

BRAIN FORCE HOLDING

Buy

EUR 2,89

(Reuters: BFCG.DE; Bloomberg: BFC GY; WPK: 919331)

Knut Woller, CEFA, +49 (0) 89 378-11381

knut.woller@hvb.de

Q3 liegt unter unseren Erwartungen – die Entwicklung des operativen Cashflow überrascht jedoch positiv

Performance (24.11.06)	1W	1M	3M
Absolut (%)	1,8	-4,3	-4,3
Relativ zum Euro STOXX 50 (%)	2,6	-5,1	-11,3
Anlageurteil			
Neu: Buy			Alt: Buy
Kursziel			
Neu: EUR 4,20			Alt: EUR 4,60
Marktkap. (EUR Mio.)			
			44,5
Free Float (%)			
			84,3
Gezeichnetes Kap. (EUR Mio.)			
			15,4
Anzahl der Aktien (Mio.)			
			15,4
Aktionärsstruktur			
	Helmut Fleischmann und Helmut Fleischmann Privatstiftung 15,7%		
Hauptversammlung			
			09-Mai-07
Q4			
			27-Mrz-07
Q1			
			Mai-07
	2005	2006e	2007e
Umsatz (EUR Mio.)	77	90	110
EBITDA (EUR Mio.)	6	7	10
EBITA (EUR Mio.)	4	3	6
EBIT (EUR Mio.)	4	3	6
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	3,1	2,9	4,5
EPS reported (EUR)	0,30	0,21	0,29
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	0,30	0,21	0,29
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	10,9	13,9	10,0
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	5,4	5,1	2,9
EV/EBITA	9,1	11,0	5,0
Dividende (EUR)	0,08	0,09	0,09
Div. Rendite (%)	2,5	3,1	3,1

Die Q3/06-Zahlen bleiben hinter unseren Erwartungen zurück. Die Umsatzerlöse sanken um rund 2% y-o-y auf EUR 20,3 Mio. (HVBe: EUR 22,8 Mio.). Das EBITDA lag bei EUR 0,5 Mio. (Marge: 2,5%) und das EBIT bei EUR -0,3 Mio. (Marge: -1,7%). Beide Werte lagen unter unseren Schätzungen von EUR 0,8 Mio. (Marge: 3,5%) und EUR -0,03 Mio. (Marge: -0,1%). Der Jahresüberschuss lag mit EUR -0,6 Mio. ebenfalls unter unserer Erwartung von EUR -0,04 Mio. Der Auftragsbestand belief sich auf EUR 26,6 Mio. (Q1/06: EUR 24,7 Mio. und Q2/06: EUR 20,6 Mio.). SYSTEAM dürfte hierzu nach unseren Schätzungen rund EUR 9 Mio. beigetragen haben. Q3 zeigte damit organisch den für BRAIN FORCE HOLDING charakteristischen sequenziellen Rückgang des Auftragsbestands.

Segmente: Bereinigt um Sondereffekte konnten sowohl Enterprise Services als auch Technology & Infrastructure zulegen: Die Umsatzerlöse im Segment Enterprise Services sanken um rund 2% y-o-y auf EUR 8,3 Mio. Das EBIT sank von EUR 0,4 Mio. (Marge: 5,1%) in Q3/05 auf EUR -0,1 Mio. (Marge: -1,8%) in Q3/06. Ein Grund für die niedrige Marge war die im Zuge der Insolvenz von BenQ Mobile anfallende Forderungsabschreibung. Wir gehen davon aus, dass BRAIN FORCE HOLDING rund EUR 1 Mio. (Gesamt volumen: EUR 1,4 Mio.) in Q3/06 wertberichtigt hat. Das Segment Business Solutions verbuchte einen Umsatzrückgang von rund 3% y-o-y auf EUR 5,7 Mio. in Q3/06. Dennoch konnte das EBIT von EUR 0,3 Mio. (Marge: 5,5%) in Q3/05 auf EUR 0,4 Mio. (Marge: 7,8%) gesteigert werden. Die Entwicklung im Segment Technology & Infrastructure war ebenfalls rückläufig: Die Umsätze sanken um rund 3% y-o-y auf EUR 6,3 Mio. Bereinigt um den Sondereffekt in Q3/05 (Verkauf einer Lizenz an KEMP), hätten die Umsatzerlöse in diesem Segment vermutlich knapp zweistellig zugelegt. Das EBIT verschlechterte sich von EUR 1,4 Mio. (Marge: 20,9%) auf EUR 0,2 Mio. (Marge: 2,8%), was ebenfalls auf den genannten Sondereffekt zurückgeführt werden kann.

