

Halten (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 2,10 (alt: 2,10)

Kurs EUR 2,05
Bloomberg BFC AV
Reuters BFCG
Branche IT Dienstleister

Europaweit aktive IT-Dienstleistungs-Holding mit eigenem Produktportfolio



Aktien Daten: 15.01.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 31,5 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 40,7 Mio
Buchwert: EUR 26,1 Mio
Aktienanzahl: 15,4 Mio

Aktionäre:

BEKO Holding AG 53,9 %
Free Float 30,5 %
Erster Priv. Inv. Club Köln 15,0 %
Cross Industries 0,6 %

Termine:

Vorl. Zahlen 2008 10.02.2009
Zahlen 2008 27.03.2009
Zahlen Q1 12.05.2009
HV 14.05.2009

Änderung	2008e		2009e		2010e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
Umsatz	108	-3,4	115	-9,8	120	-8,2
EBIT	3,0	0,3	4,2	-0,7	5,4	-0,4
EPS	0,07	-0,17	0,13	-0,04	0,20	-0,02

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 16.01.2009
Analyst:
Felix Ellmann +49 (0)40-309537-120
ellmann@ses.de

Restrukturiert und gut gerüstet

Die Brain Force Holding ist eine Österreichische Software-Holding mit verschiedenen IT Unternehmen. Gewachsen aus heterogenen Akquisitionen ist das Unternehmen nach einer Restrukturierung in 2008 nun auf folgende Bereiche fokussiert:

- **Professional Services:** IT-Dienstleistungen im Bereich der Unternehmenssoftwareimplementierung, -erstellung und Betrieb sowie Body-Leasing von IT-Fachkräften.
- **Business Solutions:** Vornehmlich IT-Dienstleistungen und Produkte im Bereich der Anwendungssoftware (Microsoft Dynamics) und der eigenen Lösungen für Finanzdienstleister (FINAS Suite).
- **Technology und Infrastructure Solutions:** Infrastruktur-Lösungen für die Implementierung, die Optimierung und den reibungslosen Betrieb von IT-Netzwerken.

Das Unternehmen hat sich zudem von unprofitablen und unattraktiven Geschäftsbereichen getrennt und die verbliebenen Geschäftsbereiche auf die profitablen Standorte fokussiert.

Für 2009 ist das Unternehmen damit gut gerüstet. Im Wettbewerb profitiert Brain Force:

- von 25 Jahren **Erfahrung**,
- hervorragenden **Referenzen**,
- einem starken, **regionalen Footprint** mit angemessener lokaler Personalstärke (kritische Masse)
- und fokussierten (margenstarken) **eigenen Softwareprodukten** im Bereich der Unternehmenssoftware für Finanzdienstleister oder Produkte für die Infrastruktur-Optimierung.

Es ist zu erwarten, dass das Unternehmen bei leicht steigenden Umsätzen auch das Ergebnis in 2009ff aufgrund von Skaleneffekten und organisatorischen Optimierungen moderat steigern kann. Aufgrund der Tatsache, dass rund 25% der Brain-Force-Mitarbeiter externe Kräfte (Freelancer) sind, wäre das Unternehmen aus Kapazitätssicht auch in der Lage, auf konjunkturell bedingte Auslastungsschwankungen zu reagieren. Zudem stellt ein hoher Anteil an langfristige kontrahierten Bestandskunden das Geschäft der Brain Force auf ein gutes Fundament.

Auf Basis der Prognose errechnet sich ein Kursziel (DCF) von EUR 2,10 für die Brain Force Aktie. Die Einschätzung lautet Halten.

Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008e	2009e	2010e
31.12.					
Umsatz	88,5	98,3	105	105	112
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	11,1 %	6,5 %	0,1 %	7,0 %
EBITDA	6,5	0,3	7,1	7,1	8,7
<i>EBITDA-Marge</i>	7,4 %	0,4 %	6,8 %	6,8 %	7,8 %
EBIT	2,9	-16,7	3,4	3,6	5,0
<i>EBIT-Marge</i>	3,3 %	-17,0 %	3,2 %	3,4 %	4,5 %
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	-1,5	1,4	2,8
EPS	0,30	-1,29	-0,10	0,09	0,18
Free Cash Flow je Aktie	0,31	-0,31	0,09	0,09	0,15
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	6,2	117,4	5,8	5,7	4,4
EV/EBIT	13,9	-2,4	12,4	11,4	7,6
KGV	6,8	-1,6	-20,5	22,8	11,4
ROCE	4,8 %	-30,2 %	6,8 %	7,3 %	10,1 %
Adj. Free Cash Flow Yield	10,5 %	-4,7 %	12,3 %	10,6 %	16,2 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 2,05

