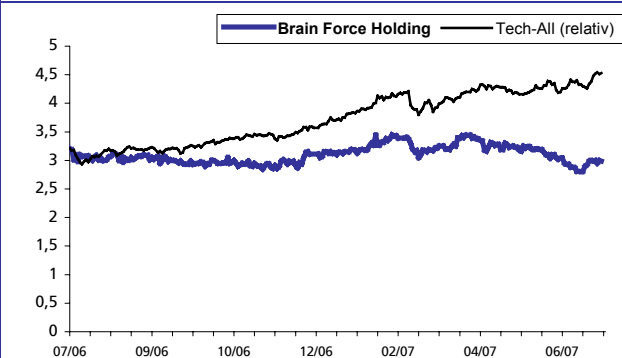


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 5,00**
(alt: Kaufen) hoch

Kraft noch nicht auf der Straße...

Bloomberg: BFC GY Kurs: EUR 3,20
Reuters: BFCG.DE Tech-AS: 1.173,81
ISIN: AT0000820659
Internet: www.Brainforce.com
Segment: Prime Standard
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 09.07.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 3,48 / EUR 2,70
Marktkapitalisierung: EUR 49,24 Mio.
Aktienzahl (voll verwässert): 15,39 Mio.

Aktionäre: Free Float 79,32%
H. Fleischmann Privatstiftung 15,67%
BEKO Holding AG 5,01%

Termine: Zahlen Q2/07 27.08.2007
Dt. Eigenkapitalforum 13.11.2007
Zahlen Q3/07 26.11.2007

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 10.07.2007
Felix Eillmann (Analyst) +49-(0)40 309537-12

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Sales Assistance
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

Mit fast 30 Jahren Erfahrung und einer umfassenden Referenzkundenbasis ist Brain Force einer der führenden Anbieter von IT-Dienstleistungen und Produkten mit einem breit gefächerten Lösungsangebot mit Schwerpunkt Managed-Services. Dach des Konzerns mit 15 Niederlassungen in neun europäischen Ländern bildet die Wiener Brain Force Holding AG. Im Juli wurde mit der Akquisition von 100% der SolveDirect.com Internet-Service GmbH aus Wien (Umsatz: EUR 5 Mio., EBIT-Marge ca. 20%) für EUR 9 Mio. die Basis für deutliche Skaleneffekte geschaffen. Positiv anzumerken ist, dass es Brain Force gelang, einen beträchtlichen Teil dieser Akquisition fremd zu finanzieren. Dies wirkt sich positiv auf den Unternehmenswert aus und unterstreicht die Qualität der Brain Force selbst.

Das Unternehmen konnte in den vergangenen Jahren sowohl organisch als auch anorganisch stark wachsen. Unter Berücksichtigung unserer 2007er Prognosen ergibt sich seit 2004 eine Umsatzsteigerung von jährlich 21%. Beim EBIT sind es, dank einer Verbesserung der Umsatzstruktur um Jährlich 42 %.

Die Aktie entwickelte sich im gleichen Zeitraum jedoch kaum. Grund hierfür waren vor allem:

- Mehrere, schlecht abgestimmte und eng aufeinander folgende Kapitalerhöhungen,
- Ergebnisverschiebungen durch den Konkurs der BenQ (ehemaliger Kunde der Brain Force)
- sowie ein schwaches Q1/07.

Ebenfalls negativ wirkte sich die grundsätzlich geringe Transparenz des Geschäftsmodells der Brain Force aus, die durch die rege Akquisitionstätigkeit des Unternehmens zusätzlich verringert wurde. Die schwache Performance der Aktie ging mit einer Reduktion der Multiplikatoren einher. Das EV/EBIT 2008e liegt bei lediglich 5.

Sollte es gelingen in 2007/08 die geplanten Zahlen zu zeigen, sollte sich auch eine angemessene EV/EBIT Bewertung und eine damit verbundenen Wertaufholung einstellen. Wir halten die Aktie bei EUR 5,00 für angemessen bezahlt. Unser Rating lautet weiter „Kaufen“.

