

Unternehmens Analyse

Software & IT Services

Outperform

Kurs am 04.05.06 EUR 3,63
Hoch/Tief (12M) 4,05/2,89
Kursziel EUR 4,30

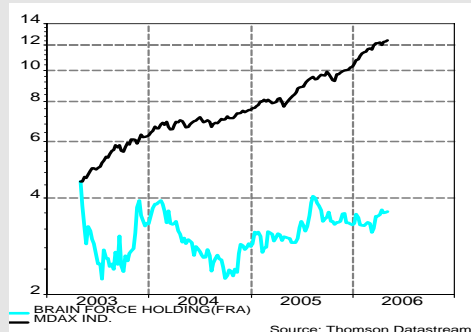
AKTIENDATEN

Reuters	BFCG.DE
Bloomberg	BFC GY
WPK	919331
Börsenumsatz (St. Tsd.)	46,9
Free Float (%)	84,3

UNTERNEHMENS DATEN

Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	55,9
Anzahl der Aktien (Mio.)	15,4
Gezeichnetes Kapital (EUR Mio.)	10,3
Genehmigtes Kapital (EUR Mio.)	-
Aktionärsstruktur	Helmut Fleischmann und Helmut Fleischmann Privatstiftung 15,7%
Hauptversammlung	11-Mai-06
Q1	29-Mai-06
H1/Q2	28-Aug-06

KURS CHART



RELATIVE PERFORMANCE (% VER.)

	1M	3M	6M
DAX	4,5	1,3	-13,7
DJES50	5,1	3,6	-7,3
ES Tech.	4,8	-0,4	-10,6

Knut Woller, CEFA
knut.woller@hvb.de
+49 (0) 89 378-11381

BRAIN FORCE HOLDING

EINE INVESTITION WERT!

- **Aufnahme der Coverage:** Wir nehmen die Coverage der BRAIN FORCE HOLDING mit einem Outperform Rating und Kursziel von EUR 4,30 auf. Das aktuelle Kursniveau reflektiert u. E. nicht die bislang erfolgreich umgesetzte Build & Buy Strategie des Unternehmens.
- **Das Geschäftsmodell von BRAIN FORCE basiert auf einer Build & Buy Strategie.** BRAIN FORCE hat seit 1999 bereits sieben Akquisitionen durchgeführt, die neben dem Auf- bzw. Ausbau des Produktgeschäfts in erster Linie der regionalen Expansion gedient haben. Unter den mittelständischen Unternehmen zählt BRAIN FORCE damit zu den Konsolidierern der Industrie.
- **Aufwärtspotenzial sowohl im Peergroup-Vergleich als auch im DCF-Modell:** Sowohl unser Peergroup-Vergleich (Aufwärtspotenzial von rund 18%) als auch unser DCF-Modell weisen ein deutliches Upside auf (Aufwärtspotenzial von rund 18%).

	2004	2005	2006e	2007e
Umsatz (EUR Mio.)	64	77	89	98
% Veränd.	7,2	18,9	16,6	10,0
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	2,0	3,1	3,4	4,4
% Veränd.	-203,4	54,5	8,2	28,6
EPS reported (EUR)	0,21	0,30	0,23	0,27
% Veränd.	-152,2	40,9	-21,8	17,6
EPS adjusted (EUR)	0,21	0,30	0,23	0,27
% Veränd.	-152,2	40,9	-21,8	17,6
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	0,21	0,30	0,23	0,27
% Veränd.	-247,0	40,9	-21,8	17,6
CFPS (EUR)	0,45	0,70	0,49	0,51
% Veränd.	87,8	55,1	-30,3	3,9
Dividende (EUR)	0,06	0,08	0,07	0,08
EBITA-Marge (%)	3,7	4,7	5,1	6,1
CAGR (Umsatz; 04-07e)				15,1%
CAGR (EBITA; 04-07e)				35,8%
EV/Umsatz	0,1	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	2,1	5,4	4,2	2,9
EV/EBITA	3,6	9,1	7,1	4,6
EV/EBIT	3,6	9,1	7,1	4,6
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	13,9	10,9	15,6	13,2
PEG-Ratio				1,5
KCF	6,5	4,7	7,4	7,2
Div. Rendite (%)	2,0	2,5	1,9	2,1

Inhalt

- 4 Bewertung
 - 5 DCF-Bewertung
- 7 IT-Services: Anhaltende Erholung erwartet
- 11 BRAIN FORCE HOLDING: Unternehmensgeschichte und -strategie
- 14 Drei Geschäftsbereiche: Enterprise Services, Business Solutions und Technology & Infrastructure
- 17 Diskussion der GuV-Entwicklung
- 20 Segmentergebnisse
- 21 Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung
- 22 Cashflow-Entwicklung
- 23 Konzernbilanz

Investment Story

Das Geschäftsmodell von BRAIN FORCE basiert auf einer Build & Buy Strategie. BRAIN FORCE hat seit 1999 bereits sieben Akquisitionen durchgeführt, die neben dem Auf- bzw. Ausbau des Produktgeschäfts in erster Linie der regionalen Expansion gedient haben. Unter den mittelständischen Unternehmen zählt BRAIN FORCE damit zu den Konsolidierern der Industrie. BRAIN FORCE übernimmt in der Regel keine Sanierungsfälle, sondern profitable Unternehmen. Die Targets sollten sich in einer Umsatzgrößenordnung zwischen EUR 8-18 Mio. bewegen (durchschnittlich EUR 12-13 Mio.). Inhaltlich stehen für BRAIN FORCE neben Akquisitionen zur Abdeckung weißer regionaler Flecke auch Unternehmen als Übernahmeziele im Fokus, die als Lösungsanbieter mit komplementären Produkten zum bestehenden Produktportfolio von BRAIN FORCE positioniert sind. Außerdem kommen Unternehmen in Frage, die eine starke Vertriebsorganisation in den Regionen besitzen, die von BRAIN FORCE aktuell noch nicht abgedeckt werden. Die „Build“-Komponente der Strategie von BRAIN FORCE beinhaltet Investitionen in das organische Wachstum. BRAIN FORCE setzt hierbei folgende Schwerpunkte: **1) Die Weiterentwicklung und Standardisierung des bestehenden Produktportfolios, 2) Ausbau des Produkt- und Lösungsvertriebs in allen Landesgesellschaften, um neuen Produkten einen effektiven Marktzugang zu garantieren und 3) Aufbau eines indirekten Vertriebskanals für die Produkte, die sich international vermarkten lassen (hohe Standardisierbarkeit erforderlich).**

Value Drivers

BRAIN FORCE fasst sein operatives Geschäft in drei Segmenten zusammen: Enterprise Services (traditionelles IT Services), Business Solutions (Produktgeschäft) und Technology & Infrastructure. BRAIN FORCE konnte im Jahr 2005 abgesehen vom Segment Enterprise Services (-1,3% y-o-y) sowohl im Segment Business Solutions (+29,1% y-o-y) als auch im Segment Technology & Infrastructure (+54,4% y-o-y) deutliche Umsatzsteigerungen verbuchen, wobei das Unternehmen auch von Konsolidierungseffekten aufgrund zweier Übernahmen profitierte. Die operative Marge profitierte von dieser Entwicklung, da sowohl Business Solutions als auch Technology & Infrastructure im Gegensatz zum Segment Enterprise Services (EBIT-Marge um die 5%) EBIT-Margen von rund 9% auswies. Wir gehen davon aus, dass BRAIN FORCE künftig versuchen wird, den Umsatzanteil der beiden höher margigen Segmente weiter zu steigern, da wir das Margenpotenzial im Segment Enterprise Services basierend auf der aktuellen Ausrichtung für begrenzt erachten (HVBe: 5-7%). Weiteres Margenpotenzial für das Segment Enterprise Services sehen wir etwa in einer Anreicherung der Dienstleistungen um Themen wie Managed Services (etwa Netzwerkbetrieb für den Kunden) oder Outsourcing. Um das Ziel eines Ausbaus der Segmente Business Solutions bzw. Technology & Infrastructure zu erreichen, erwarten wir weitere Übernahmen, die entweder die regionale Positionierung des Unternehmens verbessern oder das Produktportfolio abrunden. Zudem gehen wir von einer zunehmenden internationalen Vermarktung der bestehenden Produkte aus.

Bewertung

Wir nehmen unsere Coverage der BRAIN FORCE HOLDING mit einem Anlageurteil Outperform und Kursziel von EUR 4,30 auf. BRAIN FORCE konnte im Jahr 2005 seine Build & Buy-Strategie erfolgreich umsetzen. Wir erwarten, dass das Unternehmen auch in 2006 davon profitieren wird und gehen von einer deutlichen Umsatzsteigerung sowie einem weiteren Margenausbau aus. Das aktuelle Kursniveau reflektiert dies u. E. noch nicht ausreichend. Sowohl unser Peergroup-Vergleich (Aufwärtspotenzial von rund 18%) als auch unser DCF-Modell weisen ein deutliches Upside auf (Aufwärtspotenzial von rund 18%).

Bewertung

Anlageurteil
Outperform –
Kursziel EUR 4,30

Wir nehmen die Coverage der BRAIN FORCE HOLDING mit einem Anlageurteil Outperform und Kursziel von EUR 4,30 auf. BRAIN FORCE konnte im Jahr 2005 seine Build & Buy Strategie erfolgreich umsetzen. Wir erwarten, dass das Unternehmen auch in 2006 davon profitieren wird und gehen von einer deutlichen Umsatzsteigerung sowie einem weiteren Margenausbau aus. Das aktuelle Kursniveau reflektiert dies u. E. noch nicht ausreichend. Sowohl unser Peergroup-Vergleich (Aufwärtspotenzial von rund 18%) als auch unser DCF-Modell weisen ein deutliches Upside auf (Aufwärtspotenzial von rund 18%).

