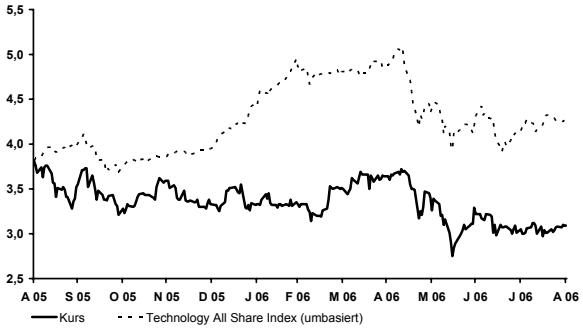
IT Dienstleistungen • Österreich

Fairer Wert: € 4,50 (€ 4,40)

- Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite -

Kurschart



Kerndaten · €

Kurs (€)	3,09
12 Monate H/T (€)	3,85 / 2,64
Marktkapitalisierung (Mio. €)	46,9
Streubesitz (%)	ca. 79
Reuters Code	BFCG
Bloomberg Code	BFC
ISIN	AT0000820659

Finanzdaten · € Mio. · IFRS

Gj. 31/12	05	06e	07e	08e
Gesamtl.	78,0	97,0	117,0	123,0
(vorher)	78,0	97,0	117,0	123,0
EBIT	3,6	4,5	6,7	7,9
(vorher)	3,6	4,5	6,7	7,9
EPS (€)	0,30	0,28	0,35	0,38
(vorher)	0,30	0,28	0,35	0,38

Bewertungsmultiples

Gj. 31/12	05	06e	07e	08e
Marktkap./Gesamtl.	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBIT	9,2	8,1	4,7	3,5
KGV	11,6	10,7	8,7	8,1

Autor

Name	**Piers Nestler, Senior Analyst**
Telefon	+49(0)69 50951-460
e-Mail	research@concord-ag.de
www	www.concord-research.de

Institutional Sales +49(0)69 50951-241

Bitte beachten Sie:

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

Q2-Zahlen

- Positiver Steuereffekt lässt Ergebnis je Aktie im zweiten Quartal auf € 0,08 (Vorjahr € 0,02) steigen
- Akquisitionen sorgen für deutliche Ausweitung des EBITDA
- Auf EBIT-Ebene belasten hingegen Abschreibungen aus Kaupreisallokation
- Kooperationsvereinbarung mit S&T ebnet Weg für Osteuropa-Erschließung
- Zinsrückgang führt zu leicht höherem fairen Wert

Deutlicher Gewinnzuwachs im traditionell schwächeren ersten Halbjahr

Die Umsatzentwicklung hat im zweiten Quartal nicht zuletzt aufgrund einer im Vorjahresvergleich geringeren Zahl von Arbeitstagen an Schwung eingebüßt. Bei einem organischen Wachstum von 6,8% erhöhten sich die Erlöse im ersten Halbjahr um 26,7% auf € 42,9 Mio., wozu das zweite Quartal mit einem Plus von 19,2% beitrug.

Auf den verschiedenen Ergebnisebenen ergibt sich ein uneinheitliches Bild: Während das EBITDA mit € 3,26 Mio. den Vorjahreswert im ersten Halbjahr um 82,5% (2. Quartal +42,0%) übertraf, fiel der Zuwachs beim EBIT im Halbjahresvergleich zwar sogar noch leicht höher aus (+91,7% auf € 1,61 Mio.). Betrachtet man aber das zweite Quartal isoliert, zeigt sich eine Stagnation dieser Ergebnisgröße. Dies lag zum einen an einer positiven Überzeichnung der Erträge im ersten Quartal durch vorgezogene Lizenzerlöse, die dann im Folgequartal fehlten. Zum anderen spiegelt sich darin die Kaufpreisallokation aus den Akquisitionen des vergangenen Jahres (siehe unsere Basisstudie vom 22.8.).

Gleichwohl hat der Konzern im traditionell schwächeren ersten Halbjahr bereits gut ein Drittel des für das Gesamtjahr prognostizierten EBIT eingefahren, während es zur gleichen Zeit des vergangenen Jahres erst knapp 25% waren. Der Gewinn je Aktie hat sich nach sechs Monaten von € 0,03 auf € 0,15 verfünffacht. Da wir unsere Schätzungen unverändert gelassen haben, ist der faire Wert gegenüber unserer jüngsten Studie lediglich aufgrund des Zinsrückgangs leicht von € 4,40 auf € 4,50 je Aktie gestiegen.

Einen wichtigen Schritt vorangekommen ist der Konzern beim Aufbau eines Channel-Vertriebs für seine Packaging- & Migration-Lösungen. Für die Erschließung der Wachstumsmärkte in Zentral- und Osteuropa arbeitet Brain Force künftig mit S&T zusammen, dem eigenen Angaben zufolge größten IT-Unternehmen Österreichs und führenden Anbieter von IT-Lösungen und Services in dieser Region.

