6 Mo.	12 Mo.
Absolute Veränderung	-1,0	-12,6	-7,9	-25,6
Rel. Veränd. zum Index	-9,1	-6,3	0,9	-38,3

Großaktionäre (%)

H. Fleischmann Privatstiftung 15,7
Beko Holding AG >5

Nächste Termine

Bericht über das 2. Quartal 28.08.2006
Bericht über das 3. Quartal 27.11.2006
Analystenkonferenz 29.11.2006

Autor

Piers Nestler, Senior Analyst
Telefon +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

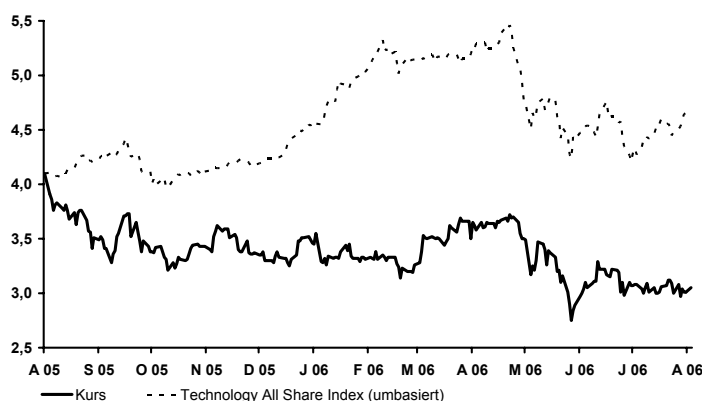
Komplexes Zahlenwerk verstellt Blick auf positive Wertschöpfung

Die aktuelle Bewertung von Brain Force impliziert eine dauerhafte Werterosion aus der kapitalmarktfinanzierten Expansionsstrategie des Konzerns. Für uns gibt es für diese letztendlich nicht nachvollziehbare Einschätzung des Markts mehrere mögliche Erklärungen, die sich im Kern auf einen Aspekt verdichten: Komplexität.

Das Problem besteht in unseren Augen aus sich teilweise überlagernden und von externer Seite schwer zu beurteilenden Effekten aus den Akquisitionen, die in Verbindung mit Sondereinflüssen oberflächlich betrachtet durchaus unterschiedliche Schlüsse zulassen. Während das EBITDA nach Akquisitionen konsolidierungsbedingt steigt, lasten auf dem EBIT Abschreibungen auf die im Rahmen der Kaufpreisallokation zu Zeitwerten bilanzierten Aktiva. Erhöht sich durch eine Übernahme die Wahrscheinlichkeit einer künftigen Verwertung von Verlustvorträgen, kommt es zwar dennoch zu einem Anstieg im Jahresüberschuss, der aber gegebenenfalls nicht ausreicht, den aus der Kapitalbeschaffung resultierenden Verwässerungseffekt zu kompensieren.

Insofern sind bei Brain Force einzelne Kennzahlen nur bedingt zur Beurteilung des Unternehmenserfolgs geeignet. Zusätzliche Erkenntnisse liefert der Shareholder value-Ansatz, der das Periodenergebnis explizit unter Berücksichtigung des dafür erforderlichen Kapitaleinsatzes bemisst. Danach ist die „Buy-and-Build“-Strategie des Konzerns werterhöhend und der modellabgeleitete faire Wert des Eigenkapitals mit rund € 68,4 Mio. deutlich höher als die aktuelle Marktkapitalisierung.

Aktienkurs (€) und Kurs relativ zum Technology All Share Index



Quelle: Thomson Financial

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
Bewertung	4
Methodik der Wertschöpfungsanalyse	4
Sensitivität der Bewertung	6
Kennzahlenbewertung	7
Finanzanalyse	11
Geschäftsmodell	14
Konzernstruktur	14
Strategie	14
Akquisitionen	15
Management	17
Geschäftsbereiche, Produkte und Dienstleistungen	17
Kundenstruktur	18
Markt- und Wettbewerbsumfeld	19
SWOT - Analyse	20
Tabellenanhang	21

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, wo sich seit 1996 nicht zuletzt aus steuerlichen Erwägungen auch der Firmensitz befindet. Den nächsten Meilenstein bildete 1999 die Börseneinführung am Neuen Markt in Frankfurt. Seither verfolgt der Konzern eine konsequente Akquisitionsstrategie. Die Zukäufe dienen dem Ziel, das Servicegeschäft um Lösungen zu erweitern und damit werthaltiger zu machen. Ein weiteres Bestreben liegt in der geografischen Erweiterung der Umsatzbasis, 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. Die 2003 zu rund 77% erworbene und anschließend umfirmierte NSE Software AG (Beratungs-/Analysesoftware) wurde mittlerweile vollständig übernommen. 2005 kam es zu Übernahmen in den Niederlanden (VAI BV) sowie in Italien (INDIS), während jüngst der Kauf der System GmbH (Deutschland) bekannt gegeben wurde.

Das Leistungsangebot des Konzerns stützt sich auf drei Bereiche: Enterprise Services sowie die lösungsorientierten Geschäftsfelder Technology and Infrastructure und Business Solutions. Die geografischen Umsatzschwerpunkte liegen in Deutschland, Italien, Österreich sowie den Niederlanden.

Zusammenfassung

Zweifel des Markts an ‚Buy-and-Build‘-Strategie

Angesichts der nach wie vor erheblichen Diskrepanz zwischen dem von uns ermittelten fairen Wert und der Marktkapitalisierung ist es dem Konzern augenscheinlich bislang nicht gelungen, den Kapitalmarkt vom Erfolg seiner ‚Buy-and-Build‘-Strategie zu überzeugen. Andererseits war Brain Force offenbar ohne größere Schwierigkeiten in der Lage, eine Kapitalerhöhung im Verhältnis 1:2 vorzunehmen. Die neuen Aktien wurden zwar überwiegend von zwei Aktionären (Karl-Friedrich Kalmund und der March.sixteen Financial Service GmbH des Aufsichtsratsmitglieds Christian Wolf) übernommen – während sich die Altaktionäre zumeist verwässern ließen –, die sie aber offenbar weiter platziert haben, da keiner Anteile von mehr als 5% gemeldet hat.

Seit 2003 rund € 30 Mio. an der Börse eingesammelt

Seit 2003 hat Brain Force rund € 30 Mio. am Kapitalmarkt aufgenommen, um sein akquisitionsgetriebenes Wachstum zu finanzieren. Bei Eigenkapitalkosten von knapp 9% ergibt sich daraus eine jährliche Renditeanforderung von rund € 2,7 Mio. nach Steuern. Bezogen auf den seither zugekauften Umsatz von rund € 45 Mio. (sowie erheblicher steuerlicher Verlustvorträge bei der ehemaligen NSE Software AG) und einer unterstellten Steuerquote von 30% entspricht dies einer EBIT-Vorgabe von rund 8,5%.

Kapitalverzinsung übersteigt Renditeanforderung

Diese Vorgabe erfüllt der Brain Force Konzern derzeit zwar noch nicht, hat aber die operative Marge seit 2003 von 0,3% auf für 2006 erwartete 4,7% deutlich erhöht. Dadurch konnten seit 2004 nicht nur die Kapitalkosten verdient, sondern begünstigt durch Sondererträge auch eine positive Wertschöpfung erzielt werden. Die Akquisitionen des Jahres 2005 haben dazu allerdings noch keinen Beitrag geleistet. Nach den IFRS-Vorschriften ist bei einem Unternehmenserwerb eine Kaufpreisallokation vorzunehmen, bei der die Anschaffungskosten auf die erworbenen Vermögenswerte verteilt werden müssen und nur der verbleibende Restbetrag als Goodwill angesetzt werden kann. Im Fall der 2005 übernommenen Gesellschaften hatte dies zur Folge, dass sie zwar € 0,54 Mio. zum EBITDA beisteuerten, was auf Jahresbasis einer auf den Kaufpreis von insgesamt € 9,0 Mio. bezogenen Kapitalrendite von rund 12% entspricht. Durch die Abschreibungen aus der Zuschreibung der Aktiva auf die beizulegenden Zeitwerte reduzierte sich der Ergebnisbeitrag auf EBIT-Ebene dagegen auf € 0,03 Mio.

Positive Wertschöpfung trotz massiver Vermögensausweitung

Angesichts tendenziell weiter steigender Margen sollte die Wertschöpfung bei Brain Force auch in den kommenden Jahren positiv ausfallen, trotz der übernahmebedingten Vermögensausweitung. Darin spiegelt sich die strategische Zielsetzung des Konzerns, sich einerseits breiter und stabiler aufzustellen als reine Softwareanbieter (Risikominimierung), andererseits aber ertragsstärker als klassische IT-Dienstleister zu agieren.

Scharmützel mit der Beko Holding

Nicht hilfreich für den Aktienkurs dürften die Scharmützel mit der Beko Holding sein, Österreichs größter börsennotierter Holdinggesellschaft im Technologiebereich, die seit gut einem Jahr Anteile an Brain Force hält. Unklar ist, welche Interessen Beko bei Brain Force verfolgt. Die beiden Investoren, die die jüngste Kapitalerhöhung bei Brain Force garantierten, erhielten dafür eine Provision. Beko sieht darin eine Ungleichbehandlung der Aktionäre und hat Brain Force auf Schadensersatz verklagt.

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

**Return versus
Kapitalkosten**

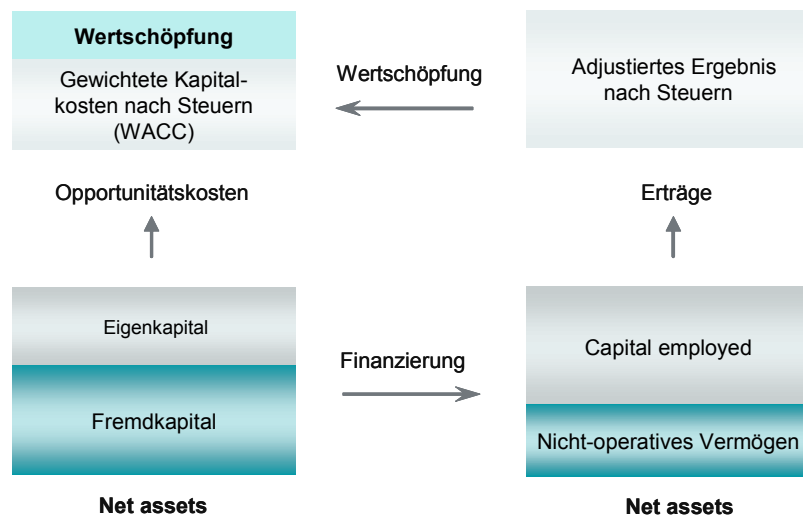
Bewertung

Zur Ermittlung des Unternehmenswerts haben wir zwei unterschiedliche Bewertungsmodelle herangezogen, die auf den im Kapitel Finanzanalyse skizzierten sowie im Anhang ausführlich dargestellten Ergebnis- und Bilanzschätzungen basieren. Beide Methoden lassen für die Aktie von Brain Force eine deutliche Unterbewertung erkennen. Nachfolgend ist die Herleitung der Ergebnisse dargestellt, zunächst unabhängig vom aktuellen Bewertungsniveau vergleichbarer Unternehmen auf Basis einer Wertschöpfungsanalyse, daran anschließend marktabweitert mittels einer Peer group-Analyse.