Unterbewertung im
Peergroup-Vergleich

BRAIN FORCE besitzt einen deutlichen Abschlag ggü. anderen IT-Services Anbietern. Der aktuelle Bewertungsabschlag von BRAIN FORCE gegenüber anderen IT Services Anbietern resultiert u. E. auch aus der im Vergleich relativ niedrigen EBIT-Marge von aktuell leicht unter 5%. Die Bewertung sollte sich aus diesem Grund u. E. eher an den Multiples (EV/Umsatz) von Werten wie itelligence oder Cap Gemini orientieren, die eine ähnliche Profitabilität aufweisen. Wir haben uns bei unserem Multiple-Ansatz am KGV (2007) orientiert und sehen hier auf Basis unserer aktuellen Schätzungen im Vergleich zum Durchschnitt noch ein deutliches Aufwärtspotenzial von rund 18% auf dem aktuellen Kursniveau.

BEWERTUNGSÜBERBLICK: EUROPÄISCHE IT-SERVICES PEERGROUP

	Kurs	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV		
		04-Mai-06	2006e	2007e	2006e	2007e	2006e	2007e
ALTEN	EUR	30,68	1,7	1,5	12,1	10,8	19,8	17,7
ALTRAN TECH.	EUR	11,85	1,2	1,1	14,2	11,6	21,2	16,5
ATOS ORIGIN	EUR	58,50	0,8	0,7	9,5	8,8	14,3	12,9
CAP GEMINI	EUR	45,60	0,8	0,7	15,1	11,8	26,1	20,1
GFI INFORMATIQUE	EUR	6,87	0,6	0,6	10,3	9,0	14,3	12,1
IDS SCHEER	EUR	17,97	1,5	1,4	14,1	11,5	25,0	20,0
INDRA SISTEMAS	EUR	16,42	1,6	1,5	13,7	12,2	20,8	18,4
ITELLIGENCE	EUR	3,73	0,5	0,5	11,1	8,4	18,7	14,3
LOGICACMG	GBp	191,50	1,0	0,9	11,6	10,0	18,7	15,9
SOPRA GROUP	EUR	73,95	1,0	0,9	12,4	11,2	19,9	17,4
TIETOENATOR	EUR	24,73	1,1	1,1	11,2	9,9	15,9	13,5
XANSA	GBp	92,50	0,9	0,8	15,6	12,7	20,2	15,4
Durchschnitt			1,1	1,0	12,6	10,7	19,6	16,2
BRAIN FORCE HOLDING	EUR	3,63	0,4	0,3	7,1	4,6	15,6	13,2

Quellen: I/B/E/S, HVB Global Markets Research

DCF-Bewertung

DCF-Modell: Kursziel
von EUR 4,30

Wir haben bei unserem DCF-Modell folgende Annahmen getroffen. Wir erwarten eine CAGR der Umsatzerlöse (2005-2015) von rund 9%. Für das EBIT haben wir eine überproportionale Steigerung von 18% im gleichen Zeitraum unterstellt. Dies entspricht einer Steigerung der EBIT-Marge von 4,7% auf 10,6%. Das hybride Geschäftsmodell aus traditionellen IT-Dienstleistungen in Kombination mit dem Produktgeschäft sollte es BRAIN FORCE u. E. ermöglichen diese Margen zu erreichen. Für die langfristige Wachstumsrate des FCF haben wir 3% unterstellt und unsere WACC liegen bei rund 10%. Der Anteil des Endwerts am Unternehmenswert beträgt rund 14%.

DCF-Modell

		2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	EUR Mio.	89,4	98,3	110,1	121,1	130,8	139,9	149,7	160,2	169,8	180,0
Nettoergebnis nach Steuern	EUR Mio.	3,1	4,0	4,9	5,9	6,8	7,9	9,0	10,3	11,6	12,9
EBIT	EUR Mio.	4,6	6,0	7,3	8,7	10,2	11,8	13,5	15,4	17,3	19,2
Bereinigungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Steuern	EUR Mio.	-1,5	-2,0	-2,4	-2,9	-3,4	-3,9	-4,5	-5,1	-5,7	-6,3
zuzügl. Abschreibungen auf IAV und SAV	EUR Mio.	3,3	3,3	3,5	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4	3,3	3,4
abzügl. Wachstum des Betriebsvermögens (netto)	EUR Mio.	-1,8	-1,9	-2,2	-2,4	-2,6	-2,7	-2,9	-3,1	-3,3	-3,5
abzügl. Investitionen in IAV und SAV	EUR Mio.	-2,1	-2,2	-2,4	-2,5	-2,7	-2,8	-3,0	-3,1	-3,3	-3,4
abzügl. Minderheitenanteile	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Liquiditätsüberschuss	EUR Mio.	2,4	3,0	3,7	4,4	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8
Jahre		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Barwert des Endwertes	EUR Mio.	8,6									
Anteil des Endwertes am Unternehmenswert	%	14,4									
Langfristige Wachstumsrate des FCF	%	3,0									
Unternehmenswert	EUR Mio.	59,3									
Langfristige Verschuldung	EUR Mio.	-6,5									
Wert des gesamten Eigenkapitals	EUR Mio.	65,8									
Fairer Wert je Aktie	EUR	4,27									
Gewichteter Kapitalkostensatz	%	10,2									

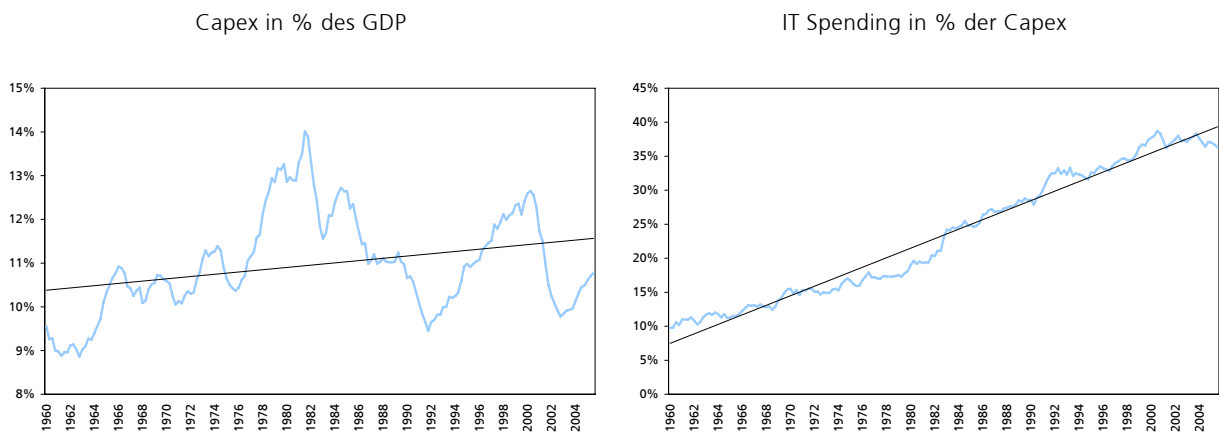
Quelle: HVB Global Markets Research

IT-Services: Anhaltende Erholung erwartet

Erholung des Corporate IT-Spending hält an

Die gesamten Capex setzen ihre Erholung nach Erreichen ihres Tiefpunkts in Q1/03 unverändert fort. Im Zuge des Platzens der Tech-Bubble brachen auch die Capex in den USA ein. Sie erreichten ihren Tiefpunkt in Q1/03 und konnten seitdem eine anhaltende Erholung verzeichnen. Von dieser Entwicklung profitierten sowohl Software-Anbieter als auch IT-Services Unternehmen.

USA: ANHALTENDE ERHOLUNG DES IT-SPENDING



Quelle: Bureau of Economic Analysis

Graduelles Wachstum des IT-Services Marktes erwartet

Der Marktforscher Gartner Group erwartet für den weltweiten IT-Services Markt eine CAGR (2004-09e) von 5,5%. Allerdings wird die Wachstumsrate durch die Abwertung des USD verzerrt. Gartner geht etwa davon aus, dass von dem ausgewiesenen Marktwachstum in 2005 von 6,0% organisch lediglich rund 4,9% generiert werden konnten. Die Segmente mit den höchsten Wachstumsperspektiven sind Process Management mit einer CAGR von 8,9%, IT Management Services (CAGR von 6,0%) sowie Development und Integration (CAGR 5,3%). In Anbetracht des erwarteten Marktwachstums im mittleren einstelligen Wachstums wird deutlich, dass IT-Services Anbieter in erster Linie dann überdurchschnittliche Wachstumsraten ausweisen können, wenn es ihnen gelingt, Konkurrenten Marktanteile abzunehmen.

IT SERVICES MARKT NACH SEGMENTEN: WELTWEIT, 2003-09E (USD MIO.)

	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	CAGR (04-09e)
Hardware Maintenance and Support	80.804	84.754	85.943	86.036	87.611	89.502	91.534	1,6%
Software Support	43.741	47.574	50.237	52.223	54.892	57.858	61.158	5,2%
Consulting	41.985	44.972	47.303	49.195	51.664	54.186	56.819	4,8%
Development and Integration	161.031	174.861	187.321	195.367	205.543	215.779	226.200	5,3%
IT Management Services	134.080	147.602	156.485	163.738	173.956	185.298	197.297	6,0%
Process Management	75.232	82.721	90.123	97.636	106.339	116.048	126.767	8,9%
Gesamt	536.872	582.485	617.411	644.195	680.006	718.671	759.773	5,5%

Quelle: Gartner Group (12/2005)

Nordamerika als wichtigster IT-Services Markt

Auf Nordamerika entfielen im Jahr 2005 rund 44% des weltweiten IT-Services Marktes. Die Gartner Group erwartet, dass dieser Anteil auf rund 46% im Jahr 2009 ansteigen wird. Im Zeitraum 2004 bis 2009 erwartet die Gartner Group eine durchschnittliche Wachstumsrate (CAGR) von 6,5% für diese Region. Das erwartete Marktvolumen beläuft sich auf rund USD 347,3 Mrd. Damit bleibt Nordamerika der wichtigste IT-Services Markt weltweit. Westeuropa stellt den zweitwichtigsten IT-Services Markt dar (Anteil in 2005 rund 32%). Im Gegensatz zur Region Nordamerika erwartet Gartner hier nur eine relativ niedrige CAGR von 2,8% (2004-09e). Diese reflektiert die unverändert verhaltenen Prognosen für das BIP-Wachstum der wichtigsten Volkswirtschaften in Westeuropa.