Equity Story	3
Langjährig aktives IT-Unternehmen	3
Im Wettbewerb gut positioniert	3
Moderates Wachstum	4
Wettbewerbsqualität	6
Erst restrukturiert...	6
...jetzt refokussiert	6
Qualitätsbeweis Referenzen	8
Solide positioniert	9
Finanzen	10
Jüngste Performance	10
Entwicklung des Umsatzes	10
Entwicklung der Kostenpositionen und des Ertragswachstums	12
Bilanz	13
Bewertung	15
Free Cash Flow Yield	15
DCF-Modell	16
Peer Group	17
Newsflow	18
Newsflow wird wieder besser...	18
Unternehmen & Produkte	19
Unternehmenshintergrund	19
Geschäftsfelder	20
Regionale Abdeckung	21
Management	21
Aktionärsstruktur/ Übernahme	22
Kennzahlen	23

-
- **Brain Force verfügt über 25 Jahre Erfahrung als IT Services Unternehmen und ist europaweit mit Standorten vertreten.**
 - **In 2008 wurde das Unternehmen restrukturiert und auf die profitablen und attraktiven Bereiche refokussiert.**
 - **Heute ist das Unternehmen profitabel und mit einem Aktienkurs von EUR 2 angemessen bewertet.**
-

Langjährig aktives IT-Unternehmen

Die Brain Force Holding bietet ihren Kunden Dienstleistungen im Bereich Business-Lösungen, Infrastruktur, Services, branchenspezifische Anwendungen sowie Outsourcing. Das Unternehmen blickt auf eine gut 25-jährige Unternehmensgeschichte zurück. 1978 wurden die ersten Lösungen für den Front-Office-Bereich bei Finanzdienstleistern entwickelt. In den letzten Jahren ist das Unternehmen stark durch Akquisitionen gewachsen und musste in 2008 restrukturiert werden. Hauptgrund für die Restrukturierung war eine verfehlte Investitionspolitik der Vorjahre. Die meisten der erworbenen Unternehmen konnten nicht die erwarteten Ergebnisse liefern und wurden im Hinblick auf Wert und Synergiepotential überschätzt. Brain Force konnte jedoch auf ein solides Kerngeschäft und gute Softwareprodukte zählen. Ende 2007 wurde mit einem Vorstandswechsel die Restrukturierung eingeleitet. Restrukturierungsbedarf ergab sich dementsprechend in folgenden Bereichen:

- Schließung aller unrentablen und für das Firmenwachstum nicht relevanten Standorte (USA, Großbritannien und in Spanien) und Entwicklungsstopp für Projekte mit zu geringem Gewinnpotenzial.
- Reorganisation des Vertriebs.
- Neubewertung von akquirierten Unternehmensteilen (Impairment) und Neubewertung der Eigenleistungen im Rahmen von Projekten und Produktentwicklungen.

Diese Maßnahmen wurden bilanziell in 2007 berücksichtigt und in 2007/08 durchgeführt. Brain Force ist heute ein internationaler Anbieter von IT-Services und spezifischen Softwarelösungen mit rund 1.100 Mitarbeitern an 12 europaweiten Standorten.

Im Wettbewerb gut positioniert

Brain Force könnte im Geschäftsjahr 2008 nach einer harten Restrukturierung wieder in die Gewinnzone zurückkehren. Das Unternehmen ist heute nur noch in Bereichen tätig, in denen die Gesellschaft profitabel und führend ist. Aus dem Kerngeschäft und den getätigten Akquisitionen werden heute nur noch die aussichtsreichsten Teile weitergeführt. Besondere Kompetenz und Wachstumschancen hat Brain Force in den Bereichen:

- **Business Solutions auf Basis von Microsoft Dynamics** (ERP, CRM und CPM/BI)
- Services und **spezielle Softwareapplikationen für Finanzdienstleister**
- **Infrastruktur Lösungen** insbesondere im Bereich der automatischen Softwareverteilung („Packaging Robot“) und der managed Services

Wichtiges Stellscheidungsmerkmal der Brain Force bilden auch die **eigenen Produkte** des Unternehmens. Diese heben das Unternehmen vom Wettbewerb ab.