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 3,20 EUR					
Umsatz	76,6	88,5	114,8	133,4	144,2
Umsatz (alt)			109,4	117,0	126,6
Delta			4,9%	14,0%	13,9%
EBITDA	6,0	6,5	12,2	14,6	16,8
Marge	7,89%	7,36%	10,60%	10,92%	11,67%
EBITDA (alt)			11,5	13,5	15,5
Delta			5,8%	7,9%	8,6%
EBIT	3,6	2,9	6,9	8,6	10,3
Marge	4,67%	3,30%	6,00%	6,42%	7,17%
EBIT (alt)			5,9	7,6	9,4
Delta			16,7%	12,7%	9,9%
Nettoergebnis	3,0	4,2	4,5	5,6	7,0
Marge	3,95%	4,71%	3,94%	4,22%	4,84%
Nettoergebnis (alt)			4,3	5,4	6,8
Delta			5,1%	4,1%	2,7%
Ergebnis je Aktie	0,30	0,30	0,29	0,37	0,45
Ergebnis je Aktie (alt)			0,28	0,35	0,44
Delta			3,6%	5,7%	2,3%
Dividende je Aktie	0,08	0,10	0,10	0,11	0,12
Dividendenrendite	2,50%	3,13%	3,13%	3,44%	3,75%
Dividende (alt)			0,10	0,11	0,12
Delta			0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,62	0,54	0,42	0,36	0,33
EV/EBITDA	7,91	7,34	3,93	3,28	2,84
EV/EBIT	13,35	16,39	6,95	5,58	4,63
KGV	10,67	10,67	11,03	8,65	7,11
ROCE	0,09	0,06	0,10	0,13	0,15

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Die Brain Force Holding bietet ihren Kunden Dienstleistungen im Bereich Infrastruktur, Services, Business-Lösungen, branchenspezifische Anwendungen sowie Outsourcing. Das Unternehmen blickt auf eine fast 30-jährige Unternehmensgeschichte zurück. 1978 wurden die ersten Lösungen für den Front-Office-Bereich bei Finanzdienstleistern entwickelt. Brain Force ist heute ein internationaler Anbieter von Managed Services. An der Spitze des Konzerns steht die in Wien ansässige BRAIN FORCE HOLDING AG. Der Konzern verfügt derzeit über 800 feste und über 300 freie Mitarbeiter und ist mit 15 Niederlassungen in neun europäischen Ländern präsent.

Breites Portfolio an Dienstleistungen und Produkten

Die Brain Force ist, was ihre Produkte und Dienstleistungen angeht, sehr breit aufgestellt. Folgende Grafik gibt einen Überblick über das Portfolio des Unternehmens:

Services and Solutions			
Enterprise Services			
Consulting Optimierung von Geschäftsprozessen (Projekt-, Qualitätsmanagement, Software-Engineering)	Development Entwicklung einzelner Komponenten, Anwendungen oder ganzer Systeme	Integration Einbindung bereits entwickelter Komponenten oder ganzer Systeme in eine vorgesehene Umgebung	Migration Plattformwechsel, Serverwechsel, Wechsel der Programmiersprachen
Rollout Unterstützung beim Rollout einer Datenbank, Betriebs-systems, einer Plattform, etc.	Operation kurzfristige Vergabe von leistungsfähiger und kostengünstiger Infrastruktur (z.B. Server)	Support Übernahme des User-Helpdesks (z.B. First-, Second-, Third Level, User-Management)	Maintenance Wartung der Systeme und Komponenten (Datenbanken, Anwendungen, Betriebssysteme, Netzwerke)
Infrastructure Solutions			
Network & System Mgt Übernahme des Netzwerk- und Systemmanagements (u.a. Resource Planning, Operating, Monitoring)	Defragmentation Reorganisation von Festplatten, Zusammenfassung von verstreuten Dateien zu Blöcken	Connectivity Solutions Zusammenfassung unterschiedliche Programme und Systeme zu einer homogenen Systemlandschaft	Groupware Management Implementierung und Management von Groupware-Systemen (Lotus Notes, Microsoft Exchange)
Packaging Robot Vorbereitung einer vollautomatischen Installation von Software-Systemen	Migration out of the box Umstellung der unternehmensweiten, standardisierten Microsoft-Plattform (z.B. von NT auf Vista)	Net Organizer <i>Brainforce Net Organizer</i> verschafft stets aktuellen Überblick über sämtliche Netz- Ressourcen	
Communication Solutions			
Cable Management Programmsystem <i>Netorganizer</i> hilft bei der Verwaltung der physikalischen & logischen Struktur des Kabelnetzes	Intelligent Networks Entwicklung von Systemen zur Einrichtung, Betrieb und Wartung von TK-diensten	Telephone Systems Mgt <i>Inkas-SQL</i> bietet ein Kontroll- & Abrechnungssystem heterogener TK-systeme auf nur einer Plattform	Billing and Accounting <i>beusenBAS</i> unterstützt die Erfassung und Weiterverarbeitung von TK-Kosten (u.a. Festnetz, Mobil, Fax, VoIP)
Security			
Consulting and Auditing Sicherheitsberatung Überprüfung der IT-Systeme auf Schwachstellen und Sicherheitslücken	Security Products Angebot und Anpassung verschiedener Sicherheitstools (u.a. Symantec Security Information Manager)	Legal Compliance Beratung über rechtliche Anforderung und Verordnungen	
Outsourcing			
Service Desk (SD) Konzeption und Implementierung eines SDs (u.a. Schutz vor Overflow, Reparatur vor Ort, versch. SD-Level)	Application Management Geschäftsprozess- & Architekturberatung und Entwicklung, Wartung und Betrieb der Anwendungen	Data Center Operation Übernahme der kompletten technischen Infrastruktur (u.a. Server, Betriebssysteme, Datenbanken, Netzwerke)	Database Management Management der Datenbanken (z.B. Administration, Versionsmanagement, Pflege der Dokumentation)
Financial Industry			
CRM Brain Force CRM bietet einen schnellen Zugriff auf alle relevanten Kundendaten und vordefinierte Datenauswertungen	Finanzanalyse Center (FC) Brain Force FC unterstützt in der Kundenberatung (u.a. Vorsorgeoptimierung, Risikoabsicherung, Vermögensplanung)	Baufinanzierung Brain Force Baufinanzierung - Tool zur optimalen Analyse der Kundenbedürfnisse in der Baufinanzierung	bAV Firmenberatung Unterstützt bei der Beratung und Analyse von Vorsorgeplänen in Bezug auf die betriebliche Altersvorsorge