IT SERVICES MARKT NACH REGIONEN: WELTWEIT, 2003-09E (USD MIO.)

	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	CAGR (04-09e)
Nordamerika	240.502	253.344	269.402	286.719	305.384	325.396	347.316	6,5%
Lateinamerika	17.414	19.096	21.120	23.378	25.680	28.390	31.394	10,5%
Westeuropa	168.338	189.868	196.346	197.519	203.717	210.439	217.605	2,8%
Osteuropa	3.817	4.200	4.298	4.293	4.435	4.588	4.755	2,5%
Mittlerer Osten und Afrika	6.577	7.388	7.730	7.816	8.177	8.576	9.020	4,1%
Japan	72.725	77.579	83.702	86.853	91.904	97.172	101.867	5,6%
Asien & Pazifik	27.498	31.010	34.813	37.618	40.708	44.110	47.817	9,0%
Gesamt	536.872	582.485	617.411	644.195	680.006	718.671	759.773	5,5%

Quelle: Gartner Group (12/2005)

Das Wachstum sollte sich fortsetzen

Die meisten von uns verfolgten Anbieter sind wieder in den Wachstumsmodus geschwenkt. Nachdem die Mehrheit der Anbieter im Zuge des Technologie-Abschwungs Umsatzrückgänge ausweisen musste, profitierte sie in den Folgejahren von der Nachfragebelebung. Im Einklang mit der Umsatzerholung hat sich auch die Margensituation bei den meisten Anbietern wieder stabilisiert.

IT-SERVICES UNTERNEHMEN IM ÜBERBLICK

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Atos-Origin								
Umsatz	EUR Mio.	2727	2830	3038	3043	3035	5249	5459
Operative Marge	%	8	6	9	9	8	7	8
Mitarbeiterzahl		24429	26442	27440	27606	27677	45800	47814
Umsatz/Mitarbeiter	EUR Tsd.	112	107	111	110	110	115	114
CAP Gemini								
Umsatz	EUR Mio.	7674	8471	8416	7047	5754	6291	6954
Operative Marge	%	10	11	5	2	3	1	3
Mitarbeiterzahl		39210	50249	59906	54882	49805	57387	61036
Umsatz/Mitarbeiter	EUR Tsd.	196	169	140	128	116	110	114
Brain Force								
Umsatz	EUR Mio.	39	61	66	59	60	64	77
Operative Marge	%	6	4	-14	0	0	4	5
Mitarbeiterzahl*		239	273	542	530	598	614	740
Umsatz/Mitarbeiter	EUR Tsd.	162	225	121	111	101	105	104
Mitarbeiterzahl**		484	771	823	750	855	856	1104
Umsatz/Mitarbeiter	EUR Tsd.	80	80	80	79	70	75	70
IDS Scheer								
Umsatz	EUR Mio.	87	126	160	181	221	280	318
Operative Marge	%	14	10	5	13	13	12	10
Mitarbeiterzahl		726	1032	1381	1379	1639	1945	2297
Umsatz/Mitarbeiter	EUR Tsd.	120	122	116	132	135	144	138
itelligence								
Umsatz	EUR Mio.	112	149	183	159	146	131	139
Operative Marge	%	10	-1	-4	-1	-3	4	4
Mitarbeiterzahl		863	1189	1541	1460	1232	943	981
Umsatz/Mitarbeiter	EUR Tsd.	130	125	119	109	118	139	142

* Mitarbeiteranzahl ohne Freelancer

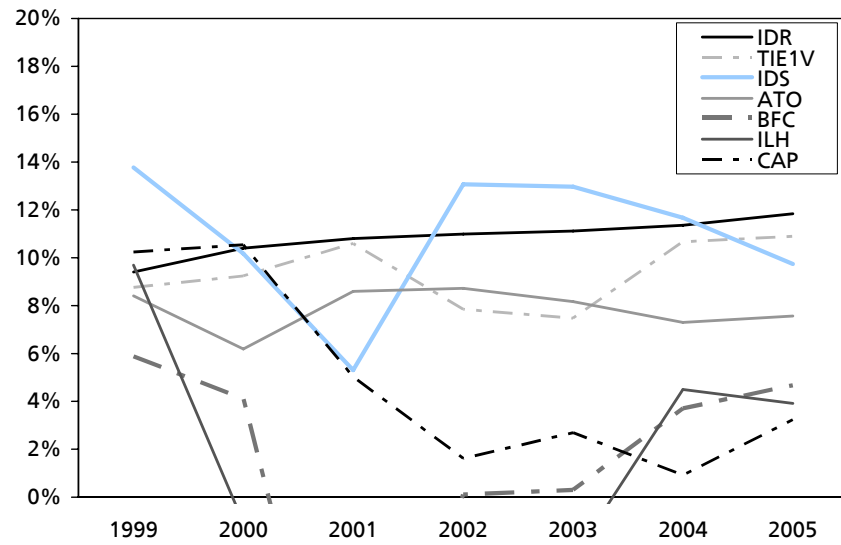
Quellen: Unternehmensangaben, HVB Global Markets Research

** Mitarbeiterzahl inkl. Freelancer

Turnaround vs. Margenstärke

Die IT-Services Anbieter lassen sich im wesentlichen in zwei Lager unterteilen: Margenstärke vs. Turnaround. Zu den Turnaround-Stories zählen wir unverändert Anbieter wie Cap Gemini, BRAIN FORCE oder itelligence, während Unternehmen wie Atos-Origin, Tietoerator, Indra Sistemas oder IDS Scheer sowohl im Abschwung als auch im Zuge der Nachfrageerholung Margenstärke gezeigt haben. Dabei profitieren relativ betrachtet kleinere Anbieter wie IDS Scheer von ihrer Fokussierung auf Spezialbereiche im IT-Services Markt und größere Anbieter wie Tietoerator und Indra Sistemas von ihrer lokalen Fokussierung.

ENTWICKLUNG DER EBIT-MARGEN AUSGEWÄHLTER IT SERVICES ANBIETER



Quelle: Unternehmensangaben

BRAIN FORCE HOLDING: Unternehmensgeschichte und -strategie

Historie

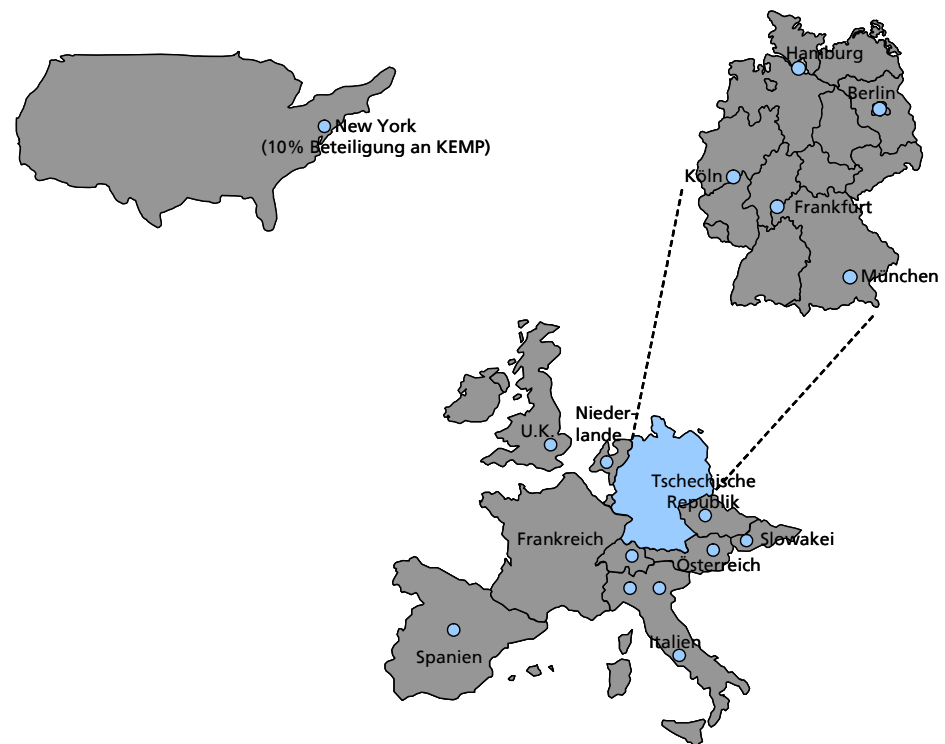
Die BRAIN FORCE HOLDING kann auf eine über 20-jährige Unternehmenshistorie zurückblicken. Die Wurzeln des Unternehmens reichen bis in die 80er Jahre zurück. Nachfolgend haben wir einige Highlights aus der Unternehmenshistorie dargestellt:

- **1983:** Gründung der BRAIN FORCE Software GmbH in München.
 - **1987:** Gründung der BRAIN FORCE Software Österreich in Wien.
 - **1996:** Die BRAIN FORCE Software Österreich wird Konzernmutter.
 - **1997:** Gründung der BRAIN FORCE Software Amsterdam B.V. (erste Tochter im fremdsprachigen Ausland).
 - **1999:** Börsengang der BRAIN FORCE Software am Neuen Markt.
 - **2000:** Übernahme der TEMA Studio di Informatica S.p.A. in Mailand und der Münchner GMRS GmbH.
 - **2002:** Gründung der BRAIN FORCE Software Ltd. in Cambridge und Übernahme der beusen Solutions GmbH in Berlin.
 - **2003:** Nach Aktientausch Übernahme von 77,05% an der NSE Software AG (heute BRAIN FORCE Financial Solutions). Kaufpreis EUR 2,5 Mio.
 - **2004:** Durchführung von zwei Kapitalerhöhungen über in Summe nominal EUR 5,4 Mio.
 - **2005:** Umbenennung der BRAIN FORCE Software AG in BRAIN FORCE Holding. Übernahme der VAI (Niederlande) für EUR 7,2 Mio. sowie der INDIS (Italien) für EUR 1,8 Mio. Zudem erwirbt BRAIN FORCE eine 10%-ige Beteiligung an Kemp Inc. (USA) mit der Option einer Aufstockung auf 30%.
- 2006:** Kapitalerhöhung über nominal EUR 5,1 Mio. zur Finanzierung weiterer Akquisitionen.