Neben der fachlichen Fokussierung differenziert sich Brain Force im Wettbewerb vor allem durch folgende Faktoren:

- 25 Jahre Erfahrung im IT-Markt und umfangreiche **Referenzen**.
- **Mittelständische Orientierung** des Unternehmens („Der mittelständische Kunde ist auf Augenhöhe mit dem Management der Brain Force“) bei hoher regionaler Abdeckung.

Moderates Wachstum

In 2009 trifft das Unternehmen auf ein schwaches wirtschaftliches Umfeld in Europa. Zusammengefasst wird für die Bereiche (Professional Services, Business Solutions, Technology und Infrastructure Solutions) ein moderates Wachstum antizipiert.

Grundsätzlich besteht trotz Rezession der Bedarf bei Unternehmen, das Geschäft IT-seitig zu optimieren. Die Kunden werden auch in 2009 Lösungen nachfragen, die einen erhöhten Vertriebsfolg, höhere Kundenzufriedenheit, schnellere und bessere Entscheidungsfindungen und somit eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit gewährleisten. Im Bereich **Professional Services** ist vor dem Hintergrund einer schwachen Konjunktur mit einem leichten Umsatzrückgang zu rechnen. Im Bereich Body-Leasing hatte Brain Force bereits in 2008 die Kapazitäten angepasst (siehe Tabelle). Der **Bereich Business Solutions** wuchs in 2008 akquisitionsbedingt stark. Dieser Bereich fokussiert sich auf sehr stark nachgefragte Bereiche und sollte insofern nicht schrumpfen. Im Bereich **Technology & Infrastructure** verfügt Brain Force über führende Lösungen und sollte daher trotz Rezession leicht wachsen können.

Brain Force - Umsatzaufteilung nach Geschäftsbereichen

in Mio. EUR	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz Professional Services	34,1	36,1	28,3	26,2	26,9
yoy	-	5,7%	-21,6%	-7,3%	2,7%
Umsatz Business Solutions	26,7	28,1	38,7	39,3	42,6
yoy	-	5,2%	38,0%	1,5%	8,4%
Umsatz Technology and Infrastructure	27,7	34,2	37,7	39,3	42,6
yoy	-	23,5%	10,3%	4,3%	8,4%
Umsatz	88,5	98,3	104,7	104,8	112,2
yoy	-	11,1%	6,5%	0,1%	7,0%

Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Auf Basis einer geringfügigen Skalierung in den Kostenpositionen errechnet sich ein Ergebnisanstieg in den kommenden Jahren.

Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force

in Mio. EUR

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	88,5	98,3	104,7	104,8	112,2
Herstellungskosten	63,9	79,1	78,5	78,6	84,1
Bruttoergebnis	24,6	19,3	26,2	26,2	28,0
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	9,3	11,9	11,5	11,5	12,3
Verwaltungskosten	12,2	14,2	11,1	11,1	10,7
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2	-1,2	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	6,5	0,3	7,1	7,1	8,7
EBIT	2,9	-16,7	3,4	3,6	5,0
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	-1,5	1,4	2,7

Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kursziel: EUR 2,10

Die Bewertungsmethoden deuten auf ein Kursziel von EUR 2,00 – 2,20 hin. Bewertungsbasis bilden DCF-Modell und FCF-Yield:

- der **FCF-Yield** 2009e signalisiert ein Kursziel von EUR 2,20 mit deutlichem Aufwärtspotenzial in den Folgejahren.
- das **DCF-Modell** ermittelt einen fairen Wert von EUR 2,00.
- Die **Peer Group** deutscher IT Unternehmen weist extrem geringe Multiplikatoren auf. Gegenüber diesen ist Brain Force nicht unterbewertet. Das derzeitige Bewertungsniveau der Vergleichsgruppe ist allerdings nicht repräsentativ.

Das Kursziel für die Brain Force Aktie wird mit EUR 2,10 angesetzt.

