

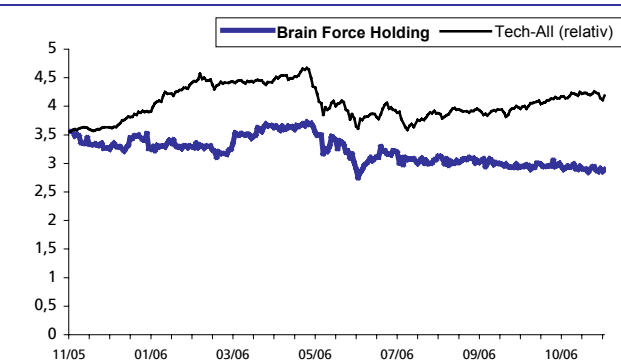
Kaufen
(alt: Kaufen)

Risiko:
hoch

Kursziel: 4,80 €

Starker Ausblick

Bloomberg: BFC GY Kurs: 2,99 €
 Reuters: BFCG.DE Tech-AS: 880,20
 ISIN: AT0000820659
 Internet: www.Brainforce.com
 Segment: Prime Standard
 Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 30.11.2006 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: 3,74 € / 2,64 €
 Marktkapitalisierung: 46,01 Mio. €
 Aktienzahl (voll verwässert): 15,39 Mio.

Aktionäre: Free Float 71,59%
 H. Fleischmann Privatstiftung 23,4%
 BEKO Holding AG 5,01 %

Termine:

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 01.12.2006
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
 Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
 Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
 Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
 Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
 Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
 Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
 Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663

Sales Trading

Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
 Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
 Tobias Rothaler +49-(0)40 3282-2701
 Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668

Sales Assistance

Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
 Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

Die Brain Force Holding legte am 27.11.06 die Zahlen zum dritten Quartal vor. Diese waren erwartungsgemäß von der Insolvenz der BenQ betroffen. Wir hatten im News-Flash vom 02.10.06 bereits darauf hingewiesen. Im Rahmen der BenQ-Forderungsabschreibung wurde das EBITDA mit rund 1 Mio. € belastet. Die verbliebene Differenz von 0,6 Mio. € gegenüber unserer EBITDA Erwartung von 2,17 Mio. € erklärt sich aus einem Unterschied bei der Abrechnung eines Projektes. Die Abweichungen der bottom-line Ergebniszahlen ergeben sich aus den genannten Effekten.

3. Quartal 2006				Vorjahreswert
	berichtet	Prognose	Delta	
Umsatz	20,27	20,97	-3,4%	20,8
EBITDA	0,51	2,17	-76,4%	2,5
Marge	2,5%	10,4%		12,2%
EBIT	-0,35	1,06	n.a.	1,7
Marge	-1,7%	5,0%		8,1%
Nettoerg.	-0,56	0,78	n.a.	1,2
Marge	-2,7%	3,7%		5,8%
EpA	-0,04	0,12	n.a.	-0,19

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Tabelle 1; Quelle: Brain Force Holding AG, SES Research