Kernmarkt Deutschland

BRAIN FORCE erzielt rund 50% seiner Umsätze in Deutschland, aber der Auslandsanteil der Umsätze sollte mittelfristig steigen. Aufgrund der Konsolidierungseffekte der Akquisitionen von INDIS und VAI in H1/06 wird der Umsatzanteil aus Deutschland unter 50% sinken. Der im Ausland generierte Umsatz verteilt sich im Wesentlichen auf drei Länder: Italien (Umsatzanteil in 2005 rund 28%), Österreich (Umsatzanteil in 2005 rund 16%) und die Niederlande (Umsatzanteil in 2005 rund 4%). Die verbleibenden rund 2% entfallen auf andere Regionen. Wir gehen davon aus, dass BRAIN FORCE im Zuge seiner Build & Buy Strategie in der Zukunft versuchen wird, den Anteil der Auslandsumsätze weiter zu steigern. Betrachtet man die regionale Aufstellung des Unternehmens, so könnten wir uns vorstellen, dass BRAIN FORCE insbesondere in folgenden Regionen über einen Markteintritt oder einen Ausbau der bestehenden Marktposition nachdenkt: Skandinavien, Osteuropa und UK.

DIE STANDORTE DER BRAIN FORCE HOLDING: ES GIBT NOCH WEISSE FLECKEN IN EUROPA



Quellen: Unternehmensangaben, HVB Global Markets Research

Die Build & Buy-Strategie

Das Geschäftsmodell von BRAIN FORCE basiert auf einer Build & Buy Strategie. BRAIN FORCE hat seit 1999 bereits sieben Akquisitionen durchgeführt, die neben dem Auf- bzw. Ausbau des Produktgeschäfts in erster Linie der regionalen Expansion gedient haben. Unter den mittelständischen Unternehmen zählt BRAIN FORCE damit zu den Konsolidierern der Industrie. BRAIN FORCE übernimmt in der Regel keine Sanierungsfälle, sondern profitable Unternehmen. Übernahmziele im Segment Enterprise Services sollen eine EBIT-Marge von rund 5% sowie in den Lösungssegmenten von rund 10% ausweisen. Die Targets sollten sich in einer Umsatzgrößenordnung zwischen EUR 8-18 Mio. bewegen (durchschnittlich EUR 12-13 Mio.). Die Kaufpreise bewegen sich in der Regel einer Bandbreite zwischen 0,5-0,7 (gemessen am Umsatz). Inhaltlich stehen für BRAIN FORCE neben der Abdeckung weißer regionaler Flecke solche Unternehmen als Übernahmziele im Fokus, die als Lösungsanbieter mit komplementären Produkten zum bestehenden Produktportfolio von BRAIN FORCE positioniert sind. Außerdem kommen Unternehmen in Frage, die eine starke Vertriebsorganisation in den Regionen besitzen, die von BRAIN FORCE aktuell noch nicht abgedeckt werden. Die „Build“-Komponente der Strategie von BRAIN FORCE beinhaltet Investitionen in das organische Wachstum. BRAIN FORCE setzt hierbei folgende Schwerpunkte: **1)** Die Weiterentwicklung und Standardisierung des bestehenden Produktportfolios, **2)** Ausbau des Produkt- und Lösungsvertriebs in allen Landesgesellschaften, um neuen Produkten einen effektiven Marktzugang zu garantieren und **3)** Aufbau eines indirekten Vertriebskanals für die Produkte, die sich international vermarkten lassen (hohe Standardisierbarkeit erforderlich).

Diskussion der Kapitalerhöhung

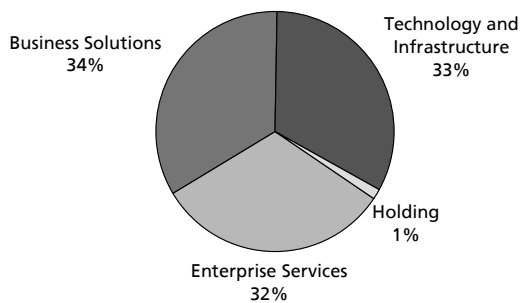
Der Mittelzufluss aus der jüngsten Kapitalerhöhung erweitert den Handlungsspielraum für weitere Übernahmen. BRAIN FORCE hat am 05.04. eine Kapitalerhöhung über nominal EUR 5,1 Mio. erfolgreich abgeschlossen. Der wesentliche Teil der Kapitalerhöhung (rund 4,1 Mio. Aktien) wurde von zwei institutionellen Investoren gezeichnet (Karl-Friedrich Kalmund und March.sixteen Financial Services). Der Emissionspreis lag bei EUR 3,10, so dass BRAIN FORCE rund EUR 15,9 Mio. zugeflossen sind. Der Free Float liegt nach der Kapitalerhöhung bei rund 84%. Im Zuge der Kapitalerhöhung stieg die „Kriegskasse“ für Akquisitionen inkl. zur Verfügung stehender Fremdmittel auf rund EUR 27 Mio. an.

Mitarbeiter: Hoher Anteil an Freelancern

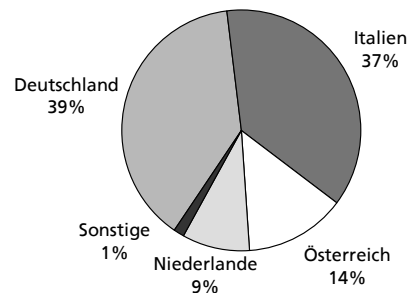
Die Personalstruktur von BRAIN FORCE zeichnet sich durch einen hohen Anteil an Freelancern aus. Ende 2005 beschäftigte BRAIN FORCE mehr als 1100 Mitarbeiter. Eine Besonderheit des Geschäftsmodells von BRAIN FORCE ist u. E. der hohe Anteil der Freelancer: 814 Angestellten standen ca. 300 Freelancer gegenüber. Durch den Einsatz der Freelancer versucht BRAIN FORCE flexibler auf die jeweilige Nachfragesituation reagieren zu können bzw. von der Vermittlung von IT-Personal zu profitieren. Betrachtet man den Mitarbeitersplit nach Segmenten, so entfallen auf alle operativen Segmente ungefähr gleich viele Mitarbeiter (Business Solutions rund 34%, Enterprise Services rund 32% und Technology und Infrastructure rund 33%) und auf die übergeordnete Holding, die für die strategische Ausrichtung des Unternehmens verantwortlich ist, rund 1%. Die beiden nachfolgenden Grafiken geben einen Überblick über die regionale Aufteilung der Mitarbeiter und den Split nach den einzelnen Segmenten.

MITARBEITER NACH SEGMENTEN UND REGIONEN

Mitarbeiter (exkl. Freelancer) nach Segmenten (2005)



Mitarbeiter (exkl. Freelancer) nach Regionen (2005)



Quellen: Unternehmensangaben, HVB Global Markets Research

Drei Geschäftsbereiche: Enterprise Services, Business Solutions und Technology & Infrastructure

BRAIN FORCE fasst sein operatives Geschäft in drei Segmenten zusammen: Enterprise Services (traditionelles IT Services), Business Solutions (Produktgeschäft) und Technology & Infrastructure. BRAIN FORCE konnte im Jahr 2005 abgesehen vom Segment Enterprise Services (-1,3% y-o-y) sowohl im Segment Business Solutions (+29,1% y-o-y) als auch im Segment Technology & Infrastructure (+54,4% y-o-y) deutliche Umsatzsteigerungen verbuchen, wobei das Unternehmen auch von Konsolidierungseffekten aufgrund zweier Übernahmen profitierte. Die operative Marge profitierte von dieser Entwicklung, da sowohl Business Solutions als auch Technology & Infrastructure im Gegensatz zum Segment Enterprise Services (EBIT-Marge um die 5%) EBIT-Margen von rund 9% auswies. Wir gehen davon aus, dass BRAIN FORCE künftig versuchen wird, den Umsatzanteil der beiden höher margigen Segmente weiter zu steigern, da wir das Margenpotenzial im Segment Enterprise Services basierend auf der aktuellen Ausrichtung für begrenzt erachten (HVBe: 5-7%). Weiteres Margenpotenzial für das Segment Enterprise Services sehen wir etwa in einer Anreicherung der Dienstleistungen um Themen wie Managed Services (etwa Netzwerkbetrieb für den Kunden) oder Outsourcing. Um das Ziel eines Ausbaus der Segmente Business Solutions bzw. Infrastructure & Technology zu erreichen, erwarten wir weitere Übernahmen, die entweder die regionale Positionierung des Unternehmens verbessern oder das Produktportfolio abrunden. Zudem gehen wir von einer zunehmenden internationalen Vermarktung der bestehenden Produkte aus.