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

Mehrstufiger Prozess

Der faire Wert des Eigenkapitals leitet sich aus einem mehrstufigen Prozess ab. Zunächst wird die Wertschöpfung für den konkreten Prognosezeitraum (2006e-2008e) ermittelt. Sie ergibt sich aus der Differenz zwischen den adjustierten Ergebnissen nach Steuern und den gewichteten Kapitalkosten (WACC) des investierten Kapitals. Die Wertschöpfung der Folgezeit wird in einem in zwei Phasen aufgeteilten Terminal value berücksichtigt. Die Addition des Vermögens (Net assets) per 31.12.2005 sowie der seitherigen Kapitalerhöhung führt zum Unternehmenswert, der anschließend auf den Betrachtungszeitpunkt aufgezinst wird. Von ihm werden die zum Bilanzstichtag 2005 ausstehenden zinstragenden Verbindlichkeiten abgezogen, um zum fairen Wert des Eigenkapitals zu gelangen.

Steigende Margen kompensieren zunehmende Kapitalintensität

Nach der hier verwendeten Definition beläuft sich das Vermögen von Brain Force derzeit auf knapp € 65 Mio., das aus der Passivseite der Bilanz dem im Unternehmen gebundenen Eigen- und verzinslichen Fremdkapital (einschließlich nicht bilanzierter Leasingverpflichtungen) entspricht. Aufgrund der Akquisitionen und den damit verbundenen Kapitalerhöhungen ist die Vermögensbasis von Brain Force in den vergangenen Jahren stark gestiegen (CAGR 2003-2006E rund 32%). Dadurch hat sich zwar der Kapitalumschlag verringert, was aber mit einer deutlichen Margenverbesserung einherging. Der Margeneffekt wäre ohne die akquisitionsbedingten Abschreibungen, die sich aus den nach IFRS gebotenen Zuschreibungen auf die beizulegenden Zeitwerte der übernommenen Aktiva ergeben, noch stärker ausgefallen. Bewertungstechnisch ist die allerdings insofern irrelevant, als die Abschreibungen nicht cashwirksam sind. Insgesamt betrachtet ist die ‚Buy-and-Build‘-Strategie von Brain Force bereits jetzt werterhöhend, da die Vermögensrendite die Kapitalkosten übersteigt. Dies gilt nicht nur für die Betrachtung vor Steuern, sondern auch nach Steuern, obwohl wir in unserem Shareholder value-Modell den Steueraufwand um latente Steuern bereinigen und auf die tatsächlich gezahlten Steuern abstellen.

Wertschöpfungsmarge als Differenz aus RONA und WACC

	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
Wertschöpfungsmarge (%)	1,6	0,2	2,1	0,4	1,4
Return on net assets (%)	8,1	7,2	8,4	7,9	8,8
WACC (%)	6,5	6,9	6,3	7,5	7,4

Quelle: Concord Equity Research

In der konkreten Prognoseperiode bis 2008 ergibt sich aus den Ergebnis- und Bilanzschätzungen ein Anstieg des RONA auf knapp 9%. Dieses Niveau haben in der ersten der beiden Terminal value-Phasen bis 2013 mit

Herleitung des Fair value über Wertschöpfungsanalyse und DCF-Verfahren

Mio. €

	Wert-schöpfung	Freier Cash flow	Diskontie-rungsfaktor	Wertschöp-fung (PV)	Freier Cash flow (PV)*
12/2006e	1,04	1,34	0,9407	0,98	1,26
12/2007e	0,30	1,68	0,8754	0,26	1,47
12/2008e	1,03	2,43	0,8149	0,84	1,98
Terminal- / Continuing value				14,78	76,83
Summe				16,85	81,54
Net assets (12/2005)*				64,69	
Fairer Wert (EK + FK)				81,54	81,54
Adjustierungsfaktor per 21/08/2006					1,040
Fairer aktueller Wert (EK + FK)					84,8
Verbindlichkeiten (12/2005)					(16,4)
Fairer Wert des Eigenkapitals					68,4
Marktkapitalisierung					46,9
Kurspotenzial (%)					46
Fair value je Aktie (€)					4,40
Modellparameter	(2009 - 2013)	(ab 2014)			
RONA (%)	9,0	7,5			
CAGR Net assets (%)	5,0	2,5			
Netto-Investitionsrate (%)	55,6	33,3			
WACC (%)	7,3	6,7			

Quelle: Concord Equity Research

9% fortgeschrieben, während wir den Return in der Zeit danach mit 7,5% angesetzt haben. Gegenüber unserem Update vom Dezember markiert dies eine Rücknahme der Kapitalrenditen um 1,0 bzw. 0,5 Prozentpunkte, die auf dem höheren Wachstum der Net assets beruht (Anpassung von 4,0% auf 5,0% für den Zeitraum 2008-2013e). Dabei ist allerdings zu bedenken, dass ein Teil des Vermögenszuwachses auf liquiden Mitteln von rund € 15 Mio. beruht, die Brain Force noch für weitere Akquisitionen zur Verfügung stehen, zwischenzeitlich aber die Kapitalverzinsung drücken. Der Diskontierungssatz (WACC) wurde unter folgenden Annahmen ermittelt:

- einem implizierten Steuersatz von konstant 35%;
- einem risikolosen Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe) von aktuell knapp 3,9%;
- einer Risikoprämie auf das Eigenkapital von 4,0%.

Daraus ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von rund € 68,4 Mio., der damit zwar um rund € 9 Mio. über dem Ergebnis unseres vorangegangenen Updates liegt, den Substanzzuwachs durch die Kapitalerhöhung allerdings nicht ganz widerspiegelt. Der Grund dafür sind die seither um gut 40 Basispunkte gestiegenen Kapitalmarktzinsen.

Sensitivität der Bewertung

Damit sich Investoren ein Bild über den Einfluss unterschiedlicher Annahmen auf die Bewertung machen können, sind nachfolgend die Sensitivitäten hinsichtlich der wichtigsten Prämissen dargestellt. Die Auswirkung auf den fairen Wert wird anhand des prozentualen Kurspotenzials bzw. -risikos gezeigt.

Beim mittelfristigen Return führt eine Änderung der Returnannahme um einen Prozentpunkt zu einer Änderung des Kurspotenzials um rund 6 Prozentpunkte. Zwar ist der Einfluss bei einer Variation des langfristigen Returns erwartungsgemäß deutlich stärker, aber der modellabgeleitete faire Wert würde selbst dann nicht unter das aktuelle Kursniveau sinken, wenn der Konzern langfristig lediglich seine Kapitalkosten verdient. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass der Markt bei Brain Force eine dauerhafte Werterosion unterstellt.

RONA-Sensitivitätsanalyse

Kurspotenzial in Abhängigkeit vom RONA

	Concord				
	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0
Mfr. RONA (%)	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0
Kurspotenzial (%)	34	40	46	52	58
Lfr. RONA (%)	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
Kurspotenzial (%)	(13)	17	46	75	104

Quelle: Concord Equity Research

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-

Kurspotenzial bei unterschiedlichen Prämissen

Marktbewertung impliziert Werterosion

Frage der Risikoeinschätzung

**Einfluss der
Kapitalmarktzinsen**

**Kein Unternehmen mit
deckungsgleichem
Profil**

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	40	34

Quelle: Concord Equity Research

Faktors haben wir mit 1,2 angesetzt. Er bezieht sich allerdings lediglich auf die mittelfristige Periode, während wir langfristig eine Konvergenz auf 1 das Beta des Gesamtmarkts von 1 unterstellt haben.

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 weiteren halben Prozentpunkt erhöhen, ergibt sich ceteris paribus im Modell ein um rund 19 Prozentpunkte niedrigeres Kurspotenzial.

Zinssensitivitäts-Analyse

Kurspotenzial nach einer Zinsänderung

	Concord				
Lfr. Kapitalmarktzins (%)	2,9	3,4	3,9	4,4	4,9
Kurspotenzial (%)	98	69	46	27	12

Quelle: Concord Equity Research

Kennzahlenbewertung

Die Kennzahlenanalyse dient dazu, anhand von Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen eine Relativbewertung für Brain Force zu ermitteln. Mit Atoss Software, Beta Systems, Cenit, Fabasoft, Integralis, und secunet haben wir sechs Vergleichsunternehmen ausgewählt, deren Geschäftsschwerpunkte die Bereiche IT-Services und Software bilden. Ferner wurde

Bewertungskennziffern der Vergleichsunternehmen

auf Basis 2006e und 2007e

	Kurs am 20.8.2006	Markt- kap. (in Mio.)	EV (in Mio.)	KGV		EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT	
				2006e	2007e	2006e	2007e	2006e	2007e	2006e	2007e
IT/Software											
Articon Integralis	3,10	35,5	23,6	25,8	n.a.	0,21	n.a.	8,4	n.a.	n.a.	n.a.
Atoss Software AG	7,62	30,7	23,0	19,1	17,7	1,04	0,97	7,7	6,4	9,2	7,9
Beta Systems	4,40	39,0	32,1	n.m.	20,3	0,33	0,31	n.m.	4,3	n.m.	9,0
CENIT AG	30,06	125,8	111,2	15,4	13,4	1,37	1,29	8,9	7,7	10,0	8,7
Fabasoft	4,50	42,6	21,1	23,7	18,0	0,76	0,69	5,1	4,2	9,9	6,9
secunet	8,56	56,5	53,9	20,1	15,9	1,29	1,12	12,4	9,3	14,6	9,4
Mittelwert (ohne Extrema)				21,0	17,2	0,86	0,93	8,3	6,1	9,9	8,5
Brain Force				10,7	8,7	0,35	0,29	3,6	2,9	7,4	5,0

Quelle: Thomson Financial, Concord Equity Research

Massiver Abschlag zu den Vergleichsunternehmen

auf eine einheitliche Unternehmensgröße geachtet, um eine Vergleichbarkeit zu gewährleisten, auch wenn sich die Geschäftsmodelle sowie Produkt- und Dienstleistungsportfolios teilweise deutlich unterscheiden.

