

BRAIN FORCE HOLDING

Buy

EUR 3,25

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

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

knut.woller@hvb.de

Auf dem aktuellen Kursniveau deutlich unterbewertet

Performance (27.03.07)	1W	1M	3M
Absolut (%)	-0,4	1,9	5,5
Relativ zum Euro STOXX 50 (%)	-2,2	2,0	5,1

Anlageurteil

Neu: Buy	Alt: Buy
----------	----------

Kursziel

Neu: EUR 4,20	Alt: EUR 4,20
---------------	---------------

Marktkap. (EUR Mio.)

50,0

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

Q1

29-Mai-07

H1/Q2

27-Aug-07

	2006	2007e	2008e
Umsatz (EUR Mio.)	89	110	116
EBITDA (EUR Mio.)	7	11	12
EBITA (EUR Mio.)	3	6	7
EBIT (EUR Mio.)	3	6	7
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	4,2	4,4	5,2
EPS reported (EUR)	0,30	0,29	0,34
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	0,30	0,29	0,34
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	10,7	11,3	9,6
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	5,0	4,1	3,0
EV/EBITA	11,1	7,7	5,3
Dividende (EUR)	0,10	0,10	0,11
Div. Rendite (%)	3,1	3,1	3,4

BRAIN FORCE HOLDING veröffentlichte gestern die endgültigen Zahlen für 2006. Mit Ausnahme vom operativen Cashflow, der deutlich über der Vorabmeldung vom 13. Februar lag, bewegten sich die endgültigen Zahlen für 2006 im Rahmen der Vorabmeldung. Die Umsätze stiegen um 15,5% y-o-y auf EUR 88,5 Mio. Das EBIT lag bei EUR 2,9 Mio. (Marge: 3,3%). Der Rückgang des EBIT im Jahresvergleich (2005: EUR 3,6 Mio.; Marge: 4,7%) ist im Wesentlichen auf die Insolvenz von BenQ Mobile zurückzuführen, die das EBIT nach unseren Schätzungen in 2006 mit rund EUR 1,1 Mio. belastet haben dürfte. Die EPS lagen bei EUR 0,30.

Segmente: Business Solutions überrascht mit einer deutlichen Margensteigerung. Die Umsätze im Segment Business Solutions stiegen um 16,1% y-o-y auf EUR 26,7 Mio. Das EBIT konnte von EUR 2,1 Mio. (Marge: 9,0%) in 2005 auf EUR 3,3 Mio. (Marge: 12,5%) in 2006 gesteigert werden. Das Segment Enterprise Services berichtete einen Umsatzanstieg um 5,1% y-o-y von EUR 32,5 Mio. auf EUR 34,1 Mio. in 2006. Das EBIT sank von EUR 1,7 Mio. (Marge: 5,1%) in 2005 auf EUR 0,8 Mio. (Marge: 2,4%) in 2006. Hier spiegelt sich in erster Linie die Insolvenz von BenQ Mobile wider. Bereinigt um diesen Sondereffekt wäre die EBIT-Marge auf rund 6% gestiegen. Technology & Infrastructure meldete einen Umsatzanstieg um rund 31% y-o-y von EUR 21,1 Mio. auf EUR 27,7 Mio. in 2006. Das EBIT sank von EUR 1,9 Mio. (Marge: 8,9%) auf EUR 1,4 Mio. (Marge: 5,1%). Dabei sollte berücksichtigt werden, dass BRAIN FORCE im Jahr 2005 von dem Verkauf einer Lizenz an KEMP i.H.v. EUR 0,7 Mio. profitierte. In 2006 belasteten zudem Anlaufinvestitionen in den Ausbau des indirekten Vertriebskanals die Marge des Segments.

Der operative Cashflow überrascht nochmals positiv. Bei Bekanntgabe der vorläufigen Zahlen für das Jahr 2006 gab das Unternehmen an, dass der operative Cashflow in 2006 bei rund EUR 5 Mio. gelegen haben soll (rund 6% der Umsatzerlöse). Mit rund EUR 7 Mio. (rund 8% der Umsatzerlöse) lag der operative Cashflow deutlich über der Vorabmeldung. Betrachtet man die Zusammensetzung des operativen Cashflow, so wird deutlich, dass das Unternehmen in 2006 ein sehr gutes Working Capital-Management betrieben hat (so stiegen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen bei einem Umsatzanstieg von rund 16% y-o-y lediglich um 4% y-o-y). Aufgrund des Mittelabflusses im Zuge

von Akquisitionen fiel der Free-Cashflow mit rund EUR -6,6 Mio. negativ aus. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (in erster Linie die Kapitalerhöhung in 2006) belief sich auf EUR 8,7 Mio., so dass die Zahlungsmittel in Summe um rund EUR 2,1 Mio. y-o-y auf EUR 13,2 Mio. Ende 2006 anstiegen.