Ausbau des höher-
margigen Umsatz-
anteils

Verringerung der Abhängigkeit von klassischen IT-Dienstleistungen durch Übernahmen: BRAIN FORCE hat in 2005 zwei Übernahmen durchgeführt: VAI BV (Niederlande) und INDIS S.p.A. (Italien). Im Zuge der Übernahmen stieg der Umsatzanteil der beiden Segmente Business Solutions und Technology & Infrastructure deutlich von rund 53% in H1/05 auf rund 61% in H2/05 an. BRAIN FORCE ist es dadurch gelungen, die Abhängigkeit vom traditionellen IT Service Geschäft, das in der Gruppe die niedrigsten Margen ausweist, zu verringern.

Enterprise Services

Auf das Segment Enterprise Services entfiel im Jahr 2005 ein Umsatzanteil von rund 42%.

■ **Umsatz- und Ergebnistrend:** BRAIN FORCE musste im Jahr 2005 einen leichten Umsatzrückgang im Segment Enterprise Services von 1,3% y-o-y von EUR 32,9 Mio. auf EUR 32,5 Mio. ausweisen. Im Gegensatz zum Umsatz konnte die EBIT-Marge von 3,9% auf 5,1% gesteigert werden. Hauptgrund für die berichteten rückläufigen Umsatzerlöse war ein Umsatzrückgang in Österreich um rund EUR 1,5 Mio., der nur zum Teil durch steigende Umsätze in Deutschland um EUR 1,1 Mio. ausgeglichen werden konnte. In Österreich belastete das Auslaufen eines Großprojektes Ende 2004, für das BRAIN FORCE nicht rechtzeitig ausreichend Anschlussprojekte gewinnen konnte. Nachdem in H2/05 zwei bedeutende Neukunden aus dem Bankensektor gewonnen werden konnten, erwarten wir in 2006 im Jahresvergleich wieder steigende Umsätze (HVBe: +10,6% y-o-y auf EUR 35,9 Mio. in 2006). Wir sehen für das Segment Enterprise Services Weiterentwicklungspotenzial.

- **Angebotene Lösungen:** Reines Dienstleistungsgeschäft (Consulting, Development, Integration, Migration, Rollout, Operation, Support und Wartung).
- **Wettbewerber:** Zu den Konkurrenten in diesem Segment gehören klassische IT Services-Unternehmen.

Business Solutions

Auf das Segment Business Solutions entfiel im Jahr 2005 ein Umsatzanteil von rund 30%.

- **Umsatz- und Ergebnistrend:** Im Segment Business Solutions konnte BRAIN FORCE dagegen die Umsatzerlöse um 29,1% y-o-y von EUR 17,8 Mio. auf EUR 23,0 Mio. in 2005 steigern. Hierbei profitierte das Unternehmen auch durch die Übernahme des italienischen Unternehmens INDIS (Anbieter der ERP-Software Visual Space) in 06/2005, die ab H2/05 konsolidiert wurde. Das organische Umsatzplus des Segments Business Solutions hat dennoch bei 17,5% y-o-y gelegen. Die EBIT-Marge des Segments konnte mit 9,0% in 2005 im Jahresvergleich nahezu stabil gehalten werden (2004: 8,9%). BRAIN FORCE ist es gelungen, in den größeren Regionen (Deutschland, Italien und Österreich) ein positives Umsatzwachstum in 2005 zu erzielen. Für 2006 erwarten wir eine Steigerung der Umsatzerlöse von 9,9% y-o-y auf EUR 25,3 Mio.
- **Angebotene Lösungen:** Umfasst Banklösungen, Business Process Outsourcing, ERP & CRM Systeme (inkl. Übernahme INDIS) sowie Financial Solutions. Produkte: Visual Space – ERP für kleinere Mittelständler (INDIS), Vorsorgeoptimierung (Darlegung der Versorgungslücke beim Thema Altersvorsorge) und Financial Services (BRAIN FORCEFINAS).
- **Wettbewerber:** Zu den Wettbewerbern für das Produkt FINAS bzw. Module des Produktes zählen unter anderem SAP, Update Software, Oracle (Siebel) oder auch FJH und Elaxy. Zu den Wettbewerbern für das Produkt Visual Space gehören neben lokalen kleineren ERP-Playern auch SAP, Sage oder Exact Software.

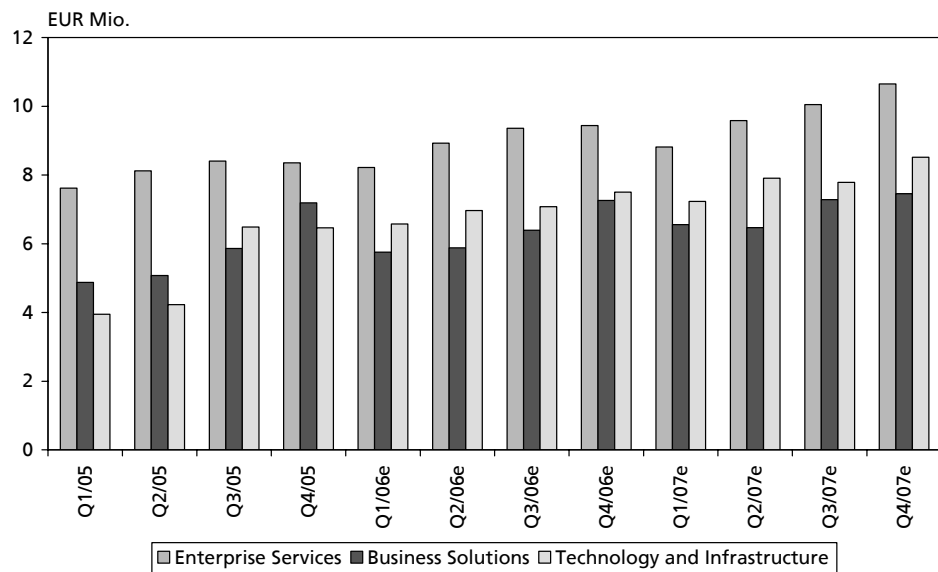
Technology & Infrastructure

Auf das Segment Technology & Infrastructure entfiel im Jahr 2005 ein Umsatzanteil von rund 28%.

- **Umsatz- und Ergebnistrend:** Im Segment Technology & Infrastructure konnte BRAIN FORCE die Umsatzerlöse um 54,4% y-o-y von EUR 13,7 Mio. auf EUR 21,1 Mio. in 2005 steigern. Hierbei profitierte das Unternehmen auch durch die Übernahme des niederländischen Unternehmens VAI in 06/2005, das ab 08/05 konsolidiert wurde. Das organische Umsatzplus des Segments Technology & Infrastructure hat dennoch bei 30,0% y-o-y gelegen. Die EBIT-Marge des Segments konnte um 1,8 PP y-o-y von 7,1% auf 8,9% in 2005 gesteigert werden. In allen größeren Regionen (Deutschland, Italien, Niederlande und Österreich) wurden Umsatzsteigerungen verzeichnet. Für 2006 erwarten wir in diesem Segment die höchste Umsatzdynamik und eine Steigerung der Umsatzerlöse um 33,2% y-o-y auf EUR 28,1 Mio.
- **Angebotene Lösungen:** Unter dem Segment Technology & Infrastructure werden folgende Angebote zusammengefasst: Migration Out Of The Box (etwa der Umstieg auf ein neues MS-Betriebssystem wie Windows XP), Packaging Robot (Beschleunigung des Prozesses der Software-Paketierung auf Basis von Best-Practices) und der Net Organizer (dieser ist das Nachfolgeprodukt von beusenKNV und gibt Informationen über die aktuelle Belegung der Netzressourcen).

- Wettbewerber:** Bei der Analyse der Wettbewerber von BRAIN FORCE muss nach den einzelnen Produkten unterschieden werden: Zu den Wettbewerbern für das Produkt Net Organizer zählen etwa FNT 6000, Steinmayr GmbH, IEEF mit InfoCable oder Siemens mit den Produkten FM32 und Condis. Zu den Wettbewerbern der im vergangenen Jahr akquirierten VAI gehören Anbieter wie Baramundi, Matrix42, Enteo, Landesk u. a. Für das Produkt INKAS zählen wir Global Player wie Siemens (HiPatch Manager), Ericsson (D.N.A.) sowie Alcatel (MD-Manager) und Mittelständler wie Alwin Pro, X-Bill und TABS.

UMSATZENTWICKLUNG DER GESCHÄFTSBEREICHE VON BRAIN FORCE
(QUARTALSBERACHTUNG: Q1/05-Q4/07E)