Um die Ermittlung des angemessenen Werts auf eine breite Basis zu stellen, haben wir mehrere Multiplikatoren ausgewählt und jeweils die Schätzungen für zwei Geschäftsjahre herangezogen. Als Referenzzeitraum dienen die Jahre 2006 und 2007. Im Einzelnen haben wir den Enterprise value (EV) im Verhältnis zum Umsatz, EBITDA und EBIT sowie das KGV berücksichtigt. Aus der Tabelle auf der vorherigen Seite geht hervor, dass sich sämtliche Multiplikatoren von Brain Force deutlich unter den um Extremwerte bereinigten Durchschnittsdaten der Peer group bewegen. Mithin liegt der aus dem Marktvergleich abgeleitete angemessene Eigenkapitalwert erheblich über dem aktuellen Kursniveau. Er wird durch die Multiplikation der Kennziffern mit den Schätzdaten von Brain Force ermittelt und übertrifft mit rund € 88,2 Mio. bzw. € 5,70 je Aktie auch noch klar das Ergebnis des Shareholder value-Modells.

Eigenkapitalwert laut Kennzahlenanalyse

auf Basis 2006e und 2007e, Angaben in Mio. €

	Auf Grundlage der Marktkapitalisierung	Auf Grundlage des Enterprise value
Enterprise value		73,7
Nettoliiquidität		13,3
Wert des Eigenkapitals	92,1	87,0
Anteil am gewichteten Mittelwert	25%	75%
Gewichteter Eigenkapitalwert		88,2
Anzahl Aktien (in Mio.)		15,4
Wert je Aktie (in €)		5,7

Quelle: Thomson Financial, Concord Equity Research

Atoss Software

Peer group-Unternehmen

Die Atoss Software AG entwickelt und vertreibt Software sowie Hardware, die in Verbindung mit Beratungsleistungen Komplettlösungen für einen effizienten Personaleinsatz in Unternehmen und öffentlichen Einrichtungen bilden. 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 den Abbau von Überstunden, Leerlaufzeiten und Zuschlägen für Sonderschichten. Neben der Nutzung von Einsparpotenzialen steht die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und Mitarbeiterzufriedenheit im Mittelpunkt. Der Umsatzschwerpunkt liegt in den deutschsprachigen Märkten, die Zahl der Mitarbeiter bei rund 180.

Beta Systems

Beta Systems ist ein 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,

Cenit

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 rund 750 Mitarbeitern ist Beta Systems mit Niederlassungen und Tochtergesellschaften in vielen europäischen Ländern sowie in Nordamerika vertreten.

Die Gesellschaft implementiert im PLM-Umfeld IT-Systeme in den Bereichen Entwicklung, Konstruktion und Produktion als Partner von Dassault und SAP. Im Bereich Workflow- und Dokumenten-Management ist Cenit zudem in Europa der mit Abstand wichtigste und weltweit der zweitgrößte Partner des US-Softwarehauses FileNet. Darüber hinaus vertreibt und implementiert Cenit die Standardsoftware anderer führender Hersteller, bietet umfassende Service-Leistungen an und fungiert als Outsourcing-Partner. Das in der Vergangenheit umsatzstarke aber margenschwache Hardware-Geschäft wird nach und nach zurückgeführt. Gleichzeitig steigt die Bedeutung eigener Softwarelösungen. Zu den Kunden gehören Automobilhersteller sowie zahlreiche Großunternehmen verschiedener Branchen. Mehr als 90% des Umsatzes erwirtschaftet Cenit in Deutschland. Auch die mehr als 500 Beschäftigten des Konzerns sind vorwiegend im Heimatmarkt konzentriert.

Fabasoft

Als Hersteller von Standardsoftware für Electronic Government und Enterprise Content und Records Management betreut Fabasoft überwiegend Großkunden aus den Bereichen der Bundesministerien, Landesverwaltungen, Kommunen und Interessenvertretungen in Österreich, Deutschland, der Schweiz, Großbritannien und der Slowakei. Fabasoft zeichnet sich durch ein ganzheitliches Produkt- und Dienstleistungsangebot aus. Das Fabasoft Leistungsportfolio umfasst den gesamten E-Government-Bereich. Die Lösungen erstrecken sich von der Einbringung von Anträgen via Internet (Fabasoft eGov-Forms) über die elektronische Geschäftsfallbearbeitung (Fabasoft eGov-Suite) bis hin zur elektronischen Zustellung von Schriftstücken (Fabasoft Zustellung, Fabasoft ZS, Fabasoft VPS) und deren revisionssicheren Archivierung (Fabasoft iArchive und Fabasoft iArchiveLink). Das 1988 gegründete Unternehmen beschäftigt rund 250 Mitarbeiter.

Integralis

Die Integralis AG (vormals Articon-Integralis) ist ein führender europäischer Anbieter für IT-Security Systeme. Das Unternehmen bietet unter dem Markennamen Integralis 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. Zu den Kunden gehören zahlreiche europäische und US-Konzerne sowie Regierungsbehörden. Die deutsch-britische Gesellschaft mit Hauptsitzen in Theale/Reading und Ismaning/München unterhält derzeit 17 Niederlassungen in sechs Ländern und beschäftigt weltweit rund 400 Mitarbeiter.

secunet

Die secunet Security Networks AG ist Anbieter hoch komplexer IT-Sicherheitssysteme. Geschäftsfelder sind Identity Management (elektronische Unterschriften und Public Key Infrastrukturen, Biometrie, Authentifi-

zierung, 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 Bezahlssysteme), Sicherheitsberatung und -management (z.B. Sicherheitsanalysen, -konzepte und -richtlinien, Auditing, Business Continuity) und SINA® (Sichere Internetzwerk Architektur zur Realisierung höchster Vertraulichkeit in einem Virtuellen Privaten Netzwerk). Zu den Kunden zählen die Mehrzahl der DAX 30 Unternehmen sowie ausländische Konzerne und Mittelständler. secunet beschäftigt rund 220 Mitarbeiter in sieben Niederlassungen in Deutschland sowie an Standorten in der Schweiz und der Tschechischen Republik.

Finanzanalyse

Anstieg der EBITDA-Marge in 2005 von 6,4% auf 7,9%

Im Geschäftsjahr 2005 erzielte der Brain Force Konzern ein organisches Umsatzwachstum von rund 10,5% und expandierte damit schneller als der Gesamtmarkt. Einschließlich der zur Jahresmitte (INDIS) bzw. zum 1. August (VAI) akquirierten Unternehmen weiteten sich die Erlöse 18,9% auf € 76,6 Mio. aus. Das EBITDA erreichte knapp € 6,1 Mio., nach € 4,1 Mio. im Vorjahr, wodurch sich die auf den Umsatz bezogene Marge von 6,4% auf 7,9% verbesserte. Ursprünglich hatte Brain Force allerdings unter Berücksichtigung des bei der BHW Leben übernommenen Bestandsführungssystems ein EBITDA von rund € 7,7 Mio. in Aussicht gestellt. Aufgrund der Vertragsausgestaltung der von FJH stammenden Anwendung taucht ein erheblicher Teil dieses Auftrags jedoch im Rahmen der IFRS-Bilanzierung nicht im Umsatz von Brain Force auf, sondern wird vielmehr im Finanzergebnis erfolgswirksam. Bereinigt um die Übernahmen belief sich das EBITDA auf die ursprünglich von Brain Force prognostizierten € 5,5 Mio., worin allerdings ein Sonderertrag von € 0,75 Mio. aus dem Verkauf der Rechte am B-100 Load Balancer an die Kemp Technologies enthalten ist.

Akquisitionen haben Kapitalkosten verdient

Auf EBIT-Ebene wurde der Ertragszuwachs aus den Akquisitionen hingegen wieder aufgezehrt. Aufgrund erhöhter Abschreibungen aus der im Rahmen der Kaufpreisallokation identifizierten Vermögenswerte hat der EBIT-Anstieg (+49,8%) weitgehend die Entwicklung des EBITDA (+46,3%) nachvollzogen. Hierbei handelt es sich allerdings lediglich um ein den IFRS-Richtlinien geschuldetes Darstellungsproblem, hinter dem kein – bewertungstechnisch relevanter – Mittelabfluss steht. Wären die übernommenen Aktiva zu Buchwerten ausgewiesen worden, hätte sich zwar ein höherer Goodwill ergeben, auf den aber keine planmäßigen Abschreibungen anfallen. Entscheidend dafür, ob die Akquisitionen wertsteigernd sind, ist die Rendite auf den Kaufpreis. Brain Force hat für INDIS und VAI, die für sechs bzw. fünf Monate konsolidiert wurden, insgesamt rund € 9,0 Mio. aufgewendet. Rechnet man die Ergebnisbeiträge vor akquisitionsbedingten Abschreibungen auf das Gesamtjahr hoch, betrug der Ergebnisbeitrag beider Gesellschaften rund € 1,2 Mio. Bezogen auf den Kaufpreis entspricht dies einer Rendite, die nach Steuern in etwa den Eigenkapitalkosten des Konzerns entspricht. Zusätzliche Wertbeiträge sollten sich nach der Integration der Aktivitäten aus deren Wachstum sowie den avisierten, aber nicht bezifferten Synergieeffekten ergeben.

Latente Steuern sorgen für Sprung beim Jahresüberschuss

Das Finanzergebnis belief sich auf knapp € 0,1 Mio., nach € 0,97 Mio. im Vorjahr, das erhebliche Erträge aus dem Verkauf von Finanzanlagen enthielt. Während das Ergebnis vor Steuern dadurch lediglich um knapp 10% auf € 3,7 Mio. vorankam, machte der Jahresüberschuss einen Sprung um € 1,1 Mio. auf € 3,1 Mio. Damit betrug die Steuerquote lediglich 14,9%, verglichen mit 39,7% im Vorjahr. Zwar stieg der laufende Steueraufwand 2005 um € 0,67 Mio. auf € 1,83 Mio., dem aber ein latenter Steuerertrag von € 1,29 Mio. gegenüberstand. Er resultierte aus dem geplanten Squeeze out bei der Brain Force Financial Solutions AG, der die Voraussetzung bildete, um die Verlustvorträge der Gesellschaft auch bei der deutschen Brain Force Software GmbH zu nutzen.

Deutlicher Anstieg der Bilanzsumme

Nach Minderheitsanteilen und auf Basis einer nach der Kapitalerhöhung 2004 um weitere 21% gestiegenen Anzahl der durchschnittlich ausstehenden Aktien erreichte der Gewinn je Aktie € 0,30, nach € 0,21 im Vorjahr. Die Dividende wurde von € 0,06 auf € 0,08 je Anteilsschein angehoben.

Durch die Akquisitionen kam es zu einer starken Ausweitung der Bilanzsumme um rund 31% auf € 63,6 Mio. dar. Die größten Veränderungen gab es beim Goodwill (+ € 5,4 Mio. auf € 10,1 Mio.) sowie bei den Forderungen (+ € 7,3 Mio. auf € 24,8 Mio.). Dazu trugen zum einen Konsolidierungseffekte sowie eine verzinsliche Forderung (€ 2,3 Mio.) aus dem Auftrag der BHW Leben bei, zum anderen aber auch eine in Einzelfällen offenbar markante Ausweitung der Zahlungsziele. Durch die Kapitalerhöhung im April hat sich die Bilanz nochmals deutlich verlängert. Die liquiden Mittel hat Brain Force in einer Vorabmeldung zum zweiten Quartal zum 30.6. mit € 22,5 Mio. angegeben.