Grafik 1; Quelle: SES Research

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Was ist SaaS?

Als Software as a Service, kurz SaaS wird ein Modell zur Bereitstellung von Software bezeichnet, bei dem die angebotene Software über das Internet bereitgestellt wird (Webapplikation). Der Anbieter ist auch für die Wartung und die Administration zuständig. Der Kunde besitzt die Anwendung dabei nicht und er bezahlt lediglich für die Nutzung der Anwendung.

Diese breite Aufstellung zeichnet das Unternehmen im Wettbewerb mit anderen aus, da Kunden bei Brain Force „alles aus einer Hand“ bekommen und nicht auf eine Vielzahl von Anbietern angewiesen sind. Von der einzelnen Dienstleistung über Business- und Infrastruktur-Solutions bis zum Outsourcing reicht die Positionierung. Wie weit das Customizing gehen soll, kann der Kunde dabei selbst wählen. Die Bandbreite reicht von der Standard-Anwendung mit maßgeschneiderten Anpassungen bis zur vollständigen Individualisierung. Dies gilt sowohl für branchenspezifische als auch für branchenunabhängige Lösungen.

Brain Force ist dabei bereits seit fast 3 Jahrzehnten am Markt vertreten und kann somit auf langjährige Markterfahrung zurückgreifen. Mit ihren 15 Niederlassungen in neun europäischen Ländern bietet das Unternehmen zudem eine hohe Kundennähe.

Diese Faktoren grenzen das Unternehmen merklich vom Wettbewerb ab, obwohl das Unternehmen im Leistungsspektrum selbst viele Standardservices und -dienstleistungen anbietet.

Jüngste Akquisition

Am 09.07.07 wurden 100% an der SolveDirect.com Internet-Service GmbH (Wien) übernommen. Das Unternehmen erweitert dadurch sein Produktportfolio im stark wachsenden Markt für IT-Management Software. Die Bereitstellung der Lösung als „Software as a Service“ (SaaS) erschließt dem Unternehmen ein breites Marktpotential insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen.

Brain Force erwarb das Unternehmen für EUR 9 Mio. Der Kaufpreis wird zu einem Drittel mit eigenen Aktien bezahlt. Für zwei Drittel dieser Aktien besteht eine Lock-up Frist für die nächsten 6 bzw. 12 Monate.