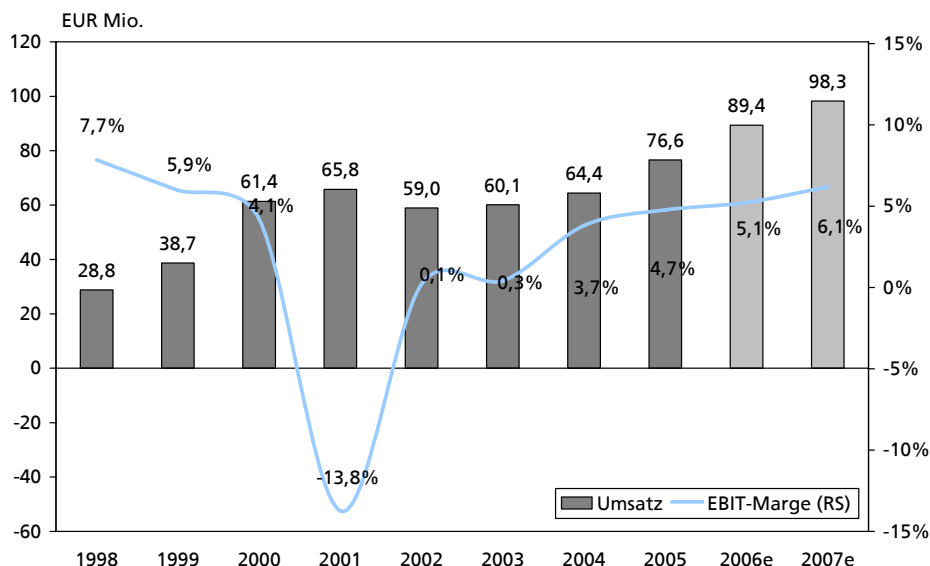


Quellen: Unternehmensangaben, HVB Global Markets Research

Diskussion der GuV-Entwicklung

Für BRAIN FORCE liegt der Fokus auf profitabilem Wachstum. In Anbetracht des von uns erwarteten Umsatzwachstums gehen wir insgesamt im Betrachtungszeitraum (bis 2007) von einem deutlichen Umsatzwachstum (CAGR 2005-07 von 13%) und lediglich einem verhaltenen Margenausbau (EBIT) von 4,7% in 2005 auf 6,1% in 2007 aus. Das deutlichste Umsatzwachstum erwarten wir aktuell im Segment Technology & Infrastructure von EUR 21,1 Mio. in 2005 auf EUR 31,4 Mio. in 2007. Dabei unterstellen wir einen leichten Ausbau der EBIT-Marge im gleichen Zeitraum von 8,9% auf 9,7%. Für das Segment Business Solutions erwarten wir eine Ausweitung der Umsätze von EUR 23,0 Mio. auf EUR 27,8 Mio. und einen Steigerung der EBIT-Marge von 9,0% auf 9,7%. Das Segment Enterprise Services wird u. E. weiterhin die niedrigste EBIT-Marge in der Gruppe ausweisen, auch wenn wir hier die deutlichste Steigerung erwarten: Von aktuell 5,1% auf 6,9% in 2007. Die Umsätze sollten von EUR 32,5 Mio. auf EUR 39,1 Mio. bis 2007 zulegen. Auf Basis der jüngst durchgeführten Kapitalerhöhung erwarten wir, dass BRAIN FORCE weitere Akquisitionen vornehmen wird, die zusätzliches Umsatzpotenzial bedeuten. Der jüngste Track-Record des Unternehmens war mit INDIS und VAI viel versprechend, so dass wir aktuell davon ausgehen, dass auch künftige Akquisitionen ergebnissteigernd sein werden.

UMSATZ- UND EBIT-MARGENENTWICKLUNG IM ÜBERBLICK: 1998 BIS 2007E



Quellen: Unternehmensangaben, HVB Global Markets Research

Guidance vs. HVBe

BRAIN FORCE plant in 2006 eine deutliche Umsatzsteigerung bei einem gleichzeitigen Margenausbau. Demnach erwartet das Unternehmen eine Umsatzsteigerung um rund 17% y-o-y von EUR 76,6 Mio. auf EUR 90 Mio. (HVBe: EUR 89,4 Mio.). Das organische Umsatzwachstum dürfte dabei rund 10% y-o-y betragen. Die verbleibenden rund EUR 6 Mio. sind auf die Konsolidierung von INDIS und VAI zurückzuführen. Der aktuelle Auftragsbestand von EUR 21,3 Mio. (Q4/05) sollte BRAIN FORCE helfen, dieses Ziel zu erreichen. Von dem Order Backlog entfallen rund EUR 3,7 Mio. auf Wartungsumsätze und die verbleibenden rund EUR 18 Mio. auf das traditionelle Servicegeschäft. Das angestrebte Umsatzwachstum soll bei einem gleichzeitigen Ausbau der EBIT-Marge von 4,7% in 2005 auf rund 5% in 2006 erfolgen und liegt im Rahmen unserer Schätzung (HVBe: 5,1%).

GUV-ENTWICKLUNG: UNTERNEHMENSPROGNOSE VS. HVB-SCHÄTZUNG

		2006e		2007e	
		BRAIN FORCE	HVBe	BRAIN FORCE	HVBe
Umsatz	EUR Mio.	90	89,4	n/a	98,3
EBITDA	EUR Mio.	9	7,9	n/a	9,3
EBIT	EUR Mio.	4,5	4,6	n/a	6,0

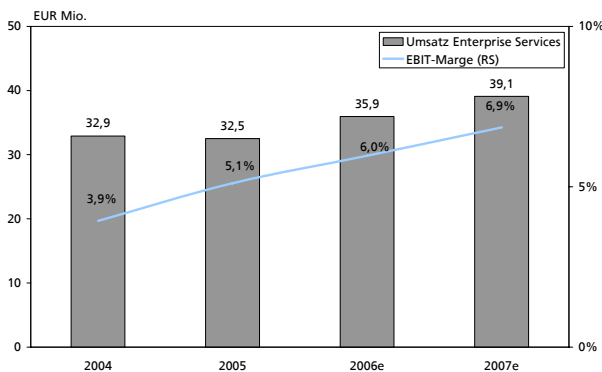
Quellen: Unternehmensangaben, HVB Global Markets Research

Enterprise Services mit niedrigster Marge in der Gruppe

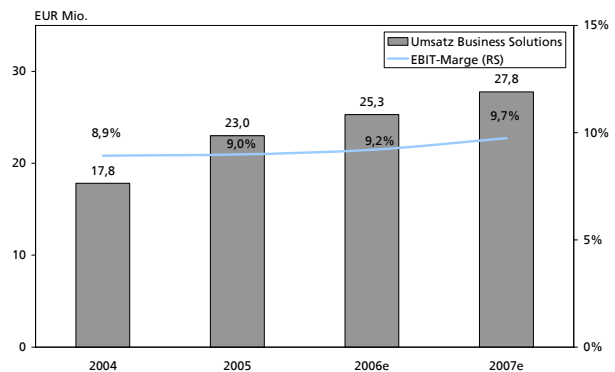
Wir erwarten im Segment Enterprise Services die deutlichste Margensteigerung. Mit einer EBIT-Marge von 5,1% weist der größte Umsatzträger, das Segment Enterprise Services, in der BRAIN FORCE Gruppe die niedrigste Marge aus. Aufgrund eines zunehmenden Anteils höherwertiger Services erwarten wir einen Ausbau der EBIT-Marge bis 2007 auf 6,9%. Bei den beiden margenstärksten Segmenten Business Solutions und Technology & Infrastructure erwarten wir demgegenüber lediglich eine leichte Steigerung der operativen Marge um 0,7 PP bzw. 0,8 PP. Wir rechnen in beiden Segmenten mit einem steigenden Anteil der Lizenz- und Wartungserlöse, so dass eine leichte Steigerung der operativen Marge realistisch erscheint.

DIE GESCHÄFTSBEREICHE IM ÜBERBLICK: UMSATZ- UND PROFITABILITÄTSENTWICKLUNG

Enterprise Services: Niedrigste Marge in der Gruppe

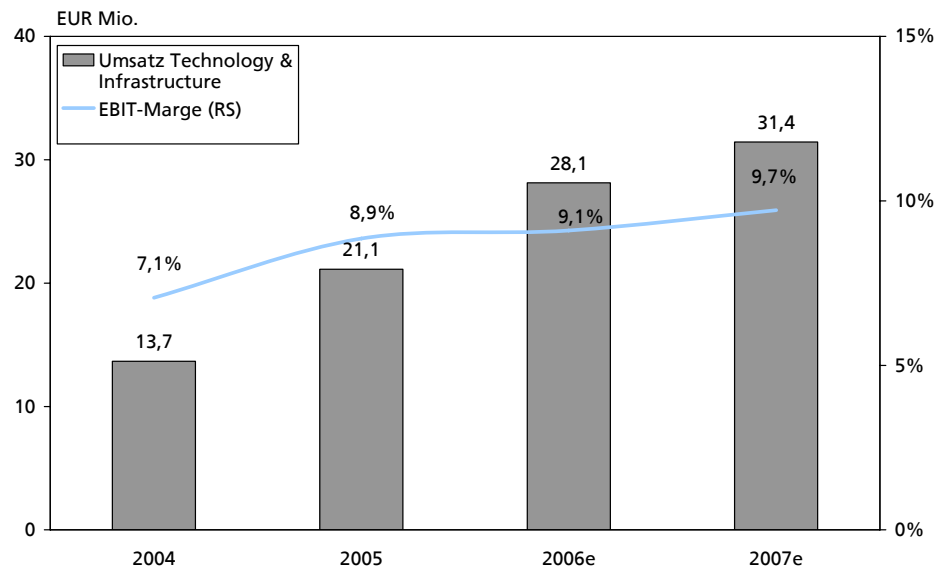


Business Solutions: Leichte Margensteigerung erwartet



Quellen: Unternehmensangaben, HVB Global Markets Research

TECHNOLOGY & INFRASTRUCTURE: ANHALTEND HOHE MARGE ERWARTET



Quellen: Unternehmensangaben, HVB Global Markets Research

Segmentergebnisse

		2004	2005	2006e	2007e
Gruppe					
Umsatz	EUR Mio.	64,4	76,6	89,4	98,3
<i>Umsatzwachstum</i>	%	7,2	18,9	16,6	10,0
EBIT	EUR Mio.	2,4	3,6	4,6	6,0
<i>EBIT-Marge</i>	%	3,7	4,7	5,1	6,1
Enterprise Services					
Umsatz	EUR Mio.	32,9	32,5	35,9	39,1
<i>Umsatzwachstum</i>	%	n/a	-1,3	10,6	8,7
<i>Umsatzanteil</i>	%	51,1	42,4	40,2	39,8
EBIT	EUR Mio.	1,3	1,7	2,1	2,7
<i>EBIT-Marge</i>	%	3,9	5,1	6,0	6,9
Business Solutions					
Umsatz	EUR Mio.	17,8	23,0	25,3	27,8
<i>Umsatzwachstum</i>	%	n/a	29,1	9,9	9,8
<i>Umsatzanteil</i>	%	27,7	30,0	28,3	28,2
EBIT	EUR Mio.	1,6	2,1	2,3	2,7
<i>EBIT-Marge</i>	%	8,9	9,0	9,2	9,7
Technology and Infrastructure					
Umsatz	EUR Mio.	13,7	21,1	28,1	31,4
<i>Umsatzwachstum</i>	%	n/a	54,4	33,2	11,8
<i>Umsatzanteil</i>	%	21,2	27,6	31,5	32,0
EBIT	EUR Mio.	1,0	1,9	2,6	3,1
<i>EBIT-Marge</i>	%	7,1	8,9	9,1	9,7
Holding					
Umsatz	EUR Mio.	0	0	0	0
<i>Umsatzwachstum</i>	%	n/a	n/a	n/a	n/a
<i>Umsatzanteil</i>	%	0	0	0	0
EBIT	EUR Mio.	-1,5	-2,0	-2,5	-2,4
<i>EBIT-Marge</i>	%	n/a	n/a	n/a	n/a