2006 organisches Wachstum von 8% erwartet

Vor der jüngsten Übernahme ging Brain Force für das laufende Jahr von einem Umsatzwachstum von 17% auf € 90 Mio. aus. Dies unterstellt ein organisches Wachstum von rund 8%, während die Differenz aus der ganzjährigen Konsolidierung der beiden Übernahmen resultiert. Das EBITDA sollte um rund 50% auf € 9,0 Mio. steigen, während beim EBIT aufgrund eines um rund € 2,0 Mio. erhöhtes Abschreibungsvolumen ‚nur‘ ein Plus von 25% auf € 4,5 Mio. in Aussicht gestellt wurde.

Starke Zuwachsraten im ersten Halbjahr

Das neue Geschäftsjahr ist stark angelaufen, wobei der Schwung aus dem ersten Quartal nach den vorläufigen Zahlen zum ersten Halbjahr nicht ganz beibehalten werden konnte. Der Umsatz hat sich nach den ersten sechs Monaten nicht zuletzt akquisitionsgetrieben auf € 42,9 Mio. erhöht, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr von 26,7% entspricht. Das organische Umsatzwachstum gibt der Konzern mit 6,8% an. Das EBITDA konnte gegenüber dem Vorjahr um 82,5% auf € 3,26 Mio. ausgeweitet werden, beim EBIT betrug das Plus 91,7% (auf € 1,61 Mio.). In den Zahlen ist allerdings ein Sonderertrag (Abstandszahlung aus Mietvertrag) in Höhe von € 0,42 Mio. enthalten. Bereinigt um diesen Effekt stieg die EBIT-Marge auf von 2,5% auf 2,8%.

Positiver Steuereffekt aus Verlustvortrag

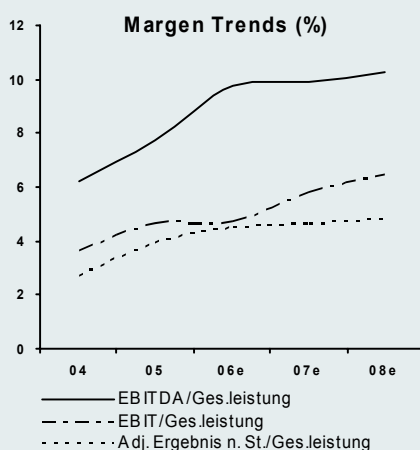
Das Ergebnis je Aktie hat sich trotz erhöhter Aktienanzahl von € 0,03 im Vorjahr auf € 0,15 verfünffacht, wozu ein positiver Steuereffekt aus einer weiteren teilweisen Aktivierung des Verlustvortrags der Brain Force Financial Solutions in Höhe von rund € 60 Mio. maßgeblich beitrug. Mitte Juli hatte der Konzern den noch ausstehenden Streubesitz von knapp 5% übernommen und kann nun die Gesellschaft rückwirkend zum 1. Januar 2006 auf die deutsche Brain Force Software GmbH verschmelzen. Die daraus resultierende steuerliche Entlastung der deutschen Gesellschaften bezifferte Brain Force allein für das erste Quartal 2006 auf rund € 0,2 Mio.

Übernahme der System GmbH

Ende Juni gab Brain Force die Übernahme der System GmbH mit Sitz in Langen bekannt, einem internationalen Anbieter von IT-Infrastruktur- und Business-Lösungen. Die Gesellschaft, die 2005 einen Umsatz von knapp € 17 Mio. und ein geschätztes EBIT von rund € 1,0 Mio. erwirtschaftete, soll ab 1. Oktober konsolidiert werden. Während sich damit der Konzernumsatz von Brain Force im laufenden Jahr in Richtung € 95,0 Mio. erhöhen dürfte, erwarten wir aufgrund der zuvor dargestellten Abschreibungsproblematik auf EBIT-Ebene keine nennenswerten Auswirkungen, da der

Abmilderung des Verwässerungseffekts

EBIT-Marge noch ausbaufähig



Quelle: Concord Equity Research

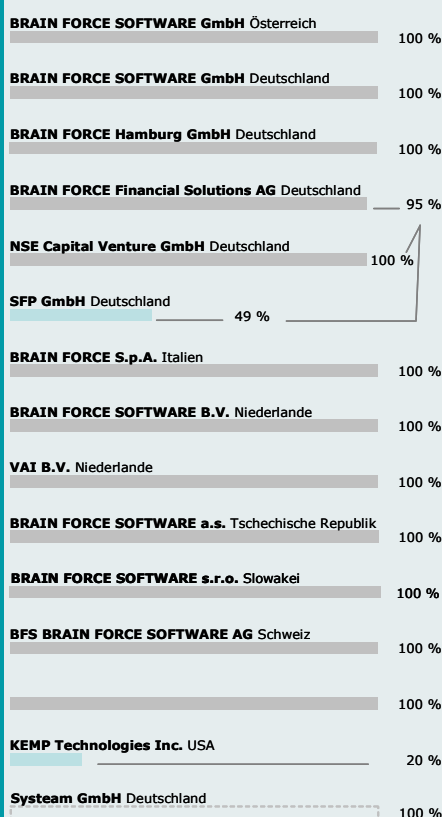
positive EBITDA-Effekt von abermals erhöhten Abschreibungen kompensiert werden dürfte.

Ganzjährig haben wir daher für unsere Schätzungen ein EBIT von € 4,5 Mio. unterstellt, das sich an der ursprünglichen Prognose des Unternehmens orientiert und einem Plus von gut 25% entspricht. Der Umsatzeffekt aus der dreimonatigen Konsolidierung der Systems sorgt allerdings dafür, dass sich die EBIT-Marge nur leicht von 4,6% auf 4,7% ausweitet. Bei einem durch den Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung verbesserten Finanzergebnis könnte hingegen der Jahresüberschuss aufgrund der erwähnten Steuerentlastung deutlich stärker zulegen und damit den kapitalbedingten Verwässerungseffekt erheblich abmildern. Aus heutiger Sicht gehen wir für das laufende Jahr von einem Anstieg des Konzernüberschusses von rund 45% auf knapp 4,4 Mio. aus, was bei 15,38 Mio. ausstehenden Stücken einem Ergebnis je Aktie von € 0,28 entspricht, nach € 0,30 im Vorjahr (auf Basis von 10,16 Mio. Stücken).

Für die beiden kommenden Jahre haben wir ein organisches Umsatzwachstum von 6-8% unterstellt. Mit der nicht zuletzt durch die Übernahmen vorangetriebenen Entwicklung zum lösungsorientierten IT-Dienstleister, steigenden Produkterlösen und zunehmenden Skaleneffekten sollte die EBIT-Marge noch deutlich ausbaufähig sein. Konkret erwarten wir für 2007 eine Ausweitung auf 5,7%, gefolgt von einer Zunahme auf 6,4% im Jahr 2008. Das Ergebnis unterm Strich könnte 2007 durch zusätzlich anrechenbare Ergebnisbeiträge aus der System-Übernahme noch einmal von der Aktivierung latenter Steuern profitieren. Solange es nicht zu weiteren Übernahmen kommt, erscheint uns für die Folgejahre ein neutraler Effekt aus der Aktivierung und Auflösung latenter Steuern als derzeit plausibelste Annahme.

Vom Projektdienstleister zum lösungsorientierten IT-Konzern

Konzernstruktur der Brain Force Holding AG



Quelle: Brain Force Holding

Geschäftsmodell

Die Brain Force Holding AG ist ein IT-Unternehmen, das mittels einer akquisitionsorientierten ‚Buy-and-Build‘-Strategie die kontinuierliche Entwicklung vom reinen Projektdienstleister zum internationalen, lösungsorientierten IT-Konzern anstrebt. Zur Finanzierung der Übernahme der System GmbH hat der Konzern erst jüngst wieder den Kapitalmarkt angezapft – Kapitalerhöhungen dürften auch künftig ein regelmäßiges Phänomen bei Brain Force sein.

Konzernstruktur

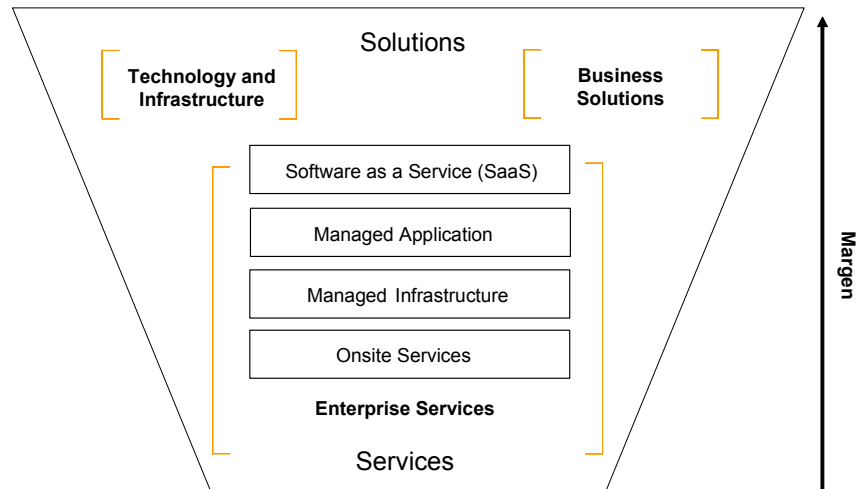
Um der Akquisitionsstrategie auch organisatorisch Rechnung zu tragen, hat sich der Konzern 2005 eine Holdingstruktur verpasst und damit die bisherige Spartengliederung zugunsten einer vertriebsorientierten Organisationsform aufgegeben. Mit dieser Neuausrichtung sollen Synergieeffekte aus den Übernahmen 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. Für den Konzern sind einschließlich der System gut 1.250 Mitarbeiter tätig, davon etwa 300 auf freiberuflicher Basis. Hauptumsatzträger ist das Deutschlandgeschäft mit einem Anteil von rund 50%, gefolgt von Italien (gut 28%) und Österreich (knapp 16%).

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

Der Markt von Brain Force wird weiterhin von einer fast unüberschaubaren Zahl von Anbietern geprägt. Vor allem bei Großkunden besteht hingegen zunehmend das Bestreben, die Zusammenarbeit mit IT-Dienstleistern zu konsolidieren und auf weniger Partner zu konzentrieren. An dem dadurch angestoßenen Konsolidierungsprozess will Brain Force offensiv mitwirken. Zunehmende Bedeutung erfährt dabei aus Sicht von Brain Force der Bereich Managed Applications, da er die Schnittstelle zwischen Produkt-Know-how und Dienstleistungskompetenz bildet. Je lösungsorientierter und geschäftskritischer das Angebot bzw. die Aufgabenstellung ist, umso eher kann der Applikationsprovider beim Kunden eine Schlüsselposition einnehmen und sich vom Wettbewerb differenzieren. Zudem erwächst aus der höheren Verantwortung eine stärkere Kundenbindung. Damit verbunden ist die Wahrscheinlichkeit, als bevorzugter Partner auch noch Aufträge für ‚einfachere‘ Standarddienstleistungen zu erhalten, um die Marktposition bei klassischen IT-Services abzusichern.