Performance & Forecast (Finanzen)

Die jüngste Akquisition, SolveDirect, wird in 2007 bei einem Umsatz von rund EUR 5 Mio. eine EBIT-Marge von 20% erwirtschaften. Die Profitabilität von SolveDirect soll sich laut Brain Force nach der Integration in den Brain Force-Konzern durch die bestehenden Vertriebsstrukturen und entsprechende Skaleneffekte noch deutlich steigern lassen. Auch auf das Wachstum sollte sich die Akquisition positiv auswirken.

In 2007 wird sich die Akquisition für ein Halbjahr auswirken. In 2008 sollte sie erstmals komplett zu Buche schlagen.

Abgesehen von dieser Akquisition nehmen wir nur kleine Anpassungen an unseren Prognosen vor.

Newsflow

Am 27.08.07 werden die Ergebnisse für das erste Halbjahr 2007 präsentiert. Diese werden noch deutlich vom schwachen ersten Quartal gekennzeichnet sein. Das zweite Quartal wird das schwache Q1 nicht kompensieren können. Wir erwarten, dass Brain Force den Löwenanteil des für 2007 erwarteten Ergebnisses im zweiten Halbjahr erwirtschaften wird.

Die Tatsache, dass Brain Force keine weiteren Kapitalerhöhungen plant und auch nicht erneut mit dem Konkurs großer Kunden (BenQ) zu rechnen ist, sollte zu einer Verbesserung der Bewertungssituation (Erhöhung der Multiplikatoren der Aktie) führen.



Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Fazit

Brain Force liefert kontinuierlich vernünftige Zahlen und tätigt sinnvolle Akquisitionen. Diese Wachstumsstrategie führt dazu, dass das Unternehmen breit aufgestellt ist. Dies hat den Nachteil einer gewissen Intransparenz, mindert jedoch das Risiko einzelner Geschäftsaktivitäten auf den Konzern. Wir halten die Strategie der Brain Force für sinnvoll, nicht zuletzt, da die Zahlen bis auf Q1/07 bislang immer überzeugend waren. Bewertungsseitig konnte sich dies jedoch noch nicht niederschlagen.

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Bewertungskennzahlen

Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	10,76	10,90	8,76	7,05
KUV	0,51	0,43	0,37	0,34
EV/SALES	0,54	0,42	0,36	0,33
EV/EBITDA	7,34	3,93	3,28	2,84
EV/EBIT	16,39	6,95	5,58	4,63
KBV	1,02	0,97	0,90	0,82
Dividendenrendite	3,1%	3,1%	3,4%	3,8%

Tabelle 1; Quellen: SES Research (Prognosen), Bloomberg (Kursdaten)

Die Brain Force Aktie entwickelte sich in den letzten Jahren nicht zufriedenstellend. Grund hierfür waren vor allem:

- Mehrere, schlecht abgestimmte und eng aufeinanderfolgende Kapitalerhöhungen
- Ergebnisverschiebungen u. A. durch den Konkurs der BenQ (ehemaliger Kunde der Brain Force).
- Ebenfalls negativ wirkte sich die grundsätzlich geringe Transparenz des Geschäftsmodells der Brain Force aus, die durch die rege Akquisitionstätigkeit des Unternehmens zusätzlich verringert wurde.

Brain Force - Historische Entwicklung der Bewertungskennzahlen

Angaben in EUR Mio.	2003	2004	2005	2006	Q1/2007	2007e	CAGR 2004-07e
Geschäftszahlen							
Umsatz	60,10	64,42	76,62	88,53	23,56	114,80	21%
EBIT	0,18	2,39	3,58	2,92	-0,69	6,88	42%
Nettoliiquidität	1,40	12,06	5,60	10,99		1,39	-51%
Kursdaten							
Kurs (EUR, jeweils 31.12, 2007 aktuell)	3,50	2,89	3,45	3,15		3,2	3%
Aktienanzahl (Mio.)	4,83	10,26	10,26	15,39		15,39	14%
Bewertungskennzahlen							
Marktkapitalisierung	16,92	29,65	35,39	48,47		49,24	18%
EV	15,52	17,58	29,79	37,48		47,84	40%
EV-Multiplikatoren							
EV/Umsatz	0,26	0,27	0,39	0,42		0,42	15%
EV/EBIT	86,21	7,36	8,32	12,84		6,95	-2%

Tabelle 2; Quelle: SES Research

Die Folge war, dass trotz guter Zahlen die Bewertungsmultiplikatoren deutlich sanken. Bezogen auf das Geschäftsjahr 2008 liegt der EV/EBIT-Multiplikator des Unternehmens bei lediglich 5,6 und dies, obwohl Brain Force mit rund EUR 60 Mio. über erhebliche steuerlich wirksame Verlustvorträge verfügt – was sich positiv auf den EV/EBIT-Multiplikator auswirken sollte.