Anmerkung: Aufgrund einer Segmentumstellung sind die Daten erst ab 2004 verfügbar

Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

		2003	2004	2005	2006e	2007e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	60,1	64,4	76,6	89,4	98,3
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	-0,2	0,1	0	1,0	1,0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	1,1	1,7	1,3	1,4	1,4
Gesamtleistung	EUR Mio.	61,0	66,2	78,0	91,8	100,7
Materialaufwand	EUR Mio.	-42,0	-46,2	-53,4	-62,6	-68,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>69,0</i>	<i>69,8</i>	<i>68,5</i>	<i>68,2</i>	<i>67,8</i>
Personalaufwand	EUR Mio.	-10,9	-10,8	-12,8	-14,8	-16,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>17,9</i>	<i>16,3</i>	<i>16,4</i>	<i>16,1</i>	<i>16,0</i>
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,8	1,1	0,9	1,1	1,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>1,4</i>	<i>1,7</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>	<i>1,4</i>
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-5,8	-6,2	-6,7	-7,6	-8,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>9,6</i>	<i>9,3</i>	<i>8,5</i>	<i>8,3</i>	<i>8,4</i>
EBITDA	EUR Mio.	3,0	4,1	6,0	7,9	9,3
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>5,0</i>	<i>6,4</i>	<i>7,9</i>	<i>8,8</i>	<i>9,4</i>
Abschreibungen (ohne Goodwill)	EUR Mio.	-1,6	-1,7	-2,5	-3,3	-3,3
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>2,6</i>	<i>2,6</i>	<i>3,2</i>	<i>3,6</i>	<i>3,3</i>
EBITA	EUR Mio.	1,4	2,4	3,6	4,6	6,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>2,4</i>	<i>3,7</i>	<i>4,7</i>	<i>5,1</i>	<i>6,1</i>
Goodwillabschreibungen	EUR Mio.	-1,3	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-2,1</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
EBIT	EUR Mio.	0,2	2,4	3,6	4,6	6,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0,3</i>	<i>3,7</i>	<i>4,7</i>	<i>5,1</i>	<i>6,1</i>
Abschreibungen auf FAV und UV	EUR Mio.	0	0,6	0	0	0
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	0,4	0,4	0	0	0
Zinsergebnis	EUR Mio.	-0,2	0	0,1	0,4	0,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-0,3</i>	<i>0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>
Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	0,4	3,4	3,7	5,1	6,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0,7</i>	<i>5,1</i>	<i>4,7</i>	<i>5,5</i>	<i>6,5</i>
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Ergebnis vor EE-Steuern	EUR Mio.	0,4	3,4	3,7	5,1	6,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0,7</i>	<i>5,1</i>	<i>4,7</i>	<i>5,5</i>	<i>6,5</i>
EE-Steuern	EUR Mio.	-2,4	-1,3	-0,5	-1,7	-2,1
<i>EE-Steuerquote</i>	%	<i>567,3</i>	<i>39,7</i>	<i>14,9</i>	<i>33,0</i>	<i>33,0</i>
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,0	2,0	3,1	3,4	4,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-3,2</i>	<i>3,1</i>	<i>4,0</i>	<i>3,7</i>	<i>4,3</i>
Bereinigungspositionen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Drittanteilen	EUR Mio.	-2,0	2,0	3,1	3,4	4,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-3,2</i>	<i>3,1</i>	<i>4,0</i>	<i>3,7</i>	<i>4,3</i>
Anteile Dritter	EUR Mio.	0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	-2,0	1,8	3,0	3,3	4,2
EPS reported	EUR	-0,41	0,21	0,30	0,23	0,27
EPS adjusted	EUR	-0,41	0,21	0,30	0,23	0,27
Goodwillabschreibungen je Aktie	EUR	0,26	0	0	0	0
EPS adjusted vor Goodwill	EUR	-0,14	0,21	0,30	0,23	0,27

Cashflow-Entwicklung

		2003	2004	2005	2006e	2007e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,0	2,0	3,1	3,4	4,4
Abschreibungen auf Anlagevermögen	EUR Mio.	2,8	1,1	2,5	3,3	3,3
- Zuschreibungen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Veränderung der Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,3	0,3	1,6	0,3	0,3
Veränderung der langfristigen sonstigen Rückstellungen	EUR Mio.	0,1	0	0,8	-0,2	-0,1
- Veränderung der Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0	-2,7	-7,3	-1,2	-0,5
- Veränderung der Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,1	0,5	-2,9	1,3	0,3
- Veränderung der aktiven RaP / latenten Steuern	EUR Mio.	1,2	-0,1	-1,5	0,3	0,2
- Veränderung erhaltener Anzahlungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0	0	0
Veränderung der kurzfristigen sonstigen Rückstellungen	EUR Mio.	0,4	0	2,4	-0,5	-0,4
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,2	0,2	2,1	0,4	0,4
Veränderung der sonstigen Verbindlichkeiten ohne passivierte Anzahlungen	EUR Mio.	1,3	-0,2	2,3	0,4	0,4
Mittelzu-/abfluss aus laufender Geschäftstätigkeit = operativer Cashflow	EUR Mio.	4,3	1,0	3,1	7,5	8,2
Abgänge des Anlagevermögens ohne Leasing	EUR Mio.	0	3,2	0,1	-0,2	-0,2
Investitionen in das Anlagevermögen	EUR Mio.	-2,6	-2,2	-7,8	-2,1	-2,2
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,3	-3,2	-0,3	0	0
Akquisitionen; Mittelzu-/abfluss durch Veränderungen im Konsolidierungskreis	EUR Mio.	-2,6	0	-4,7	0	0
Mittelzu-/abfluss aus der Investitionstätigkeit = investiver Cashflow	EUR Mio.	-5,5	-2,1	-12,7	-2,3	-2,4
Free-Cashflow	EUR Mio.	-1,1	-1,1	-9,7	5,2	5,8
Einzahlungen aus Kapitalerhöhungen (inkl. Agio)	EUR Mio.	2,1	15,5	0,1	15,9	0
Veränderung der Bankverbindlichkeiten (verzinslichen Verbindlichkeiten)	EUR Mio.	-0,4	-0,5	3,7	-0,9	-0,8
Veränderung der Wertpapiere	EUR Mio.	0	-3,9	3,9	0	0
abzüglich Veränderung des Währungsausgleichspostens im Eigenkapital	EUR Mio.	0	0	0	0	0
abzüglich der Dividendenzahlung für das vorherige Geschäftsjahr	EUR Mio.	0	0	-0,5	-0,8	-1,0
Bereinigungsgrößen (Ergebnisneutrale Veränderung der Gewinnrücklagen)	EUR Mio.	1,3	0,2	-0,3	0,8	1,0
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit = Finanz-Cashflow	EUR Mio.	2,9	11,3	6,9	15,0	-0,8
Wechselkurs-, Konsolidierungskreis- und sonstige Effekte	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Anfangsbestand liquide Mittel am Beginn der Periode	EUR Mio.	2,5	4,3	14,6	11,8	32,0
Veränderung der liquiden Mittel aus Cashflow-Rechnung	EUR Mio.	1,8	10,2	-2,8	20,3	5,0
Endbestand der liquiden Mittel am Ende der Periode	EUR Mio.	4,3	14,6	11,8	32,0	37,0

Konzernbilanz

		2003	2004	2005	2006e	2007e
AKTIVA						
Anlagevermögen	EUR Mio.	10,1	10,6	20,7	19,7	18,8
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	8,2	8,9	18,3	16,9	15,6
Sachanlagen	EUR Mio.	1,2	1,0	1,5	2,0	2,4
Finanzanlagen	EUR Mio.	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	20,6	37,1	40,7	60,8	66,0
Vorräte	EUR Mio.	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Forderungen	EUR Mio.	14,8	17,5	24,8	26,0	26,5
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	1,4	0,9	3,8	2,5	2,2
Wertpapiere und flüssige Mittel	EUR Mio.	4,3	18,5	11,8	32,0	37,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,7	0,8	2,3	2,0	1,8
Bilanzsumme	EUR Mio.	31,5	48,5	63,6	82,5	86,7
PASSIVA						
Eigenkapital	EUR Mio.	12,7	29,9	32,1	51,4	55,8
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	4,8	10,3	10,3	15,4	15,4
Kapitalrücklagen	EUR Mio.	5,4	15,5	15,6	26,4	26,4
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	1,7	3,5	5,8	9,2	13,6
Bilanzgewinn	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Unterschiede aus Währungsumrechnung	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,7	1,0	0,4	0,4	0,4
Sonderposten mit Rücklagenanteil	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Rückstellungen	EUR Mio.	2,8	3,1	7,9	7,6	7,4
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	1,9	2,2	3,8	4,1	4,4
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,9	1,0	4,1	3,5	3,0
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	15,9	15,5	23,6	23,5	23,5
Verb. ggü. Kreditinstituten	EUR Mio.	2,9	2,5	6,2	5,3	4,5
Verb. aus L. u. L.	EUR Mio.	5,3	5,5	7,6	8,0	8,4
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	7,7	7,5	9,8	10,2	10,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Bilanzsumme	EUR Mio.	31,5	48,5	63,6	82,5	86,7