Stärker lösungsorientiertes Dienstleistungsangebot



Quelle: Brain Force, Concord Equity Research

Daher will Brain Force im Servicesegment die Wertigkeit seines Angebots weiter erhöhen, da bei Projekten im Produktumfeld deutlich höhere Tagesätze durchgesetzt werden können. Dahinter steckt das strategische Ziel, breiter und stabiler aufgestellt zu sein als reine Softwareanbieter (Risikominimierung), aber ertragsstärker als klassische IT-Dienstleister. Für das Geschäftsportfolio von Brain Force bilden Kompetenzfelder wie Managed Applications, Managed Infrastructure, Onsite Services und 'Software as a Service' das Bindeglied zwischen den beiden lösungsorientierten Segmenten (Technology and Infrastructure sowie Business Solutions) auf der einen und dem Dienstleistungsbereich (Enterprise Services) auf der anderen Seite. Durch die Erweiterung der Angebotspalette und eine stärkere Integration mit den lösungsorientierten Segmenten sollen das Kompetenzniveau des Bereichs Enterprise Services erhöht und erweiterte Cross-Selling-Potenziale geschaffen werden.

Die Akquisitionsstrategie von Brain Force zielt mithin auf eine Stärkung und Erweiterung der Kernkompetenzen, um einerseits die Kundenbindung zu erhöhen und andererseits mittels eines aufgewerteten und skalierbaren Angebotsportfolio die Ertragskraft zu steigern. Dahinter steckt die Erwartung, dass für die Vergabe von Managed Service-Aufträgen das Applikations-Know-how entscheidend ist und klassische IT-Service-Aufträge zunehmend den Managed Service-Provider gehen werden. Gleichwohl dürfte es auch in Zukunft zu Übernahmen von reinen Serviceanbietern kommen, da durch sie ein schneller und kostengünstiger Einstieg in neue Märkte erreicht werden kann.

Akquisitionen

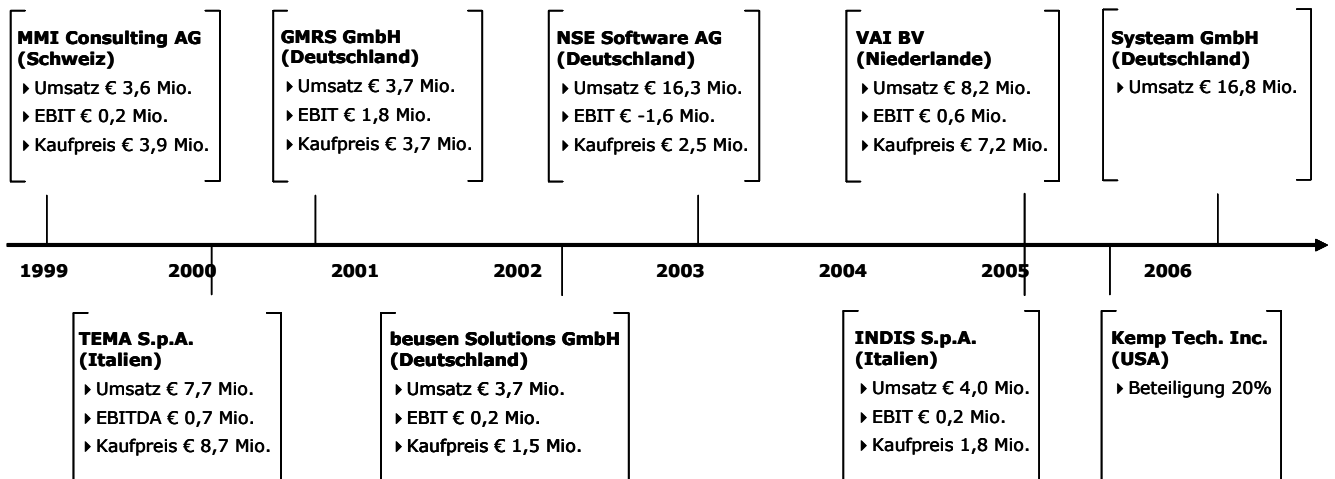
Nach der jüngsten Kapitalerhöhung im April dieses Jahres, die zu einer Aufstockung des gezeichneten Kapitals um € 5,1 Mio. auf rund € 15,4 Mio. führte und der Gesellschaft bei einem Ausgabekurs der neuen Aktien von € 3,10 einen Emissionserlös von rund € 15,9 Mio. brachte, kündigte Brain Force wenige Wochen später die Übernahme der in Langen bei Frankfurt ansässigen System GmbH an. Zum Kaufpreis wurden zwar keine Anga-

Stärkung der Kernkompetenzen und der Ertragskraft

Kapitalerhöhung für neuerliche Übernahme

ben gemacht, Brain Force erklärte jedoch in der Vergangenheit, dass die Kaufpreisvorstellungen gewöhnlich beim 5- bis 7-fachen des EBITs liegen. Bei einem Jahresumsatz von € 17 Mio. und einer laut Brain Force 5% übersteigenden EBIT-Marge veranschlagen wir den Wert der System-Transaktion auf eine Größenordnung von € 8,0 Mio.

Akquisitionshistorie der Brain Force Holding AG



Quelle: Brain Force Holding, Concord Equity Research

System ist ein internationaler Anbieter von IT-Infrastruktur- und Business-Lösungen und für Brain Force aufgrund des Know-hows im Bereich Managed Services attraktiv, den der Konzern als Wachstumsmarkt identifiziert hat. Der größte Kunde von System dürfte die Lufthansa sein, für die das Unternehmen an mehr als 500 Standorten außerhalb Deutschlands rund 14.000 Arbeitsplätze verwaltet. Insgesamt verfügt die 1990 gegründete Gesellschaft, bei der rund 110 Mitarbeiter fest angestellt sind, über rund 50 Kunden aus verschiedenen Branchen. Mit der Integration von System sieht sich Brain Force in der Lage, auch internationalen Großkonzernen vollständige Outsourcing-Lösungen anbieten zu können.

Zudem hat Brain Force kürzlich seine Beteiligung am US-Vertriebspartner seiner Load-Balancing-Software B-100, der KEMP Technologies Inc., von 10% auf 20% aufgestockt. Der Beteiligungsvertrag sieht eine weitere Erhöhung des Anteils auf eine Quote von 30% vor.

Im Segment Technology and Infrastructure erwarb Brain Force im vergangenen Jahr den niederländischen IT-Anbieter VAI BV. 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 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.

VAI: Tools für zentrales IT-Management

Großunternehmen und öffentliche Stellen als Kunden

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. 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 hat Brain Force 2005 das auf ERP-Lösungen spezialisierte Systemhaus INDIS übernommen, 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 Dynamics NAV und AX rechnet, zielt die Strategie darauf, sich mit der Kompetenz von INDIS als potenzieller Partner von Microsoft zu positionieren.

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 (46 Jahre) gründete Brain Force Software in 1983 nach einer Tätigkeit bei IBM und ist mit seiner Privatstiftung weiterhin der größte Aktionär (15,7%) der Gesellschaft. Wolfgang Lippert (45) trat 1986 ins Unternehmen ein und ist seit 1998 Finanzvorstand der Konzernmutter. Gunter Reißmann ist weiterhin als Mitglied des Management Boards für Central Europe sowie als Geschäftsführer der Brain Force Software GmbH für den Bereich Technology and Infrastructure verantwortlich. Die Übertragung der operativen Verantwortlichkeiten an die Vertriebsregionen Anfang 2005 diente der Entlastung des Vorstands, um mehr Zeit für die Steuerung der M&A-Prozesse zu schaffen.

Enterprise Services

Geschäftsbereiche, Produkte und Dienstleistungen

Das Segment Enterprise Services repräsentiert die ursprüngliche Keimzelle des Unternehmens und orientiert sich stark am ehemaligen Bereich Professional Services. Das Angebot umfasst alle typischen Projektphasen und beinhaltet ein breites Dienstleistungsspektrum, das von Consulting über Programmierung, Infrastruktur, Integration, Migration, Roll-out, Operation bis zu Support und Wartung 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

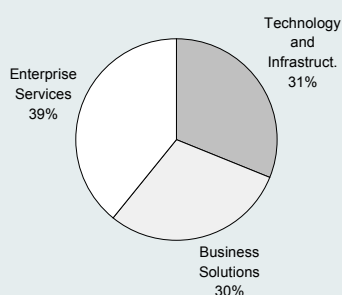
Der Bereich Technology and Infrastructure teilt sich in die drei Kompetenz-Center Network Solutions, Communication Solutions und Security Solutions auf. Im ersten Center sind Lösungen für das Kabelmanagement, das System- und Netzwerk-Management sowie das IP Load Balancing und Content Switching integriert. 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. Das Segment Technology and Infrastructure wurde 2005 durch den Erwerb der VAI BV gestärkt sowie um die Lösungen ‚Packaging Robot‘ und ‚Migration out of the Box‘ erweitert.

Business Solutions

Umsatzanteile der Segmente

1. Quartal 2006 (insgesamt € 22,1 Mio.)



Quelle: Brain Force

Diversifiziertes und namhaftes Kundenportfolio

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 ERP- und CRM-Systeme, Portfolio Management und Back Office Solutions zum Kompetenzzentrum. Unter dem Dach der Enterprise Solutions bietet Brain Force branchenunabhängige Lösungen an. Der Schwerpunkt dieses auf Italien konzentrierten Geschäfts liegt im Umfeld der auf den Mittelstand zielenden Business-Software Microsoft Dynamics NAV. 2005 wurde das Angebot durch die Übernahme von INDIS um eine ERP-Software für kleinere Unternehmen erweitert. Zudem verfügt INDIS über Know-how in der Einführung der auf größere Mittelständler zugeschnittenen ERP-Systems Microsoft Dynamics AX.

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 die Unicredito-Gruppe.

Nischenanbieter in heterogenem Umfeld

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. Wichtigster Markt für Brain Force ist weiterhin Deutschland, gefolgt von Italien und Österreich.

Branchenentwicklung 2005

Das Wachstum des globalen IT-Markts, bestehend aus den Segmenten Hardware, Software und Dienstleistungen, verzeichnete im Jahr 2005 den führenden Marktforschungsinstituten zufolge ein Wachstum von 5-6%, das damit rund 1,5 Prozentpunkte über dem Anstieg des weltweiten Bruttoinlandsprodukts lag. Für Europa sowie Deutschland liegen die für die IT-Branche ermittelten Wachstumsraten im Schnitt bei rund 3%, wobei sich das Volumen des Softwaremarkts überproportional erhöhte.