DCF Modell

Um auf Basis des erwarteten mittel- bis langfristigen Geschäftserfolges einen Wert für Brain Force zu ermitteln, haben wir ein DCF-Modell herangezogen.

Wir erwarten bis 2009 einen Umsatzanstieg (beinhaltet den Effekt aus den letzten Akquisitionen) um jährlich 13,8% bei einer leichten Erhöhung der EBIT-Marge auf 7%. Das Jahr 2006 war aufgrund von Sondereffekten margenseitig nicht repräsentativ.

Equity Story					Bewertung						Kennzahlen					
Peer-Group Brain Force																
Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					07e	08e	09e	07e	08e	09e	07e	08e	09e	07e	08e	09e
GFT Technologies	EUR	3,49	91,9	79,4	14,02	11,67	10,91	0,39	0,35	0,32	7,04	5,93	5,40	8,30	6,95	6,90
FJH	EUR	2,80	59,6	51,1	14,21	10,26	10,18	0,85	0,79	0,76	7,33	5,75	5,23	9,54	7,37	7,12
Secunet Security	EUR	7,13	46,3	41,2	15,01	12,73	n.a.	0,96	0,85	n.a.	8,58	7,04	n.a.	10,18	8,15	n.a.
S&T System Integration	EUR	57,19	204,1	241,1	21,88	17,67	14,89	0,43	0,39	0,37	11,72	10,06	14,02	18,81	15,23	21,34
Mittelwert					16,28	13,08	11,99	0,66	0,60	0,49	8,67	7,19	8,22	11,71	9,43	11,79
Median					14,61	12,20	10,91	0,64	0,59	0,37	7,95	6,48	5,40	9,86	7,76	7,12
Brain Force	EUR	3,20	49,2	47,8	11,03	8,65	7,11	0,42	0,36	0,33	3,93	3,28	2,84	6,95	5,58	4,63

Tabelle 4; Quelle: SES Research, Bloomberg

Auf Basis der 2008er Ergebnismultiplikatoren zeigt sich durchweg eine Unterbewertung der Brain Force gegenüber der Vergleichsgruppe.

Konklusion

Bewertet man die Brain Force auf Basis ihres EBIT 2008 mit dem durchschnittlichen EV/EBIT-Multiplikator der Vergleichsgruppe und berücksichtigt dabei (konservativ) den Tax-shield (Barwert der zukünftigen Steuerersparnis aus Verlustvorträgen in Höhe von konzernweit über EUR 60 Mio.), so ergibt sich sogar eine deutliche Bewertungsreserve. Dies unterstreicht den im DCF Modell hergeleiteten DCF Wert von EUR 5,00.

Bewertungsindikation für die Brain Force Aktie						
EBIT 2008	x	Multiplikator (EV) Vergleichsgruppe	+	Barwert Verlustvorträge	+	Nettoliquidität = Wert (je Aktie)
8,57	x	7,76	+	15	+	1,39 = 82,88 5,39

Tabelle 5; Quelle: SES Research

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Kennzahlen (Brain Force Holding)