Fortführung der „Buy and Build“-Strategie mit vorhandenen Mitteln möglich. BRAIN FORCE HOLDING gab Ende März die Aufnahme von Fremdmitteln i.H.v. EUR 10 Mio. bekannt (endfälliger Bond mit einer Laufzeit von 7 Jahren; Zinssatz: 5,17%). In Kombination mit der vorhandenen Net Cash Position Ende 2006 von rund EUR 7 Mio. (exkl. Rückstellungen für langfristige Personalverpflichtungen rund EUR 11 Mio.) stehen dem Unternehmen u. E. ausreichend Mittel für die Fortsetzung der Buy and Build-Strategie in 2007 zur Verfügung.

Aktuelles Kursniveau als Kaufgelegenheit. BRAIN FORCE HOLDING bestätigte seinen Ausblick auf das Jahr 2007. Demnach plant das Unternehmen Umsatzerlöse von EUR 116 Mio. sowie ein EBIT von EUR 6,4 Mio. Wir haben unsere Schätzungen für 2007 und 2008 quasi unverändert gelassen. Wir sehen das aktuelle Kursniveau unverändert als eine günstige Einstiegsgelegenheit. Die operativen Trends (Margenausbau und Steigerung des operativen Cashflow) sind u. E. intakt. Mit einem KGV von rund 11 (2007e) weist die Aktie zudem einen deutlichen Abschlag zum Sektordurchschnitt auf (europäische IT Services KGV von rund 15 in 2007).

Diese Analyse wurde erstellt von Herrn Knut Woller, CEFA und erstmals am 28.03.2007 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	27.11.2006	CF	Buy	4,20
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 in 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 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.

Seit 06.12.2006 verwenden wir ein dreistufiges Empfehlungsmodell für die in unserer formellen Coverage befindlichen Aktien: **Buy, Hold** bzw. **Sell** (siehe nachstehende Definitionen).

Eine **Buy-Empfehlung** wird ausgesprochen, wenn die erwartete Gesamrendite in den nächsten 12 Monaten die Eigenkapitalkosten der Aktie übersteigt.

Eine **Hold-Empfehlung** wird ausgesprochen, wenn die erwartete Gesamrendite in den nächsten 12 Monaten unter den Eigenkapitalkosten der Aktie liegt.

Eine **Sell-Empfehlung** wird ausgesprochen, wenn die erwartete Gesamrendite der Aktie in den nächsten 12 Monaten negativ ist.

Wir verwenden für die Aktien in unserer Coverage drei weitere Kategorien:

Restricted: Ein Rating bzw. eine Finanzprognose oder ein Kursziel werden aus Compliance-Gründen bzw. aufsichtsrechtlichen Erwägungen – z. B. eine Blackout-Periode oder ein Interessenkonflikt – nicht veröffentlicht.

Coverage in transition: Aufgrund von Veränderungen im Research-Team wurde die Veröffentlichung einer Aktienempfehlung bzw. eines Kursziels oder von finanziellen Informationen vorübergehend ausgesetzt. Die Aktie gehört weiterhin zum Research-Universum, und die Veröffentlichung relevanter Informationen wird zu gegebener Zeit wieder aufgenommen.

Not rated: Einstellung der Coverage.

Bis zum 05.12.2006 waren unsere Anlageurteile prinzipiell relative Urteile bezogen auf einen Index als Benchmark. Die Abstufung erfolgte über die Stufen **Buy, Outperform, Neutral, Underperform, Sell**. Out-/Underperform sollte die Prognose einer Out- bzw. Underperformance der Aktie zur Benchmark um mehr als 5% reflektieren. Bei Buy und Sell wurde analog eine Out- bzw. Underperformance um mehr als 10% erwartet, wobei hier auch eine absolute Komponente (Erwartung eines absoluten Wertzuwachses bzw. Kursverlustes) enthalten war. Die Benchmark für die in diesen früheren Publikationen enthaltenen Titel war 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 12 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 Anlageurteils 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 Eintrags- 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