Managed Services und IT-Outsourcing mit überdurchschnittlichen Perspektiven

Für 2006 geht das European Information Technology Observatory (EITO) von einem Wachstum des IT-Sektors innerhalb der EU von 4,4% aus, angeführt von den Bereichen Software und IT Services. Innerhalb des IT-Service-Markts sieht das EITO die stärksten Impulse bei Managed Services und im IT-Outsourcing. Diese Einschätzung wird unter anderem vom Marktforschungsinstitut Gartner gestützt, das bis 2009 jährliche Steigerungsraten in der Größenordnung von 6% erwartet. Das Preisumfeld scheint bei den Tagessätzen insgesamt stabil, Erhöhungen bei den Tagessätzen gehören jedoch weiterhin zur Ausnahme. Insofern muss die Branche bestrebt sein, Kostensteigerungen über eine auslastungsbedingte Fixkostendegression aufzufangen.

SWOT - Analyse

Stärken

- Erfahrenes Management Team mit langjähriger Branchenerfahrung
- Alle operativen Geschäftsbereiche sind profitabel
- Gesunde Bilanzstruktur
- Plausible Strategie

Schwächen

- Starker Verwässerungseffekt aus Kapitalerhöhung
- Akquisitionen schränken Vergleichbarkeit ein; Wertsteigerung wird für den Kapitalmarkt nicht transparent
- Große Forderungsbestände aus Lieferungen und Leistungen (€ 27,6 Mio.) führen zu einem hohen Working capital-Bedarf und beinhalten Werthaltigkeitsrisiko

Chancen

- Margenpotenziale aus zunehmender lösungsorientierter Ausrichtung des Geschäftsportfolios
- Verlustvorträge in Höhe von rund € 60 Mio. bieten Aussicht auf überproportionale Entwicklung beim Nettogewinn und beim Cash flow
- Die Aktie notiert trotz positiver Gewinnentwicklung unter Buchwert

Risiken

- Kurze Produktzyklen bei Softwareentwicklungen
- Akquisitionen beinhalten generelles Integrationsrisiko; zudem besteht die Gefahr von Goodwillabschreibungen bei nachhaltigen Wertverlusten
- Unklare Absichten und Schadensersatzforderung der österreichischen Beko Holding

Tabellenanhang

Brain Force - Shareholder value-Analyse

Mio. €	Wertschöpfung	Freier Cash flow	Diskontierungsfaktor	Wertschöpfung (PV)	Freier Cash flow (PV)*
12/2006e	1,04	1,34	0,9407	0,98	1,26
12/2007e	0,30	1,68	0,8754	0,26	1,47
12/2008e	1,03	2,43	0,8149	0,84	1,98
Terminal- / Continuing value				14,78	76,83
Summe				16,85	81,54
Net assets (12/2005)*				64,69	
Fairer Wert (EK + FK)				81,5	81,5
Adjustierungsfaktor per 21/08/2006					1,040
Fairer aktueller Wert (EK + FK)					84,78
Verbindlichkeiten (12/2005)					(16,40)
Fairer Wert des Eigenkapitals					68,38
Marktkapitalisierung					46,9
Kurspotenzial (%)					46
Fair value je Aktie (€)					4,40
Modellparameter	(2009 - 2013)	(ab 2014)			
RONA (%)	9,0	7,5			
CAGR Net assets (%)	5,0	2,5			
Netto-Investitionsrate (%)	55,6	33,3			
WACC (%)	7,3	6,7			

Sensitivitätsanalysen

Kurspotenzial in Abhängigkeit von RONA und Wertschöpfungswachstum

Mfr. Wachstum p.a. (%)	Mfr. RONA (%)					Lfr. Wachstum p.a. (%)	Lfr. RONA (%)				
	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0		6,5	7,0	7,5	8,0	8,5
4,0	39	42	45	48	51	1,5	18	30	41	53	65
4,5	39	42	45	48	51	2,0	17	30	43	56	69
5,0	40	43	46	49	52	2,5	17	31	46	60	75
5,5	40	43	46	50	53	3,0	16	32	49	65	82
6,0	41	44	47	50	53	3,5	15	34	53	72	91

Kurspotenzial nach einer Zinsänderung

Lfr. Kapitalmarktzins (%)	2,86	3,11	3,36	3,61	3,86	4,11	4,36	4,61	4,86
Kurspotenzial (%)	98	82	69	57	46	36	27	20	12

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 (%)	155	118	88	65	46	30	16	4	(6)

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	56	52	49	46	43	40	37	34

Brain Force - Wertschöpfung

	12/03	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Wertschöpfung (Economic profit)	(1,08)	0,47	0,09	1,04	0,30	1,03
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	0,80	2,41	2,89	4,16	5,40	6,38
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern	1,9	1,9	2,8	3,1	5,1	5,4
Wertschöpfungs-Marge (%)	(4,0)	1,6	0,2	2,1	0,4	1,4
Return on net assets (%)	3,0	8,1	7,2	8,4	7,9	8,8
Gewichteter Kapitalkostensatz n. St.* (%)	7,0	6,5	6,9	6,3	7,5	7,4

* Vorjahresendwerte

Brain Force - Adjustiertes Ergebnis und Werttreiberanalyse

Adjustiertes Ergebnis	12/03	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	0,80	2,41	2,89	4,16	5,40	6,38
Adjustiertes Ergebnis vor Steuern	2,27	3,99	4,39	5,66	7,90	9,12
EBIT	0,18	2,39	3,58	4,53	6,73	7,88
Goodwill-Abschreibung	1,26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ergebniskorrektur Pensionsrückstellungen	0,09	0,10	0,13	0,20	0,22	0,23
Opportunitätskosten Leasing	0,29	0,28	0,29	0,33	0,35	0,37
Finanzerträge	0,44	1,22	0,39	0,60	0,60	0,65
Adjustierte Steuern	(1,47)	(1,58)	(1,49)	(1,51)	(2,49)	(2,74)
Ertragssteuern (lt. G+V)	(2,38)	(1,34)	(0,55)	(0,50)	(1,75)	(2,50)
Veränderung latente Steuern	1,22	0,01	(0,59)	(0,80)	(0,50)	0,00
(Steuer) / Steuerersparnis auf:	(0,31)	(0,25)	(0,35)	(0,21)	(0,24)	(0,24)
Steuerquote (%)	53,93	39,45	49,82	26,64	31,58	30,03
Pensionsrückstellungen	(0,05)	(0,04)	(0,06)	(0,05)	(0,07)	(0,07)
Leasing	(0,16)	(0,11)	(0,14)	(0,09)	(0,11)	(0,11)
Zinsaufwand	(0,10)	(0,10)	(0,14)	(0,07)	(0,06)	(0,06)
Adjustiertes Betriebsergebnis nach Steuern	0,60	1,67	2,70	3,72	4,99	5,93
Adjustiertes Betriebsergebnis vor Steuern	1,83	2,77	4,00	5,06	7,30	8,47
Adjustiertes Ergebnis vor Steuern	2,27	3,99	4,39	5,66	7,90	9,12
Finanzerträge	(0,44)	(1,22)	(0,39)	(0,60)	(0,60)	(0,65)
Steuern auf adjustiertes Betriebsergebnis	(1,24)	(1,09)	(1,30)	(1,35)	(2,31)	(2,54)
Adjustierte Steuern	(1,47)	(1,58)	(1,49)	(1,51)	(2,49)	(2,74)
(Steuer) / Steuerersparnis auf Finanzerträge	0,24	0,48	0,19	0,16	0,19	0,20

Werttreiberanalyse (adjustiert)

Return on net assets (%)	3,0	8,1	7,2	8,4	7,9	8,8
RONA vor Steuern (%)	8,4	13,4	10,9	11,5	11,5	12,6
Vorsteuer-Marge (%)	3,7	6,0	5,6	5,8	6,8	7,4
(Bestandserhöhungen / Gesamtleistung)	0,3	(0,2)	(0,0)	0,0	0,0	0,0
(Andere aktivierte Eigenleist. / Gesamtl.)	(1,7)	(2,5)	(1,7)	(1,0)	(0,9)	(0,8)
Materialkosten / Gesamtleistung	(69,0)	(69,8)	(68,5)	(67,5)	(67,2)	(66,9)
Personalkosten / Gesamtleistung	(17,9)	(16,3)	(16,4)	(16,3)	(16,2)	(16,2)
Abschreibungen / Gesamtleistung	(4,6)	(2,6)	(3,2)	(5,1)	(4,2)	(3,8)
Sonstige betriebl. Erträge / Gesamtleistung	1,4	1,7	1,2	1,2	1,0	1,0
Sonstige betriebl. Aufwend. / Gesamtl.	(9,6)	(9,3)	(8,5)	(7,8)	(7,7)	(7,7)
Adjustierungen / Gesamtleistung	3,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
Zinsergebnis / Gesamtleistung	(0,3)	(0,0)	(0,0)	0,3	0,3	0,3
Übriges Finanzergebnis / Gesamtleistung	0,7	1,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Kapitalumschlag (x)	2,3	2,2	1,9	2,0	1,7	1,7
Sachanlagen / Gesamtleistung	2,3	1,8	1,2	1,6	1,5	1,4
Working capital / Gesamtleistung	12,6	8,0	9,2	12,9	17,9	19,5
Übriges operatives Vermögen / Gesamtl.	26,7	29,3	18,4	25,0	23,4	20,2
Finanzanlagen / Gesamtleistung	0,3	1,0	0,9	0,9	0,7	0,7
Übriges nicht-operatives Verm. / Gesamtl.	2,2	4,7	22,0	10,5	14,9	16,9

Brain Force - Kapitalkosten und Kapitalrenditen

Kapitalkosten	12/03	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern*	1,88	1,94	2,80	3,12	5,10	5,36
Gewichteter Kapitalkostensatz nach Steuern (%)	6,5	6,9	6,3	7,5	7,4	7,5
Marktwert des Eigenkapitals	16,92	29,20	35,37	46,91	46,91	46,91
Opportunitätskosten des Eigenkapitals (%)	9,0	8,4	8,1	8,7	8,7	8,7
Langfristiger Kapitalmarktzins (%)	4,2	3,6	3,3	3,9	3,9	3,9
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	10,67	11,01	16,40	16,01	15,44	14,80
Anteile Dritter	0,69	0,96	0,43	0,43	0,43	0,43
Finanzverbindlichkeiten	2,94	2,49	6,18	5,30	4,10	3,10
Pensionsrückstellungen	1,89	2,16	3,78	4,10	4,30	4,40
Leasing	5,14	5,40	6,01	6,18	6,61	6,88
Fremdkapitalkosten vor Steuern (%)	5,7	5,1	4,8	5,4	5,4	5,4
Langfristiger Kapitalmarktzins (%)	4,2	3,6	3,3	3,9	3,9	3,9
Bonitätsabschlag (%)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Net assets	29,71	40,36	49,45	68,46	72,19	76,14
Capital employed	25,89	22,47	38,35	50,18	50,51	50,99
Working capital	5,26	7,17	12,55	21,00	23,98	25,60
Übriges operatives Vermögen	20,62	15,30	25,81	29,19	26,53	25,39
Sachanlagen	1,21	0,97	1,54	1,78	1,73	1,71
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	3,51	4,16	8,21	8,96	7,01	5,51
Goodwill (zu Anschaffungskosten)	11,42	4,71	10,07	14,07	14,07	14,07
Leasing	5,14	5,40	6,01	6,18	6,61	6,88
Latente Steuern (aktivisch)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Lfr. übrige Rückstellungen	(0,61)	(0,03)	(1,58)	(1,00)	(1,30)	(1,35)
Lfr. übrige Verbindlichkeiten	(0,04)	(0,07)	(0,03)	(0,80)	(1,58)	(1,42)
Nicht-operatives Vermögen	3,82	17,89	11,09	18,28	21,68	25,16
Nicht betriebsnotwendige liquide Mittel	3,13	17,17	10,23	17,41	20,81	24,29
Finanzanlagen	0,69	0,72	0,87	0,87	0,87	0,87

