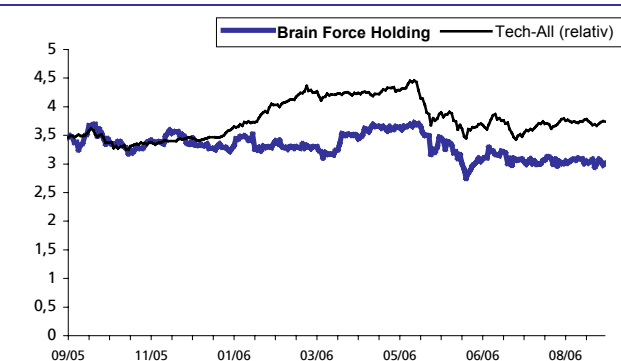


Kaufen Risiko: **Kursziel: 4,80 €**
(alt: Kaufen) hoch

Prognosenanpassung und Erhöhung des Kurszieles auf 4,80 €

Bloomberg: BFC GY Kurs: 3,01 €
Reuters: BFCG.DE Tech-AS: 827,43
ISIN: AT0000820659
Internet: www.Brainforce.com
Segment: Prime Standard
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 15.09.2006 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: 3,74 € / 2,64 €
Marktkapitalisierung: 46,31 Mio. €
Aktienzahl (voll verwässert): 15,39 Mio.

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

Termine: Zahlen Q3/06 27.11.2006
Analystenkonferenz 29.11.2006

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 18.09.2006
Felix Eilmann (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

Ann-Katrin Gross +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Wolf Mandt-Merck +49-(0)40 3282-2666
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 konnte in den letzten Monaten zwei wichtige Ereignisse vermelden: Die Akquisition der System (22.06.06) und den Abschluss der Integration der BFS bzw. die Nutzbarkeit ihrer erheblichen steuerlichen Verlustvorträge (17.07.06). Insgesamt bilden diese Effekte die Grundlage für eine Anpassung von Prognosen und Kursziel.

Akquisition der System

Brain Force ergänzt mit der System das Dienstleistungsangebot und verstärkt sich im Wachstumsmarkt Managed Services (siehe auch News-Flash vom 23.06.06). Die Gesellschaft erzielte im Jahr 2005 mit rund 110 Angestellten einen Umsatz von knapp 17 Mio. € und ist profitabel. Die Gesellschaft wird ab dem vierten Quartal 2006 konsolidiert (Quartalsumsatz ca. 4 Mio. €). Wir erwarten hieraus einen positiven EBITDA-Effekt (0,4 Mio. €), der allerdings durch die Purchase-Price-Allocation bedingte Abschreibung kompensiert wird. Das eBIT wird sich in 2006 also nicht erhöhen. In 2007 sollte die Akquisition vollständig wirksam werden. Wir erwarten hieraus einen Umsatz von ca. 18 Mio. € bei einer 10-12 % EBITDA-Marge und einer entsprechenden Nettoergebnisverbesserung.

Abschluss der Integration der BFS

Der am 17.07.06 bekannt gegebene Abschluss der Integration der Brain Force Financial Solutions hat eine umfassende Nutzbarkeit der Verlustvorträge (60 Mio. €) zur Folge. Diese konnten teilweise aktiviert werden, was zu einem sehr guten Ergebnis im Halbjahr führte. Gleichzeitig haben auch die zukünftig geringeren Steuerzahlungen einen positiven Werteffekt. Wir reduzieren die von uns langfristig angesetzt Steuerquote auf 32 %. Dies hat einen weiteren positiven Werteffekt.

(Fortsetzung auf Seite 2)

Geschäftsjahresende	12/05	12/06e	12/07e	12/08e	CAGR
Umsatz	76,6	92,2	109,4	117,0	15,2%
Umsatz (alt)		90,6	99,4	106,3	
Delta		1,8%	10,1%	10,1%	
EBITDA	6,5	9,1	11,8	13,5	27,9%
Marge	8,44%	9,86%	10,80%	11,55%	
EBITDA (alt)		9,0	10,1	11,6	
Delta		1,0%	17,0%	16,6%	
EBIT	3,6	4,6	6,2	7,6	28,4%
Marge	4,67%	5,03%	5,65%	6,47%	
EBIT (alt)		4,7	5,4	6,7	
Delta		-1,4%	14,6%	13,0%	
Nettoerg.	3,0	4,0	4,5	5,4	21,4%
Marge	3,95%	4,38%	4,09%	4,63%	
Nettoerg. (alt)		3,4	3,8	4,6	
Delta		18,7%	17,9%	17,9%	
EpA	0,30	0,26	0,29	0,35	6,1%
EpA (alt)		0,22	0,25	0,30	
Delta		19,2%	16,4%	17,5%	
Dividende	0,08	0,08	0,10	0,11	11,2%
Rendite	2,66%	2,66%	3,32%	3,65%	
Dividende (alt)		0,08	0,10	0,11	
Delta		0,0%	0,0%	0,0%	
EpA in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 3,01 €					
KUV	0,60	0,50	0,42	0,40	
KGV	10,20	11,48	10,34	8,54	
EV/Umsatz	0,45	0,37	0,31	0,29	
EV/EBITDA	5,31	3,77	2,90	2,54	