Gewinn- und Verlustrechnung	Q2-Bericht			H1-Bericht		
	01.04.2006 - 30.06.2006	01.04.2005 - 30.06.2005	Veränd. in %	**01.01.2006 - 30.06.2006**	01.01.2005 - 30.06.2005	Veränd. in %
	Mio. €	**Mio. €**		**Mio. €**	**Mio. €**	
Umsatzerlöse	**20,77**	**17,42**	19,2	**42,91**	**33,86**	26,7
Bestandserhöhungen	(0,01)	(0,02)	0,0	0,08	(0,02)	n/m
Aktivierte Eigenleistungen	0,43	0,23	87,0	0,80	0,55	47,0
Gesamtleistung	**21,19**	**17,63**	20,2	**43,79**	**34,38**	27,4
Materialkosten	14,56	12,56	15,9	30,46	24,57	24,0
Personalkosten	3,76	2,83	32,7	7,50	5,62	33,4
Sonstige betriebliche Erträge	0,15	0,13	12,4	0,77	0,42	83,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,74	1,47	18,6	3,34	2,83	18,3
EBITDA	**1,28**	**0,90**	41,7	**3,26**	**1,79**	82,4
Abschreibungen (Im. Vermögensgeg. + Sachanl.)	(0,85)	(0,47)	79,7	(1,65)	(0,94)	74,9
EBIT	**0,43**	**0,43**	0,2	**1,61**	**0,84**	90,9
Finanzergebnis	0,08	0,14		0,31	0,20	
Ergebnis vor EE-Steuern	**0,51**	**0,57**	(10,1)	**1,92**	**1,05**	83,7
EE-Steuern	(0,72)	0,36		(0,02)	0,64	
Steuerquote (%)	n/m	64,0		n/m	61,4	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**1,23**	**0,20**	500,5	**1,94**	**0,40**	380,7
Anteile Dritter	(0,06)	(0,02)		(0,08)	(0,09)	
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	**1,16**	**0,18**	542,0	**1,86**	**0,32**	489,8

Quelle: Brain Force, Concord Equity Research

Materialkostenquote gesunken, aber überproportionaler Anstieg der Personalaufwendungen

Die Ergebnisverbesserung auf EBITDA-Ebene beruhte in erster Linie auf einem unterproportionalen Anstieg der Materialkosten, dem mit Abstand wichtigstem Kostenblock. Sein Anteil an der Gesamtleistung sank im zweiten Quartal im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 2,5 Prozentpunkte auf 68,7%. Deutlich erhöht haben sich dagegen die Personalkosten, die im Vorjahresvergleich um 32,7% nach oben gingen. Hier sollte es allerdings nicht zuletzt aufgrund eines Basiseffekts, der in den Akquisitionen des zweiten Halbjahrs 2005 begründet ist, im weiteren Jahresverlauf zu einer spürbaren Abflachung kommen. Entscheidend für die verhaltene EBIT-Entwicklung im zweiten Quartal waren die Abschreibungen auf die Kaufpreisallokation aus den Übernahmen des vergangenen Jahres.

Der Periodenüberschuss hat sich mit € 1,23 Mio. gleichwohl mehr als versechsfacht, da es durch die Bildung zusätzlicher latenter Steuern zu einem Steuerertrag von € 0,72 Mio. kam. Sie beruhte auf der zusätzlichen Verwertbarkeit der Verlustvorträge der Brain Force Financial Solutions, für den der abgeschlossene Squeeze-out der Minderheitsaktionäre die Voraussetzung bildete.

Durch die Kapitalerhöhung im April mit einem Mittelzufluss vor Kosten von € 15,9 Mio. hat sich die Bilanzsumme abermals auf nunmehr € 75,7 Mio. verlängert. Die Eigenkapitalquote belief sich zum 30.6. auf 62,4%. Aktuell weist Brain Force liquide Mittel in Höhe von € 22,6 Mio. aus. Nach Abzug von rund € 8,0 Mio. für die kürzlich angekündigte Übernahme der Systeam GmbH stehen dem Konzern damit noch knapp € 15,0 Mio. für Zukäufe zur Verfügung, um auch ohne weitere Kapitalerhöhungen seine ‚Buy-and-Build'-Strategie fortzusetzen. Nachdem zuletzt ein sehr starker Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zu beobachten war, konnte diese Position gegenüber dem Vorquartal um 8,5% auf € 25,3 Mio. zurückgeführt werden. Der operative Cash flow hat sich dadurch trotz der etwas verhalteneren Ergebnisentwicklung im zweiten Quartal um rund € 1,5 Mio. erhöht. Auf Halbjahresbasis verbesserte er sich von € -0,8 Mio. in der Vorjahresperiode auf € 1,9 Mio.