* (WACC x Net assets) per Vorjahresende

Kapitalrenditen

Vor Steuern

Inkl. Goodwill (zu Anschaffungskosten)

Return on net assets	8,4	13,4	10,9	11,5	11,5	12,6
Return on capital employed	7,2	10,7	17,8	13,2	14,5	16,8

Nach Steuern

Inkl. Goodwill (zu Anschaffungskosten)

Return on net assets	3,0	8,1	7,2	8,4	7,9	8,8
Return on capital employed	2,3	6,5	12,0	9,7	10,0	11,7

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

Cash flow (adjustiert)	12/03	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Adjustiertes Betriebsergebnis nach Steuern	0,60	1,67	2,70	3,72	4,99	5,93
Abschreibungen (Sachanl. + sonst. imm. Vermögensgeg.)	1,56	1,74	2,47	4,91	4,90	4,72
Operativer Cash flow	2,16	3,42	5,17	8,63	9,89	10,65
Veränderung working capital	2,44	(1,91)	(5,38)	(8,45)	(2,98)	(1,62)
Investitionen in Goodwill	(1,27)	0,00	(5,36)	(4,00)	0,00	0,00
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	0,00	6,71	0,00	0,00	0,00	0,00
Investitionen in sonstige imm. Vermögensgegenstände	(1,18)	(1,83)	(1,76)	(2,00)	(2,25)	(2,50)
Investitionen in Sachanlagen	(0,40)	(0,35)	(0,67)	(0,60)	(0,65)	(0,70)
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(2,33)	0,02	(4,65)	(3,30)	(0,00)	0,00
Veränderung Ifr. latente Steuern (aktivisch)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige (Netto-) Änderungen im übrigen op. Vermögen	0,67	(0,97)	(0,53)	1,61	0,65	(0,37)
Operativer freier Cash flow	0,09	5,09	(13,18)	(8,12)	4,67	5,45
Adjustiertes Finanzergebnis nach Steuern	0,20	0,74	0,19	0,44	0,41	0,45
Investitionen in Finanzanlagen	(0,28)	0,00	(0,27)	0,00	0,00	0,00
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(0,23)	(0,03)	0,13	0,00	0,00	0,00
Veränderung nicht betriebsnotwendige liquide Mittel	(1,77)	(14,04)	6,94	(7,18)	(3,40)	(3,48)
Freier Cash flow	(2,00)	(8,24)	(6,19)	(14,86)	1,68	2,43

Finanzierungsrechnung (adjustiert)

Adjustierte Zinsaufwendungen nach Steuern	(0,09)	(0,15)	(0,15)	(0,18)	(0,14)	(0,14)
Leasingraten (nach Steuern)	(0,14)	(0,17)	(0,15)	(0,24)	(0,24)	(0,26)
Zinsaufwand Pensionsrückstellungen (nach Steuern)	(0,04)	(0,06)	(0,06)	(0,15)	(0,15)	(0,16)
Anstieg / (Rückgang) Schulden	(0,43)	(0,46)	3,70	(0,88)	(1,20)	(1,00)
Anstieg / (Rückgang) Leasingverpflichtungen	(0,01)	0,26	0,61	0,17	0,43	0,26
Anstieg / (Rückgang) Pensionsrückstellungen	0,30	0,27	1,62	0,32	0,20	0,10
Anteile Dritter	0,55	0,02	(0,64)	0,00	0,00	0,00
Dividendensumme	0,00	0,00	(0,61)	(0,82)	(1,08)	(1,23)
Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung	2,03	15,49	0,05	15,85	0,00	0,00
Sonstige EK-Veränderungen	(0,17)	(6,35)	1,38	0,80	0,50	0,00
Gesamte Finanzierungstätigkeit	2,00	8,44	6,14	14,86	(1,68)	(2,43)

Shareholder value-Kennziffern

Marktwert EK + FK / Net assets	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
Enterprise value / Capital employed	0,9	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7
Marktwert EK + FK / Adj. Ergebnis nach Steuern	34,7	16,7	17,9	15,1	11,5	9,7
Enterprise value / Adj. Betriebsergebnis nach Steuern	39,9	13,3	15,1	12,0	8,1	6,2

Enterprise value-Definition

Enterprise value	23,77	22,32	40,68	44,64	40,67	36,55
Marktkapitalisierung	16,92	29,20	35,37	46,91	46,91	46,91
Nettoverbindlichkeiten	6,85	(6,88)	5,31	(2,26)	(6,24)	(10,35)
Wert des Fremdkapitals	10,67	11,01	16,40	16,01	15,44	14,80
Anteile Dritter	0,69	0,96	0,43	0,43	0,43	0,43
Finanzverbindlichkeiten	2,94	2,49	6,18	5,30	4,10	3,10
Pensionsrückstellungen	1,89	2,16	3,78	4,10	4,30	4,40
Leasing	5,14	5,40	6,01	6,18	6,61	6,88
Nicht betriebsnotwendige liquide Mittel	(3,13)	(17,17)	(10,23)	(17,41)	(20,81)	(24,29)
Finanzanlagen	(0,69)	(0,72)	(0,87)	(0,87)	(0,87)	(0,87)

Brain Force - Gewinn- und Verlustrechnung

	12/03	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Umsatzerlöse	60,10	64,42	76,62	96,00	116,00	122,00
Veränderung (%)	1,9	7,2	18,9	25,3	20,8	5,2
Bestandserhöhungen	(0,19)	0,12	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktiviert Eigenleistungen	1,06	1,67	1,34	1,00	1,00	1,00
Gesamtleistung	60,97	66,21	77,96	97,00	117,00	123,00
Veränderung (%)	2,6	8,6	17,8	24,4	20,6	5,1
Materialkosten	(42,04)	(46,20)	(53,41)	(65,44)	(78,63)	(82,24)
Veränderung (%)	(2,3)	9,9	15,6	22,5	20,1	4,6
Personalkosten	(10,92)	(10,80)	(12,77)	(15,77)	(18,95)	(19,87)
Veränderung (%)	4,5	(1,0)	18,2	23,5	20,2	4,8
Sonstige betriebliche Erträge	0,83	1,11	0,93	1,20	1,20	1,20
Veränderung (%)	56,0	34,5	(16,3)	29,2	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(5,83)	(6,18)	(6,66)	(7,55)	(9,00)	(9,50)
Veränderung (%)	27,6	6,0	7,8	13,4	19,2	5,6
EBITDA	3,01	4,13	6,05	9,44	11,63	12,60
Veränderung (%)	57,9	37,5	46,3	56,1	23,1	8,3
Abschreibungen (Im. Vermögensgeg. + Sachanl.)	(2,82)	(1,74)	(2,47)	(4,91)	(4,90)	(4,72)
Veränderung (%)	53,6	(38,3)	41,5	99,1	(0,2)	(3,7)
Goodwill	(1,26)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	(0,80)	(1,17)	(1,89)	(4,25)	(4,20)	(4,00)
Sachanlagen	(0,76)	(0,57)	(0,58)	(0,66)	(0,70)	(0,72)
EBIT	0,18	2,39	3,58	4,53	6,73	7,88
Veränderung (%)	180,0	n/m	49,9	26,5	48,5	17,1
Finanzergebnis	0,25	0,97	0,10	0,35	0,40	0,45
Zinsergebnis	(0,16)	(0,03)	(0,02)	0,25	0,30	0,35
Erträge / Aufwendungen aus assoziierten Unternehmen	0,40	0,40	0,03	0,10	0,10	0,10
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,60	0,08	0,00	0,00	0,00
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	0,43	3,36	3,68	4,88	7,13	8,33
Veränderung (%)	n/m	687,1	9,5	32,6	46,0	16,8
Ergebnis vor EE-Steuern	0,43	3,36	3,68	4,88	7,13	8,33
Veränderung (%)	n/m	687,1	9,5	32,6	46,0	16,8
EE-Steuern	(2,38)	(1,34)	(0,55)	(0,50)	(1,75)	(2,50)
Abgeführte EE-Steuern	(0,91)	(1,33)	(1,83)	(1,30)	(2,25)	(2,50)
Latente Steuern	(1,47)	(0,01)	1,29	0,80	0,50	0,00
Steuerquote (%)	557,1	39,7	14,9	10,2	24,6	30,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	(1,95)	2,03	3,13	4,38	5,38	5,83
Veränderung (%)	n/m	n/m	54,5	39,9	22,7	8,4
Anteile Dritter	(0,14)	(0,25)	(0,10)	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	(2,09)	1,78	3,03	4,38	5,38	5,83
Veränderung (%)	n/m	n/m	70,6	44,6	22,7	8,4
Bereinigtes Ergebnis	(2,09)	1,78	3,03	4,38	5,38	5,83
Veränderung (%)	n/m	n/m	70,6	44,6	22,7	8,4
Ergebnis je Aktie (€)	(0,52)	0,21	0,30	0,28	0,35	0,38
Veränderung (%)	332,0	n/m	40,9	(4,5)	22,7	8,4
Anzahl Aktien (Mio.)	4,0	8,4	10,2	15,4	15,4	15,4