Geschäftsjahresende	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
Kennzahlen je Aktie in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 2,99 €					
Umsatz	64,4	76,6	92,2	109,4	117,0
Umsatz (alt)			92,2	109,4	117,0
Delta			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	4,4	6,5	7,5	11,5	13,5
Marge	6,88%	8,44%	8,14%	10,55%	11,55%
EBITDA (alt)			9,1	11,8	13,5
Delta			-17,5%	-2,3%	0,0%
EBIT	2,4	3,6	3,0	5,9	7,6
Marge	3,71%	4,67%	3,31%	5,40%	6,47%
EBIT (alt)			4,6	6,2	7,6
Delta			-34,2%	-4,5%	0,0%
Nettoergebnis	1,8	3,0	3,0	4,3	5,4
Marge	2,76%	3,95%	3,21%	3,92%	4,63%
Nettoergebnis (alt)			4,0	4,5	5,4
Delta			-26,7%	-4,2%	0,0%
Ergebnis je Aktie	0,24	0,30	0,19	0,28	0,35
Ergebnis je Aktie (alt)			0,26	0,29	0,35
Delta			-26,9%	-3,4%	0,0%
Cash-Flow je Aktie	0,53	0,58	0,48	0,64	0,74
Cash-Flow je Aktie (alt)			0,55	0,66	0,74
Delta			-12,7%	-3,0%	0,0%
Dividende je Aktie	0,00	0,08	0,08	0,10	0,11
Dividendenrendite	0,00%	2,68%	2,68%	3,34%	3,68%
Dividende (alt)			0,08	0,10	0,11
Delta			0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,53	0,44	0,37	0,31	0,29
EV/EBITDA	7,67	5,26	4,53	2,95	2,52
EV/EBIT	14,23	9,50	11,15	5,75	4,49
KGV	12,46	9,97	15,74	10,68	8,54
ROCE	0,11	0,09	0,08	0,13	0,17

Brain Force bleibt für das Gesamtjahr folglich bei einer EBITDA Erwartung von 9 Mio. € (vor BenQ), respektive 7,6 Mio. nach BenQ. Insgesamt können bis zu 1,4 Mio. € EBITDA Korrekturen aus BenQ resultieren. Wir passen unsere Schätzungen aufgrund der BenQ Insolvenz entsprechend an. Entscheidend sind jedoch die auf dem deutschen Eigenkapitalforum veröffentlichten Erwartungen für 2007.

Für das kommende Geschäftsjahr rechnet Brain Force bei einem Umsatz von 116 Mio. € mit einem EBITDA von 11,5 Mio. €. Wir passen unsere Schätzungen für 2007 nur marginal an. Das um die Netto-Cash Position bereinigte KGV für 2007 beträgt damit rund 8. Hierin enthalten sind jedoch noch erhebliche nicht-operative Abschreibungen auf den Kaufpreis getätigter Akquisitionen (Purchase-Price-Allocation, PPA) ohne die das KGV sogar bei nur rund 6 läge. Wir sehen damit unsere Einschätzung ausdrücklich bestätigt und halten die Aktie bei 4,80 € für angemessen bezahlt.

In diesem Kursziel noch nicht enthalten sind etwaige Werteffekte aus geplanten Akquisitionen. Brain Force geht davon aus, die derzeitige Bruttoliquidität von etwa 15 Mio. € sowie rund 10 Mio. € aus Fremdmitteln für Akquisitionen einzusetzen. Die Erste soll Mitte 2007 erfolgen. Auch hieraus erwarten wir uns einen erheblichen Werteffekt. Bis 2010 soll so der Umsatz auf rund 250 Mio. € bei einer EBIT-Marge (ohne PPA) von 10 % erhöht werden. Bei einer marktkonformen EV/EBIT Bewertung mit einem Multiplikator von 8 entspräche dies einem Wert von etwa 200 Mio. € (aktuell 45 Mio. €). Hiervon sollte sich ein beträchtlicher Teil ohne weitere Verwässerungen realisieren lassen. Wir sehen auch in dieser langfristigen Zielsetzung unsere Einschätzung bestätigt und empfehlen die Aktie weiter zum Kauf. Wir schließen eine Erhöhung unseres Kurszieles im Rahmen der Akquisitionen nicht aus.