-
- **Brain Force ist ein etabliertes europäisches IT-Services Unternehmen.**
 - **Nach der Restrukturierung in 2008 ist das Unternehmen gut positioniert.**
 - **Auch in einer Rezession sollte das Unternehmen weiter profitabel arbeiten können.**
-

Mit über 25 Jahren Erfahrung und einer umfassenden Referenzkundenbasis ist Brain Force einer der führenden Anbieter von IT-Dienstleistungen und Produkten mit einem breit gefächerten Lösungsangebot.

Erst restrukturiert...

Die Brain Force Holding AG ist insbesondere in den letzten zehn Jahren stark durch Akquisitionen gewachsen. Es wurden 8 wesentliche Akquisitionen vornehmlich aus dem Bereich IT-Services und Produkte getätigt. Dafür wurden insgesamt rund EUR 50 Mio. aufgewendet. Dies ist etwa doppelt so viel, wie der Marktwert der heutigen Gesellschaft.

Während einige dieser Akquisitionen werthaltig und nachhaltig waren, konnten andere nicht richtig integriert werden und wurden in ihren positiven Auswirkungen und Synergiepotenzialen überschätzt. Das Jahr 2007 war infolgedessen von Abschreibungen und massiven Umstrukturierungen geprägt. Zudem wurde das Management ausgetauscht. Seitdem verbesserten sich die Ergebnisse kontinuierlich.

Brain Force hat diese strukturelle Entwicklung als Chance aufgefasst und:

- **Ist heute nur noch in Bereichen tätig, in denen die Gesellschaft profitabel und führend ist.**
- **Aus dem Kerngeschäft und den getätigten Akquisitionen werden heute nur noch die besten Teile weitergeführt.**

...jetzt refokussiert

Auch die regionale Fokussierung wurde auf Regionen begrenzt, in denen Brain Force über die notwendige kritische Masse verfügt. So wurden die Standorte in den USA, Spanien und UK geschlossen. Die 1.100 Mitarbeiter der Gesellschaft sind nun auf 12 Standorte in 7 europäischen Ländern verteilt. So verfügt Brain Force in den jeweiligen Märkten über die kritische Größe.

Zudem wurde Brain Force auf die Themen fokussiert, in denen die Gesellschaft profitabel und erfolgreich ist. Diese Geschäftsfelder fokussieren sich nun auf ihr etabliertes Geschäft (Microsoft Dynamics, Service Management, Finanzdienstleister, Infrastruktur-Lösungen und Body-Leasing). Hier hat Brain Force gefestigte Kundenbeziehungen und/oder aussichtsreiche Produkte. Strategisch expandiert werden nur die 3 Competence Center Microsoft Dynamics, Server & Workstation Management sowie Desktop Application Management, da hier erhebliches Know-how der Brain Force auf hohes Wachstumspotenzial trifft.

Inhaltlich ist Brain Force vor allem in folgenden Bereichen gut aufgestellt:

- Spezielle **Business Solutions**

Das Competence Center **Microsoft Dynamics** der Brain Force ist auf ERP (Enterprise Resource Planning), CRM (Customer Relationship Management) und CPM/BI (Corporate Performance Management/Business Intelligence) Anwendungen spezialisiert. Insbesondere in Italien hat der Konzern hier ausgewiesenes Know-how. Dieses Geschäftsfeld wird zukünftig in anderen Regionen weiter ausgebaut. Auch eine Akquisition ist hier denkbar.

Das Competence Center **Service Management** bildet die 2007 akquirierte SolveDirect, das Competence Center **Finanzdienstleister** (Services und spezielle Softwareapplikationen für Finanzdienstleister) bildet die ehemalige NSE.

Diese Bereiche verfügen über ein etabliertes Geschäft und werden als Profit-Center weitergeführt.

▪ **Infrastruktur Lösungen**

Das Competence Center **Server & Workstation Management** bündelt die Aktivitäten der Brain Force im Bereich der Schaffung von Infrastrukturen. Vor allem der Aufbau einer gut managbaren, dynamischen, sicheren und zuverlässigen Server- und Daten-Infrastruktur ist für Unternehmen kontinuierlich relevant. Ebenso das Workspace-Management. Dies dient der Schaffung dynamischer, anwenderfokussierter Infrastrukturen. Hierbei werden führende Technologien unter Verwendung von Best Practices implementiert. Zudem dient es der Erzielung von Kosteneinsparungen durch Automatisierung manueller Tätigkeiten. Dieses Competence Center wird, wie auch das **Desktop Application Management**, weiter ausgebaut.