Brain Force - Bilanz

Aktiva	12/03	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Anlagevermögen	10,13	10,56	20,68	25,67	23,67	22,15
in % der Bilanzsumme	32,2	21,8	32,5	30,2	26,0	23,2
Immaterielle Vermögensgegenstände	8,23	8,87	18,27	23,02	21,07	19,57
davon Goodwill	4,72	4,71	10,07	14,07	14,07	14,07
Sachanlagen	1,21	0,97	1,54	1,78	1,73	1,71
Finanzanlagen	0,69	0,72	0,87	0,87	0,87	0,87
davon nach der Equity-Methode bilanziert	0,51	0,54	0,40	0,40	0,40	0,40
Umlaufvermögen	20,64	37,12	40,65	56,34	63,79	69,76
in % der Bilanzsumme	65,6	76,6	63,9	66,2	70,1	73,0
Vorräte	0,15	0,30	0,28	0,32	0,34	0,36
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,78	17,46	24,81	31,27	34,40	36,25
Sonstige Vermögensgegenstände	1,37	0,87	3,78	5,40	5,90	6,40
Wertpapiere	0,00	3,94	0,00	0,00	0,00	0,00
davon eigene Aktien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flüssige Mittel	4,35	14,55	11,79	19,35	23,15	26,75
Latente Steuern	0,68	0,80	2,30	3,10	3,60	3,60
davon langfristige	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe Aktiva	31,45	48,47	63,62	85,10	91,05	95,50
Passiva						
Eigenkapital	12,70	29,86	32,11	51,51	55,81	60,41
in % der Bilanzsumme	40,4	61,6	50,5	60,5	61,3	63,3
Gezeichnetes Kapital	4,84	10,26	10,26	15,39	15,39	15,39
Kapitalrücklage	5,67	15,74	15,79	26,51	26,51	26,51
Gewinnrücklage	1,51	3,51	5,81	9,37	13,67	18,26
davon Rücklage für eigene Anteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anteile anderer Gesellschafter	0,69	0,96	0,43	0,43	0,43	0,43
Rückstellungen	2,50	2,20	5,36	5,10	5,60	5,75
in % der Bilanzsumme	8,0	4,5	8,4	6,0	6,2	6,0
Pensionsrückstellungen	1,89	2,16	3,78	4,10	4,30	4,40
Übrige Rückstellungen	0,61	0,03	1,58	1,00	1,30	1,35
Verbindlichkeiten	15,92	15,96	24,80	27,13	28,28	27,98
in % der Bilanzsumme	50,6	32,9	39,0	31,9	31,1	29,3
Finanzverbindlichkeiten	2,94	2,49	6,18	5,30	4,10	3,10
davon kurzfristig	2,90	2,49	5,43	5,00	4,00	3,00
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5,30	5,53	7,60	8,80	9,70	10,10
Erhaltene Anzahlungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern	0,00	0,48	1,21	1,33	1,50	1,57
Übrige Verbindlichkeiten	7,67	7,47	9,80	11,70	12,98	13,22
davon kurzfristig	7,63	7,40	9,78	10,90	11,40	11,80
Latente Steuern	0,33	0,46	1,36	1,36	1,36	1,36
davon kurzfristig	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe Passiva	31,45	48,47	63,62	85,10	91,05	95,50

Brain Force - Cash flow und Kapitalflussrechnung

Cash flow	12/03	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
EBITDA	3,01	4,13	6,05	9,44	11,63	12,60
Veränderung lfr. Rückstellungen	0,91	(0,31)	3,16	(0,26)	0,50	0,15
Cash flow	3,91	3,83	9,21	9,18	12,13	12,75
Veränderung working capital	0,67	(15,95)	1,56	(15,63)	(6,38)	(5,10)
Netto-Veränderung sonstige Aktiva	0,07	(0,02)	(0,56)	2,36	0,78	(0,16)
Operativer Cash flow	4,65	(12,14)	10,22	(4,09)	6,53	7,48
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	(2,45)	(1,83)	(7,12)	(6,00)	(2,25)	(2,50)
Investitionen in Sachanlagen	(0,40)	(0,35)	(0,67)	(0,60)	(0,65)	(0,70)
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(2,56)	0,01	(4,53)	(3,30)	0,00	(0,00)
Abgeführte EE-Steuern	(0,91)	(1,33)	(1,83)	(1,30)	(2,25)	(2,50)
Operativer freier Cash flow	(1,67)	(15,64)	(3,93)	(15,29)	1,38	1,78
Finanzergebnis	0,25	0,97	0,10	0,35	0,40	0,45
Investitionen in Finanzanlagen	(0,28)	0,00	(0,27)	0,00	0,00	0,00
Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung	2,03	15,49	0,05	15,85	0,00	0,00
Sonstige EK-Veränderungen	0,11	0,24	0,53	0,80	0,50	0,00
Freier Cash flow	0,43	0,45	(3,09)	1,70	2,28	2,23
Dividendensumme	0,00	0,00	(0,61)	(0,82)	(1,08)	(1,23)
Residualer Cash flow	0,43	0,45	(3,70)	0,88	1,20	1,00

Kapitalflussrechnung

EBITDA	3,01	4,13	6,05	9,44	11,63	12,60
Finanzergebnis (ohne Abschreibungen auf Finanzanlagen)	0,25	0,97	0,10	0,35	0,40	0,45
Abgeführte EE-Steuern	(0,91)	(1,33)	(1,83)	(1,30)	(2,25)	(2,50)
Veränderung Rückstellungen	0,91	(0,31)	3,16	(0,26)	0,50	0,15
Veränderung Vorräte abzgl. erhaltener Anzahlungen	(0,19)	(0,15)	0,02	(0,05)	(0,02)	(0,02)
Veränderung Forderungen + sonstige Vermögensg.	0,08	(2,18)	(10,26)	(8,08)	(3,63)	(2,35)
Veränderung Verbindl. aus L.u.L. + sonstige Verbindl.	1,43	0,50	5,13	3,22	2,35	0,71
Netto-Veränderung sonstige Aktiva	(0,25)	(0,00)	0,69	0,00	0,00	0,00
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	4,19	1,39	2,96	3,32	8,98	9,03
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	(2,45)	(1,83)	(7,12)	(6,00)	(2,25)	(2,50)
Investitionen in Sachanlagen	(0,40)	(0,35)	(0,67)	(0,60)	(0,65)	(0,70)
Investitionen in Finanzanlagen	(0,28)	0,00	(0,27)	0,00	0,00	0,00
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(2,56)	0,01	(4,53)	(3,30)	0,00	(0,00)
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	(5,69)	(2,17)	(12,58)	(9,90)	(2,90)	(3,20)
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	(0,43)	(0,46)	3,70	(0,88)	(1,20)	(1,00)
Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung	2,03	15,49	0,05	15,85	0,00	0,00
Dividendensumme	0,00	0,00	(0,61)	(0,82)	(1,08)	(1,23)
Sonstige EK-Veränderungen	1,71	0,30	(0,61)	0,00	0,00	0,00
Mittelveränderung aus Finanzierungstätigkeit	3,31	14,93	2,92	14,14	(2,28)	(2,23)
Veränderung liquide Mittel	1,80	14,15	(6,71)	7,56	3,80	3,60
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	2,54	4,35	18,49	11,79	19,35	23,15
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	4,35	18,49	11,79	19,35	23,15	26,75
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	(0,43)	(0,46)	3,70	(0,88)	(1,20)	(1,00)
Veränderung der Nettoliquidität	2,24	14,60	(10,40)	8,45	5,00	4,60

Brain Force - Kennziffern

	12/03	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
Enterprise value-Definition						
Enterprise value	17,4	15,6	33,1	36,5	31,7	27,2
Marktkapitalisierung	16,9	29,2	35,4	46,9	46,9	46,9
Finanzverbindlichkeiten	2,9	2,5	6,2	5,3	4,1	3,1
Finanzleasingverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	1,9	2,2	3,8	4,1	4,3	4,4
Liquide Mittel	(4,3)	(18,5)	(11,8)	(19,4)	(23,2)	(26,8)
Investment-Kennziffern						
Marktkapitalisierung / Gesamtleistung	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
Enterprise value / Gesamtleistung	0,3	0,2	0,4	0,4	0,3	0,2
Enterprise value / EBITDA	5,8	3,8	5,5	3,9	2,7	2,2
Enterprise value / EBITA	12,0	6,5	9,2	8,1	4,7	3,5
Enterprise value / EBIT	95,6	6,5	9,2	8,1	4,7	3,5
Enterprise value / Operativer cash flow	3,7	n/m	3,2	n/m	4,9	3,6
Operative Margen						
Operativer cash flow / Gesamtleistung	7,6	(18,3)	13,1	(4,2)	5,6	6,1
EBITDA / Gesamtleistung	4,9	6,2	7,8	9,7	9,9	10,2
EBITA / Gesamtleistung	2,4	3,6	4,6	4,7	5,7	6,4
EBIT / Gesamtleistung	0,3	3,6	4,6	4,7	5,7	6,4
Vorsteuermarge	0,7	5,1	4,7	5,0	6,1	6,8
Nachsteuermarge	(3,2)	3,1	4,0	4,5	4,6	4,7
Kennziffern je Aktie						
Ergebnis je Aktie (€)	(0,52)	0,21	0,30	0,28	0,35	0,38
KGV	n/m	13,7	11,6	10,7	8,7	8,1
KCF	3,01	n/m	3,43	n/m	7,19	6,27
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,06	0,08	0,07	0,08	0,10
Dividendenrendite (%)	0,0	2,1	2,3	2,3	2,6	3,3
Buchwert je Aktie (€)	2,55	2,92	3,04	3,24	3,48	3,78
Kurs / Buchwert	1,4	1,0	1,1	0,9	0,9	0,8
Buchwert je Aktie abzgl. Goodwill (€)	1,58	2,45	2,06	2,32	2,57	2,87
Kurs / Buchwert (abzgl. Goodwill)	2,218	1,177	1,676	1,314	1,187	1,064
Finanzkennziffern						
Capital employed / Gesamtleistung (%)	28,2	51,7	54,6	63,3	55,3	55,6
Investitionsintensität (%)	2,6	3,3	3,1	2,7	2,5	2,6
Operativer cash flow / Investitionen (%)	294,1	(556,6)	421,0	(157,4)	225,1	233,8
Liquiditätskennziffern						
Gearing (%)						
Finanzverbindlichkeiten / Eigenkapital	38,6	10,0	29,3	14,8	10,4	7,0
Finanzverbindlichkeiten / Operatives Vermögen	17,1	7,3	14,5	8,6	6,3	4,5
Sonstige						
Zinsdeckung	7,7	10,4	13,3	20,1	36,1	42,1
Eigenkapitalquote (%)	24,3	51,3	33,2	42,0	43,4	46,2
Ausschüttungsquote (%)	0,0	29,9	26,2	24,6	22,9	26,4
Eigenkapitalrenditen (ROE)						
Eigenkapitalrendite vor Steuern	3,9	16,1	12,1	12,1	13,8	14,9
Eigenkapitalrendite nach Steuern	(17,9)	9,7	10,3	10,8	10,4	10,4
DVFA-Eigenkapitalrendite	(18,1)	8,8	10,2	10,8	10,3	10,3

Concord Effekten AG

Große Gallusstraße 9

60311 Frankfurt am Main

Tel.: 069/50951-0

Fax: 069/50951-8200

Disclaimer © 2006 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.

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 im Auftrag des Emittenten erstellt und 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
01.12.2005	€ 5,70	€ 3,72
01.08.2005	€ 5,40	€ 3,74
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).