**Noch 1-2 Akquisitionen zu erwarten,
keine weiteren Kapitalmaßnahmen
geplant**

Fazit:

Wir nehmen in Folge der genannten Ereignisse eine Prognosenanpassung vor. Während das Jahr 2006 primär aufgrund steuerlicher Aspekte besser ausfallen sollte, als bislang erwartet, werden 2007ff von der System-Akquisition profitieren. Im Zuge dieser Prognosenanpassung ergibt sich eine Erhöhung des Kurszieles auf 4,80 €. Wir gehen davon aus, dass Brain Force auch nach der Akquisition noch über eine Nettoliquidität von rund 13 Mio. € verfügt und davon mittelfristig noch 1-2 Akquisitionen tätigen wird, was zusätzliches Bewertungspotential bedeutet. Denn es ist nicht geplant, weitere Kapitalmaßnahmen durchzuführen.

Der Aktienkurs reflektiert dies derzeit nicht. Das um die Nettoliquidität bereinigte KGV für das kommende Jahr liegt derzeit bei gerade mal 7,4.

Unser Rating lautet weiter „Kaufen“.

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	64,4	75,7	80,6
Rohrertrag	25,5	30,9	37,1	40,0
Personalkosten	12,8	15,6	17,5	18,1
Sonstiger betrieblicher Aufwand	21,9	26,3	30,9	32,4
EBITDA	6,5	9,1	11,8	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	4,6	6,2	7,6
Finanzergebnis	0,1	0,5	0,4	0,4
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,7	5,1	6,6	8,0
Steuern	0,5	1,0	2,1	2,6
Nettoergebnis vor Minoritäten	3,1	4,1	4,5	5,4
Nettoergebnis	3,0	4,0	4,5	5,4
Ausschüttung	0,8	1,2	1,5	1,7

Cash-Flow	2005	2006e	2007e	2008e
Operativer Cash-Flow	5,9	8,5	10,1	11,4
Free-Cash-Flow	-2,6	-26,1	-28,6	-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	53,0	72,1	93,6
Liquide Mittel	11,8	20,5	36,1	55,0
Eigenkapital	32,1	77,8	137,7	198,2
Rückstellungen	6,6	6,6	6,0	5,0
Finanzverbindlichkeiten	6,2	-1,6	-11,0	-20,4
Nettoliquidität	5,6	22,1	47,1	75,4
Bilanzsumme	63,6	66,4	76,4	86,8

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%	40,6%	30,0%	14,4%
EBIT	49,8%	29,4%	33,5%	22,4%
EBT	9,4%	39,3%	28,6%	21,0%
Nettoergebnis	70,6%	33,3%	11,0%	21,0%
Dividende	n.m.	0,0%	25,0%	10,0%

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

Kursdaten	
Kurs (€)	3,01
Marktkap. (Mio. €)	46,3
Enterprise Value (Mio. €)	34,3

Aktienkennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie (€)	0,30	0,26	0,29	0,35
Umsatz je Aktie (€)	7,47	5,99	7,11	7,61
Free-Cash-Flow je Aktie (€)	-0,25	-1,70	-1,86	-1,74
Dividende je Aktie (€)	0,08	0,08	0,10	0,11

Bewertungskennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	10,20	11,48	10,34	8,54
KUV	0,40	0,50	0,42	0,40
EV/SALES	0,45	0,37	0,31	0,29
EV/EBITDA	5,31	3,77	2,90	2,54
EV/EBIT	9,58	7,40	5,55	4,53
KBV	1,44	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%	9,9%	10,8%	11,6%
EBIT / Umsatz	4,7%	5,0%	5,7%	6,5%
EBT / Umsatz	4,8%	5,6%	6,0%	6,8%
Nettoergebnis / Umsatz	4,0%	4,4%	4,1%	4,6%
EK-Rendite	9,4%	5,2%	3,3%	2,7%
GK-Rendite	5,2%	6,0%	5,1%	5,1%
ROCE	9,2%	11,4%	13,9%	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.