Brain Force - Shareholder value-Analyse

Mio. €	Wert-schöpfung	Freier Cash flow	Diskontie-rungsfaktor	Wertschöp-fung (PV)	Freier Cash flow (PV)*
12/2006e	1,03	1,31	0,9407	0,97	1,23
12/2007e	0,33	1,67	0,8758	0,29	1,47
12/2008e	1,05	2,42	0,8156	0,86	1,98
Terminal- / Continuing value				15,70	77,81
Summe				17,82	82,48
Net assets (12/2005)*				64,66	
Fairer Wert (EK + FK)				82,5	82,5
Adjustierungsfaktor per 30/08/2006				1,041	
Fairer aktueller Wert (EK + FK)				85,89	
Verbindlichkeiten (12/2005)				(16,40)	
Fairer Wert des Eigenkapitals				69,49	
Marktkapitalisierung				**47,5**	
Kurspotenzial (%)				46	
Fair value je Aktie (€)				**4,50**	

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 (%)				
	8,0	8,5	**9,0**	9,5	10,0
4,0	39	42	45	48	51
4,5	40	43	46	49	52
5,0	40	43	**46**	49	52
5,5	41	44	47	50	53
6,0	41	44	48	51	54

Lfr. Wachstum p.a. (%)	Lfr. RONA (%)				
	6,5	7,0	**7,5**	8,0	8,5
1,5	18	30	42	53	65
2,0	18	31	44	57	70
2,5	17	32	**46**	61	75
3,0	16	33	49	66	83
3,5	15	35	54	73	92

Kurspotenzial nach einer Zinsänderung									
Lfr. Kapitalmarktzins (%)	2,80	3,05	3,30	3,55	**3,80**	4,05	4,30	4,55	4,80
Kurspotenzial (%)	99	83	69	57	**46**	36	28	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 (%)	157	119	90	66	**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	53	49	46	43	40	37	34

Brain Force - Wertschöpfung

	12/03 Mio. €	12/04 Mio. €	12/05 Mio. €	12/06e Mio. €	12/07e Mio. €	12/08e Mio. €
Wertschöpfung (Economic profit)	(1,08)	0,47	0,09	1,03	0,33	1,05
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	0,80	2,41	2,89	4,15	5,40	6,38
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern	1,9	1,9	2,8	3,1	5,1	5,3
Wertschöpfungs-Marge (%)	(4,0)	1,6	0,2	2,1	0,5	1,5
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	7,4	7,4

* Vorjahresendwerte

	12/03 Mio. €	12/04 Mio. €	12/05 Mio. €	12/06e Mio. €	12/07e Mio. €	12/08e Mio. €
Gewinn- und Verlustrechnung						
Gesamtleistung	60,97	66,21	77,96	97,00	117,00	123,00
EBITDA	3,01	4,13	6,05	9,44	11,63	12,60
EBIT	0,18	2,39	3,58	4,53	6,73	7,88
Ergebnis vor EE-Steuern	0,43	3,36	3,68	4,88	7,13	8,33
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	(2,09)	1,78	3,03	4,38	5,38	5,83
Ergebnis je Aktie (€)	(0,52)	0,21	0,30	0,28	0,35	0,38
Bilanz						
Anlagevermögen	10,13	10,56	20,68	25,67	23,67	22,15
Umlaufvermögen	20,64	37,12	40,65	56,34	63,79	69,76
Sonstige	0,68	0,80	2,30	3,10	3,60	3,60
Summe Aktiva	31,45	48,47	63,62	85,10	91,05	95,50
Eigenkapital	12,70	29,86	32,11	51,51	55,81	60,41
Rückstellungen	2,50	2,20	5,36	5,10	5,60	5,75
Verbindlichkeiten	15,92	15,96	24,80	27,13	28,28	27,98
Sonstige	0,33	0,46	1,36	1,36	1,36	1,36
Summe Passiva	31,45	48,47	63,62	85,10	91,05	95,50
Net assets						
Capital employed	25,89	22,47	38,35	50,19	50,52	51,00
Working capital	5,26	7,17	12,55	21,00	23,98	25,60
Übriges operatives Vermögen	20,62	15,30	25,81	29,20	26,54	25,39
Nicht-operatives Vermögen	3,82	17,89	11,09	18,28	21,68	25,16
Net assets	29,71	40,36	49,45	68,47	72,20	76,15
Kapitalflussrechnung						
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	4,19	1,39	2,96	3,32	8,98	9,03
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	(5,69)	(2,17)	(12,58)	(9,90)	(2,90)	(3,20)
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
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						
Eigenkapitalquote (%)	24,3	51,3	33,2	42,0	43,4	46,2
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
Zinsdeckung	7,7	10,4	13,3	20,1	36,1	42,1
Ausschüttungsquote (%)	0,0	29,9	26,2	24,6	22,9	26,4

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 Analyse 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
22.08.2006	€ 4,40*	€ 3,05
01.12.2005	€ 5,70	€ 3,72
01.08.2005	€ 5,40	€ 3,74
04.07.2005	€ 5,60	€ 3,49
21.02.2005	€ 4,50	€ 3,00
31.03.2005	€ 4,50	€ 3,10

* nach Kapitalerhöhung

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

Zuständige Aufsichtsbehörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).