GuV (in Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	88,5	114,8	133,4	144,2
Gesamtleistung	92,3	118,5	137,7	148,9
Materialaufwand	62,3	79,2	91,9	99,0
Rohrertrag	30,1	39,3	45,9	49,9
Personalkosten	14,9	18,7	21,0	21,9
Sonstiger betrieblicher Aufwand	27,1	32,4	37,3	39,6
EBITDA	6,5	12,2	14,6	16,8
Abschreibungen	3,6	5,3	6,0	6,5
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,9	6,9	8,6	10,3
Finanzergebnis	0,3	0,1	0,2	0,4
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,2	7,0	8,8	10,7
Steuern	-0,9	2,5	3,2	3,8
Nettoergebnis vor Minoritäten	4,2	4,5	5,6	7,0
Nettoergebnis	4,2	4,5	5,6	7,0
Ausschüttung	1,4	1,5	1,7	1,8
Cash-Flow	2006	2007e	2008e	2009e
Operativer Cash-Flow	7,8	9,8	11,6	13,5
Free-Cash-Flow	-9,0	-8,1	5,1	6,1
Investitionen	14,0	19,5	5,3	5,8
Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	1,6	5,9	5,5	5,1
Immat. Vermögen	31,8	41,5	41,2	40,9
Net Working Capital	17,7	19,1	20,2	21,9
Umlaufvermögen	41,9	45,8	51,4	58,3
Liquide Mittel	13,5	14,4	18,0	22,4
Eigenkapital	48,1	50,6	54,7	60,0
Rückstellungen	10,0	10,1	10,1	10,1
Finanzverbindlichkeiten	2,5	13,0	13,0	13,0
Nettoliquidität	11,0	1,4	5,0	9,3
Bilanzsumme	81,6	96,8	101,7	107,8
Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
Wachstumsraten	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	15,5%	29,7%	16,2%	8,2%
EBITDA	7,7%	86,8%	19,7%	15,5%
EBIT	-18,5%	135,9%	24,4%	20,7%
EBT	-12,2%	116,5%	25,6%	22,3%
Nettoergebnis	37,8%	8,3%	24,4%	24,2%
Dividende	25,0%	0,0%	10,0%	9,1%
Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e
Materialaufwand / Umsatz	70,3%	69,0%	68,9%	68,6%
Personalaufwand / Umsatz	16,9%	16,3%	15,7%	15,2%

Kursdaten

Kurs (EUR)	3,20
Marktkap. (Mio. EUR)	49,2
Enterprise Value (Mio. EUR)	47,8

Aktienkennzahlen

	2006	2007e	2008e	2009e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,30	0,29	0,37	0,45
Umsatz je Aktie (EUR)	6,31	7,46	8,67	9,37
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-0,64	-0,53	0,33	0,39
Dividende je Aktie (EUR)	0,10	0,10	0,11	0,12

Bewertungskennzahlen

	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	10,76	10,90	8,76	7,05
KUV	0,51	0,43	0,37	0,34
EV/SALES	0,54	0,42	0,36	0,33
EV/EBITDA	7,34	3,93	3,28	2,84
EV/EBIT	16,39	6,95	5,58	4,63
KBV	1,02	0,97	0,90	0,82
Dividendenrendite	3,1%	3,1%	3,4%	3,8%

Aktienanzahl (Mio.)

	2006	2007e	2008e	2009e
Stammaktien ausstehend	14,03	15,39	15,39	15,39

Rentabilität

	2006	2007e	2008e	2009e
EBITDA / Umsatz	7,4%	10,6%	10,9%	11,7%
EBIT / Umsatz	3,3%	6,0%	6,4%	7,2%
EBT / Umsatz	3,6%	6,1%	6,6%	7,4%
Nettoergebnis / Umsatz	4,7%	3,9%	4,2%	4,8%
EK-Rendite	8,7%	8,9%	10,3%	11,6%
GK-Rendite	5,3%	5,3%	6,2%	7,1%
ROCE	5,6%	10,2%	12,6%	15,0%

Unternehmensprofil

Die Brain Force Holding AG ist eine Holding für Beteiligungen im Software-Umfeld. Grundsätzlich hat die Brain Force Beteiligungen, die zum einen Softwareproduktunternehmen sind und zum anderen aber auch Unternehmen die Implementierungskompetenz haben. Der Hauptsitz der Brain Force Holding AG ist in Wien, die Kernumsätze werden in Deutschland, Italien und Österreich erwirtschaftet. Brain Force wurde 1983 gegründet, 1998 erfolgte die Umwandlung in eine AG und ein IPO.

Management

Helmut Fleischmann (CEO), Wolfgang Lippert (CFO)

Aktionäre

Streubesitz	79,32%
Helmut Fleischmann Privatstiftung	15,67%
Beko Holding	5,01%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, daß Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlußkurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K Kaufen: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	100	50%
Halten	78	39%
Verkaufen	13	7%
Empf. ausgesetzt	9	5%
Gesamt	200	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	78	56%
Halten	50	36%
Verkaufen	6	4%
Empf. ausgesetzt	5	4%
Gesamt	139	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
Brain Force Holding (BFCG.DE) am 9.7.07



Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch die SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.

Quellen: Factset (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)