Das Competence Center **ICT Suite** (Dokumentation und Verwaltung komplexer Kommunikations- und Netzwerk-Infrastrukturen mit integrierten Abrechnungsprozessen) ist ein Nischenangebot der Brain Force. Auch hier wird das etablierte Geschäft optimiert weitergeführt.

▪ **Professional Services**

Die Bereitstellung von IT Experten bleibt ebenfalls Kerngeschäft der Brain Force. Als klassisches „Body-Leasing-Geschäft“ werden hier die typischen Bereiche IT-Consulting, Development, Application Testing, Integration, Rollout, Maintenance Support und Betrieb abgedeckt.

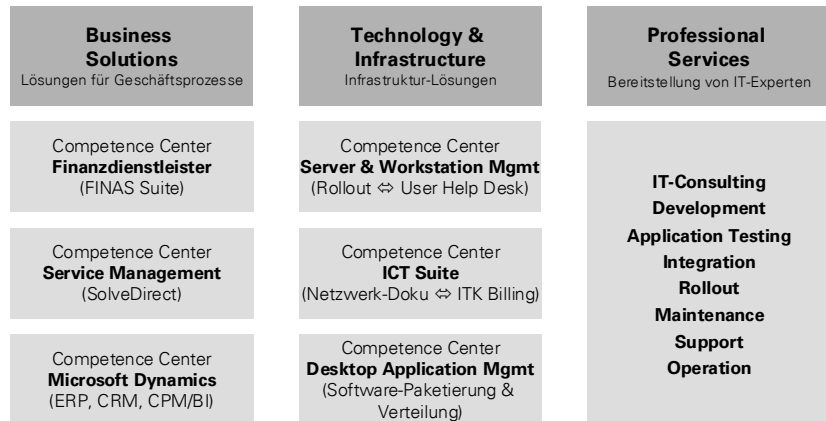
Das Lösungs- und Serviceportfolio der Brain Force ist relativ breit. Es beinhaltet jedoch einige Spezialthemen, bei denen das Unternehmen führend ist. Während in vielen Bereichen die Differenzierung vom Wettbewerb schwer darstellbar ist und nur branchenübliche Margen erzielt werden können, besteht in den Spezialbereichen das Potenzial auch deutlich höhere Erträge zu erzielen. Diese Bereiche sind vor allem:

- Microsoft Dynamics
- Server & Workstation Management
- Desktop Application Management

Wichtiges Stellscheidungsmerkmal der Brain Force bilden auch die **eigenen Produkte** des Unternehmens. Hierzu zählen insbesondere die Produkte im Bereich Financial Services („FINAS CRM“) oder im Bereich der automatischen Softwareverteilung („Packaging Robot“).

- **Beispielhaft lässt sich aus dem Bereich Infrastrukturlösungen** der Kunde „Lufthansa Systems“ nennen. Hier bietet Brain Force die komplette Bandbreite der Managed Services. Seit 2001 ist Brain Force Partner der Lufthansa für die Administration aller IT-Rollout-Projekte. Heute stellt Brain Force Notebook Services für über 6.500 Crew Notebooks bereit, übernimmt das Workstation Management für über 15.000 Endgeräte und das Server Management für über 550 Serversysteme. Field Service sowie Staging und Storage runden das Angebot ab.
- **Aus dem Bereich Business Solutions** lässt sich die RheinLand Versicherungsgruppe nennen, welche eine ganzheitliche Beratung ihrer Kunden mit dem BRAIN FORCE Finanzanalyse Center durchführt. Damit lässt sich der Versorgungsbedarf exakt berechnen. Die Lösung in einer Rekordzeit von nur drei Monaten implementiert. (siehe auch Abschnitt „Referenzen“)

Strategische Geschäftsfelder



Quelle: Brain Force

Qualitätsbeweis Referenzen

Im Laufe seiner langen Unternehmensgeschichte konnte Brain Force eine breite Kundenbasis aufbauen, folgende Tabelle zeigt einen Auszug dieser:

Referenzliste der Brain Force

Auszug

Technologie und Infrastruktur	Branchenlösungen/Finanzdienstleister	Help desk-Lösungen
Auswärtiges Amt	AGIS Allianz	Hanse Merkur
Berliner Verkehrsbetriebe (BVB)	AMB Generali	Kapsch Traffic Com
Damovo Ungarn	ASSTEL Versicherungsgruppe	Mond AG
Dillinger Hüttenwerke	Baden-Württembergische Bank	T-System
EWE AG	Bank Austria Creditanstalt	
E.ON	Condor Versicherungsgruppe	IT Recruiting
Flughafen Leipzig/Halle	Delta Lloyd	AGIS Allianz Dresdner
Herkel	DKV / Ergo	Fujitsu Siemens Computers
IBM	Gothaer Versicherungen	Gothaer Versicherungen
Lufthansa Systems	Helvetia Deutschland	HypoVereinsbank MIB
Merck	Hanse Merkur	HypoVereinsbank HIS
Mitteldeutscher Rundfunk	HypoVereinsbank	Infineon
Karton Basel	Inter Versicherung	Kassenärztl. Vereinigung Bayerns
Landeshauptstadt München	LBS Bayern	Postbank
Leucom	Postbank	Sparkasse Leverkusen
RWE Systems	Rheinland Versicherungsgruppe	
Sewag Netze	Sparkasse Leverkusen	
Ungarische Staatsbahn (MAV)	Vereinsbank Viktoria Bauspar	
Schweizerische Bundesbahnen	Vorsorge-Finanzierungsconsulting	
Vattenfall Europe Mining	Westfälische Provinzial Vers.	

Quellen: Brain Force

Die Kunden der Brain Force zeichnen sich zudem durch geringe Wechselwilligkeit aus. Kundentreue ist typisch bei Projekten mit langer Laufzeit. Hieraus ergibt sich zudem regelmäßig neues Geschäft aus der Bestandskundenbasis.

Diese Referenzen bilden einen wichtigen Faktor der Wettbewerbsqualität. Für potenzielle Neukunden hat dies eine erhebliche positive Signalwirkung.

Solide positioniert

Neben der ausgewiesenen fachlichen Kompetenz und den Referenzen der Brain Force sprechen für das Unternehmen vor allem:

- **25 Jahre Erfahrung** im IT-Markt und der etablierte Markenname „Brain Force“
- **Kritische Größe** bei hoher regionaler Abdeckung
- **Mittelständische Orientierung** des Unternehmens („Der mittelständische Kunde ist auf Augenhöhe mit dem Management der Brain Force“)

Seit der Neustrukturierung zeigt der Konsolidierungskurs klare Erfolge (siehe auch Finanzen). Brain Force hat sich als Software und IT-Dienstleistungsholding strategisch sinnvoll positioniert.

- In den ersten neun Monaten 2008 zeigt sich der Erfolg der Restrukturierung eindrucksvoll.
- Das Angebot der Brain Force spricht Themen an, die auch 2009 nachgefragt werden sollten.
- Für 2009 ist mit moderatem Wachstum zu rechnen.

Jüngste Performance

Am 12.11.08 legte die Brain Force Holding AG gute Zahlen für die ersten neun Monate vor, welche die Erwartungen übertrafen. Sie zeigen den ökonomischen Erfolg des Unternehmens im Rahmen der Konzentration auf die profitablen Bereiche.

Brain Force - 9M 2008				
Angaben in Mio. EUR	9M/08	9M/08e	9M/07	yoy
Umsatz	78,3	77,3	71,4	9,6%
EBITDA	5,7	5,1	-1,6	-
<i>Marge</i>	7,2%	6,6%	-2,2%	
EBITA	2,7	2,0	-17,4	-
<i>Marge</i>	3,4%	2,6%	-24,4%	
EBIT	2,7	2,0	-17,4	-
<i>Marge</i>	3,4%	2,6%	-24,4%	
EPS	0,07	0,13	-1,32	-

Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Für das Geschäftsjahr 2008 erhöhte das Unternehmen auch die Prognose. Es wird jetzt mit einem EBITDA von mindestens EUR 7,0 Mio. (bisherige Guidance: EUR 6 bis 7 Mio.) sowie einem EBIT von über EUR 3,0 Mio. (bisher: EUR 2 bis 3 Mio.) gerechnet.