Kennzahlen Brain Force Holding

GuV (in Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	76,6	92,2	109,4	117,0
Gesamtleistung	78,9	95,4	112,7	120,6
Materialaufwand	53,4	64,7	75,8	80,6
Rohrertrag	25,5	30,7	36,9	40,0
Personalkosten	12,8	15,6	17,6	18,1
Sonstiger betrieblicher Aufwand	21,9	27,6	31,0	32,4
EBITDA	6,5	7,5	11,5	13,5
Abschreibungen	2,9	4,5	5,6	5,9
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,4	0,6	0,7	0,7
EBIT	3,6	3,0	5,9	7,6
Finanzergebnis	0,1	0,5	0,4	0,4
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,7	3,5	6,3	8,0
Steuern	0,5	0,5	2,0	2,6
Nettoergebnis vor Minoritäten	3,1	3,0	4,3	5,4
Nettoergebnis	3,0	3,0	4,3	5,4
Ausschüttung	0,8	1,2	1,5	1,7

Cash-Flow	2005	2006e	2007e	2008e
Operativer Cash-Flow	5,9	7,4	9,9	11,4
Free-Cash-Flow	-2,6	-27,2	-28,8	-26,8
Investitionen	9,9	2,7	4,4	4,7

Bilanz (Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Sachanlagen	1,5	2,3	2,0	1,7
Immat. Vermögen	18,3	15,5	15,6	14,7
Net Working Capital	17,5	21,9	25,1	27,0
Umlaufvermögen	39,1	51,9	70,9	92,3
Liquide Mittel	11,8	19,4	34,8	53,7
Eigenkapital	32,1	76,7	136,4	197,0
Rückstellungen	6,6	6,6	6,0	5,0
Finanzverbindlichkeiten	6,2	-1,6	-11,0	-20,4
Nettoliquidität	5,6	21,0	45,8	74,1
Bilanzsumme	63,6	65,3	75,1	85,6

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008

Wachstumsraten	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	18,9%	20,3%	18,7%	7,0%
EBITDA	45,8%	16,1%	53,8%	17,2%
EBIT	49,8%	-14,9%	93,8%	28,2%
EBT	9,4%	-3,8%	78,4%	26,4%
Nettoergebnis	70,6%	-2,3%	45,1%	26,4%
Dividende	n.m.	0,0%	25,0%	10,0%

Kostenintensitäten	2005	2006e	2007e	2008e
Materialaufwand / Umsatz	69,7%	70,2%	69,3%	68,9%
Personalaufwand / Umsatz	16,7%	17,0%	16,1%	15,5%

Kursdaten	
Kurs (€)	2,99
Marktkap. (Mio. €)	46,0
Enterprise Value (Mio. €)	34,0

Aktienkennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie (€)	0,30	0,19	0,28	0,35
Umsatz je Aktie (€)	7,47	5,99	7,11	7,61
Free-Cash-Flow je Aktie (€)	-0,25	-1,77	-1,87	-1,74
Dividende je Aktie (€)	0,08	0,08	0,10	0,11

Bewertungskennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	10,13	15,56	10,72	8,49
KUV	0,40	0,50	0,42	0,39
EV/SALES	0,44	0,37	0,31	0,29
EV/EBITDA	5,26	4,53	2,95	2,52
EV/EBIT	9,50	11,15	5,75	4,49
KBV	1,43	0,60	0,34	0,23
Dividendenrendite	2,7%	2,7%	3,3%	3,7%

Aktienanzahl (Mio.)	2005	2006e	2007e	2008e
Stammaktien ausstehend	10,26	15,39	15,39	15,39

Rentabilität	2005	2006e	2007e	2008e
EBITDA / Umsatz	8,4%	8,1%	10,5%	11,6%
EBIT / Umsatz	4,7%	3,3%	5,4%	6,5%
EBT / Umsatz	4,8%	3,8%	5,8%	6,8%
Nettoergebnis / Umsatz	4,0%	3,2%	3,9%	4,6%
EK-Rendite	9,4%	3,9%	3,1%	2,8%
GK-Rendite	5,2%	4,4%	5,0%	5,1%
ROCE	9,2%	7,5%	13,3%	16,8%

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	77,98%
Helmut Fleischmann	2,15%
Helmut Fleischmann Privatstiftung	14,82%
Beko Holding	5,00%
Eigene Anteile	0,05%

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

Rechtshinweis: 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.

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 Inhaltes oder von Teilen.