Diese Analyse wurde erstellt von Herrn Knut Woller, CEFA und erstmals am 05.05.2006 veröffentlicht
Für die Erstellung verantwortlich: Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Am Tucherpark 16, 80538 München
Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

Hinweis gem. § 4 Abs.4 Punkt 4 Fin AnV:

Neuaufnahme

CF: Company Flash, BA: Branchen Analyse, EV: E-Valuation, GD: German Daily, LP: Local Product, MSC: Mid Caps/Small Caps, UA: Unternehmens Analyse, UU: Unternehmens Update, SF: Sector Flash, SP: Sector Preview, WP: Company Weekly Preview

Sonstige wichtige Hinweise:

- Key 1a: An der Gesellschaft hält die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Sinne von § 15 AktG eine Beteiligung in Höhe von mindestens 5% des Grundkapitals.
- Key 1b: Die analysierte Gesellschaft hält an der Bayerischen Hypo und Vereinsbank AG bzw. an einem mit ihr verbundenen Unternehmen im Sinne von § 15 AktG eine Beteiligung in Höhe von mindestens 5% des Grundkapitals.
- Key 2: Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Sinne von § 15 AktG gehörte einem Konsortium an, das in den letzten 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse Finanzinstrumente der analysierten Gesellschaft platziert hat.
- Key 3: Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Sinne von § 15 AktG betreut die von der analysierten Gesellschaft emittierten Finanzinstrumente an der Börse oder am Markt durch Stellen von Kauf- und Verkaufsaufträgen.
- Key 4: Zwischen dem analysierten Unternehmen und der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bzw. einem mit ihr verbundenen Unternehmen im Sinne von § 15 AktG bestand in den letzten 12 Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking Geschäften für die die Bank eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielt.
- Key 5: Zwischen dem analysierten Unternehmen und der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bzw. einem mit ihr verbundenen Unternehmen im Sinne von § 15 AktG besteht eine Vereinbarung über die Erstellung von Analysen.

Gesellschaft	Key
BRAIN FORCE HOLDING	3

Teile der Analyse wurden vor der Veröffentlichung dem analysierten Unternehmen zur Verfügung gestellt und gegebenenfalls anschließend geändert.

Bedeutende finanzielle Interessen:

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG und mit ihr verbundene Unternehmen handeln regelmäßig Aktien der analysierten Gesellschaft. Analysen können sich auf ein oder mehrere Unternehmen und auf von diesen emittierte Finanzinstrumente beziehen.
Die Entlohnung des Verfassers hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.
Die analysierten Emittenten haben u. U. aktiv Informationen zu dieser Analyse geliefert.
Zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten hat die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG die gesetzlich und aufsichtsrechtlich erforderlichen organisatorischen Einrichtungen geschaffen, deren Einhaltung durch ihre Compliance-Organisation überwacht wird.

Bei den in der Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um die Schlusskurse des Systems Xetra bzw. um die Schlusskurse des amtlichen Handels der Frankfurter Wertpapierbörse, bzw. um Schlusskurse der jeweiligen lokalen Börsen. Bei nicht börsengehandelten Werten handelt es sich um durchschnittliche Marktkurse auf Basis verschiedener wichtiger Maklerquellen (OTC-Markt).

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. **Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns das Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.** Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten können – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht geeignet sein. Es werden insbesondere die mit der Anlage in den diskutierten Finanzinstrumenten verbundenen Risiken nicht vollständig erläutert. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich für eine individuelle Aufklärung und Beratung an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages.

Eine Übersicht über die absolute und relative Verteilung der Anlageurteile finden Sie unter dem Link www.hvb.de unter der Rubrik „Rechtliche Hinweise“ im Internet.

Unsere Anlageurteile sind prinzipiell relative Urteile bezogen auf einen Index als Benchmark. Die Abstufung erfolgt über die Stufen **Buy, Outperform, Neutral, Underperform, Sell**. Out-/Underperform soll die Prognose einer Out- bzw. Underperformance der Aktie zur Benchmark um mehr als 5% reflektieren. Bei Buy und Sell wird analog eine Out- bzw. Underperformance um mehr als 10% erwartet, wobei hier auch eine absolute Komponente (Erwartung eines absoluten Wertzuwachses bzw. Kursverlustes) enthalten ist. Die Benchmark für die in dieser Publikation enthaltenen Titel ist der Euro STOXX 50.

Emittentenebene:

Marketweight: Wir empfehlen eine Portfolio-Gewichtung, die der Gewichtung des Namens im Referenzindex entspricht (der iBoxx Index für high-grade Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment grade Namen)

Overweight: Wir empfehlen eine geringere Portfolio-Gewichtung als die Gewichtung des Namens im Referenzindex (der iBoxx Index für high-grade Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment grade Namen)

Underweight: Wir empfehlen eine höhere Portfolio-Gewichtung als die Gewichtung des Namens im Referenzindex (der iBoxx Index für high-grade Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment grade Namen)

Instrumentenebene:

Core hold: Wir empfehlen das Instrument zu halten.

Sell: Wir empfehlen das Instrument zu verkaufen.

Buy: Wir empfehlen das Instrument zu kaufen.

Hinweis Bewertungsgrundlagen Aktien:

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer Group Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DVAM, DDM), Break up Value Ansätze oder Substanz Bewertungsansätze. Zudem wird für Empfehlungen auch der Economic-Profit-Ansatz. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die Anlageurteile beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 6 bis 9 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Hinweis Bewertungsgrundlagen verzinsliche Wertpapiere:

Bei Handlungsempfehlungen für festverzinsliche Wertpapiere wird überwiegend auf den sog. Credit Spread (Renditedifferenz des festverzinslichen Wertpapiers zur entsprechenden Bundesanleihe bzw. des Swapsatzes) und die Ratingmeinung- und methodologien der anerkannten Agenturen (S&P, Moody's, Fitch) fokussiert. Je nach Investorentyp kann der Zeitraum des Anlageurteiles kurzfristig sein oder sich auf einen Zeitraum von bis zu 6-9 Monaten beziehen.

Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Großbritannien:

Dieser Bericht ist für Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bestimmt, die professionelle Marktteilnehmer („market counterparties“) oder institutionelle Kunden („intermediate customers“) (jeweils gemäß der Definition der Financial Services Authority – „FSA“) sind und nicht zur Nutzung durch irgendeine andere Person vorgesehen, insbesondere nicht für Privatkunden gemäß der Definition der Regeln der FSA. Dieser Bericht stellt keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren dar. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch können wir deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf unserer heutigen Einschätzung und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Wir und/oder andere Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können bezüglich der in dieser Publikation erörterten Wertpapiere Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen. Wir und/oder Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können als Investment- und/oder Geschäftsbank für Emittenten der genannten Wertpapiere tätig sein, in den Organen ihrer Emittenten vertreten sein und/oder als „Market Maker“ für diese Wertpapiere fungieren. Die Bank und ihre verbundenen Unternehmen können ggf. auch für ein hier erwähntes Unternehmen als Berater tätig sein.

Die in diesem Bericht diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und ihrer finanzielle Verhältnisse für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Investoren sollten vor einem Investment den Rat ihrer Bank/ihrer Brokers einholen.

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG London unterliegt der Aufsicht der FSA.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in den USA:

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen sind ausschließlich für institutionelle Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, New York Branch („HypoVereinsbank“) und HVB Capital Markets, Inc. („HVB Capital“) und, zusammen mit HypoVereinsbank, „HVB“) in den Vereinigten Staaten bestimmt und dürfen von anderen Personen nicht benutzt oder als Grundlage verwendet werden, gleich zu welchem Zweck. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren gemäß US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in der jeweils gültigen Fassung oder anderen in den USA geltenden bundes- oder einzelstaatlichen Gesetzen, Verordnungen und Regelungen, dar. Die hier diskutierten Wertpapieranlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen, ihrer Risikobereitschaft und ihren finanziellen Verhältnissen für bestimmte Anleger ungeeignet sein.

In Gerichtsbarkeiten, in denen die HVB nicht für den Handel mit Wertpapieren, Waren oder anderen Finanzprodukten eingetragen oder zugelassen ist, dürfen Transaktionen nur gemäß der geltenden Gesetze und gesetzlichen Bestimmungen durchgeführt werden, die sich von einer Gerichtsbarkeit zur anderen unterscheiden und erfordern können, dass Transaktionen gemäß geltender Ausnahmen von Eintragungs- und Zulassungsanforderungen durchgeführt werden.

Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die HVB deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der HVB zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Die HVB kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Die HVB und alle ihre verbundenen Unternehmen können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere: a) Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen; b) als Investment- und/oder Geschäftsbank für die Emittenten dieser Wertpapiere tätig sein; c) als Market Maker für die betreffenden Wertpapiere fungieren; d) in den Organen der Emittenten dieser Wertpapiere vertreten sein; und e) als bezahlter Berater für einen Emittenten tätig sein.

Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Zu den Faktoren, die dazu führen könnten, dass die tatsächlichen Ergebnisse und Finanzlage eines Unternehmens sich anders als erwartet entwickeln, gehören unter anderem: politische Unsicherheit, Änderungen im allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, die sich negativ auf die Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen des Unternehmens auswirken, Änderungen auf den Devisenmärkten, Änderungen auf internationalen und nationalen Finanzmärkten und im Wettbewerbsumfeld sowie andere damit verbundene Faktoren. Alle Vorbehalte zu in die Zukunft gerichteten Aussagen in diesem Bericht sind durch diese Warnung vollständig abgedeckt.