Anhaltend positive Entwicklung des operativen Cashflow. Im Jahresvergleich verbesserte sich der operative Cashflow von EUR -2,2 Mio. (9M/05) auf EUR 3,2 Mio. (9M/06). Dies entspricht rund 5,0% der Umsätze und stellt sowohl sequenziell (H1/06: rund 4,5%) als auch im Vergleich zu den Vorjahren eine Verbesserung dar (operativer Cashflow zu Umsatz in 2002 bei 2%, 2003 bei 3%, 2004 bei 1% und 2005 bei 2%). Wir gehen davon aus, dass sich der operative Cashflow gemessen am Umsatz auf Sicht des Gesamtjahres 2006 in einer Größenordnung um die 4% vom Umsatz bewegen dürfte (Belastung durch die Insolvenz von BenQ Mobile). Damit befindet sich BRAIN FORCE HOLDING u. E. auf dem richtigen Weg. Die Eigenkapitalquote belief sich auf 61,1% (Q2/06: 62,4%) vs. 50,5% Ende 2005. Die liquiden Mittel inkl. Wertpapiere des Umlaufvermögens sanken von EUR 22,6 Mio. Ende Q2/06 auf EUR 14,6 Ende Q3/06, was auf die Auszahlung des Kaufpreises für SYSTEAM von rund EUR 8 Mio. zurückgeführt werden kann. Damit ist u. E. eine Fortführung der Buy and Build Strategie von BRAIN FORCE HOLDING auch ohne weitere Kapitalerhöhung möglich.

Schätzungsanpassung: Wir haben unsere Schätzungen nach den schwächer als erwartet ausgefallenen Q3/06-Zahlen wie folgt adjustiert:

SCHÄTZUNGSÄNDERUNGEN

		2006e		2007e	
		alt	neu	alt	neu
Umsatz	EUR Mio.	93,4	90,4	114,0	109,6
<i>y-o-y</i>	%	<i>22,0</i>	<i>18,0</i>	<i>22,0</i>	<i>21,3</i>
EBIT	EUR Mio.	3,7	3,1	6,9	5,9
EBIT-Marge	%	4,0	3,4	6,0	5,4
EPS	EUR	0,25	0,21	0,32	0,29

Quelle: HVB Global Research

Kein Update zur Jahresprognose: BRAIN FORCE HOLDING gab mit den Q3/06-Zahlen kein Update zu seiner Gesamtjahresprognose. Bislang erwartete das Unternehmen ohne SYSTEAM Umsatzerlöse von EUR 90 Mio. sowie ein EBIT von EUR 4,5 Mio. Nachdem Q3/06 auch infolge von Sonderfaktoren unter unseren Erwartungen lag, sind wir mit Blick auf das Gesamtjahr, wie zuvor beschrieben, vorsichtiger geworden.

Senkung unseres Kursziels von EUR 4,60 auf EUR 4,20 – unser Buy-Rating behalten wir jedoch bei. Infolge unserer Schätzungsrücknahme haben wir unser Kursziel für BRAIN FORCE HOLDING auf EUR 4,20 gesenkt. Unseres Erachtens ist die Aktie auf dem aktuellen Kursniveau klar unterbewertet. Die negativen Nachrichten (Belastung durch Insolvenz von BenQ Mobile) sind u. E. auf dem aktuellen Kursniveau eingepreist.

Diese Analyse wurde erstellt von Herrn Knut Woller, CEFA und erstmals am 27.11.2006 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:

Unternehmen	Datum	Produkt	Anlageurteil	Kursziel
BRAIN FORCE HOLDING	08.08.2006	CF	Buy	4,60
BRAIN FORCE HOLDING	22.06.2006	CF	Buy	4,80
BRAIN FORCE HOLDING	08.05.2006	CF	Outperform	4,40
BRAIN FORCE HOLDING	05.05.2006	UA	Outperform	4,30

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

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 und 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 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)

Underweight: 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)

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 auch 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.

Quellen: Thomson Financial Datastream, Unternehmensangaben, HVB Global Research