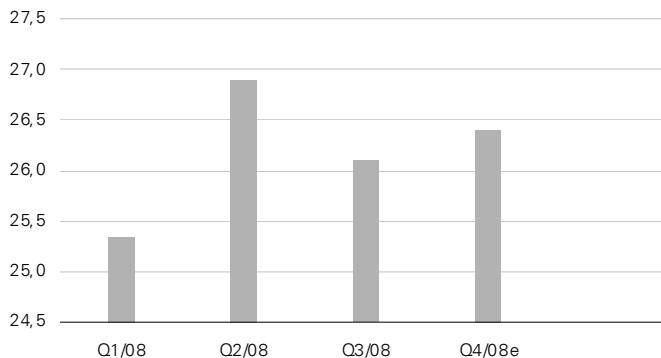
Negativ an den gemeldeten Zahlen ist allerdings die Tatsache, dass theoretisch eine Abschreibung auf den Firmenwert („Impairment“) der Solvedirect möglich ist, sofern Solvedirect mittelfristig die Planungen nicht erfüllt. In 2008 wurden die Ziele jedoch erfüllt und bislang gibt es keine Indizien für eine notwendige Abschreibung. Ggf. muss auch eine in 2005 ausgegebene Wandelanleihe an der Kemp Inc. neu bewertet werden. Ebenfalls wird es, durch die Übernahme der Brain Force Holding durch die BF Informationstechnologie Beteiligungsgesellschaft m.b.H. und die Einbringung dieser Gesellschaft in die Beko, voraussichtlich zu einer Neubewertung der steuerlichen Verlustvorträge kommen. Grund ist eine Änderung der deutschen Gesetzgebung. Hier ist es jedoch möglich, dass diese Gesetzänderung wieder rückgängig gemacht werden muss. Dann würde ein AO-Ertrag in entsprechender Höhe entstehen.

Entwicklung des Umsatzes

In den letzten Quartalen konnte die Brain Force den Umsatz trotz Restrukturierung stabil zwischen EUR 25-27 Mio. halten. Für das in der IT-Branche typischerweise starke Q4 wird ein Umsatz von etwa EUR 26,4 Mio. erwartet.

Umsatz nach Quartalen

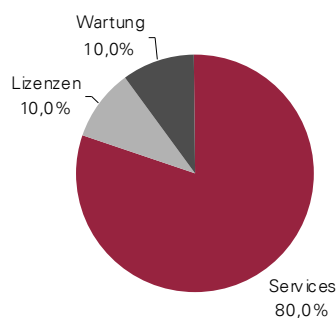
Geschäftsjahr 2008



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Umsatz nach Arten

Geschäftsjahr 2008, Schätzung

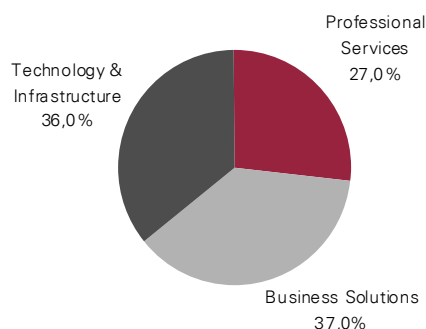


Quellen: SES Research (Schätzungen)

Der Bedarf bei Unternehmen, das Geschäft IT-seitig zu optimieren besteht trotz Rezession. Denn die Kunden der Brain Force optimieren damit sowohl ihr Geschäftsmodell als auch ihre operative Tätigkeit. Auch in 2009 werden die Kunden Lösungen nachfragen, die einen erhöhten Vertriebs Erfolg, höhere Kundenzufriedenheit, schnellere und bessere Entscheidungsfindungen und eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit ermöglichen. Lösungen der Brain Force für diese Fragestellungen finden sich im Bereich ERP, CRM, CPM/BI und Sales Support. Aus Sicht des operativen Geschäftsbetriebs der Brain Force Kunden sind Fragen der höheren Kosteneffizienz, der verbesserten operativen Steuerung und der Margensteigerung unverändert relevant. Neben den genannten Bereichen greift hier vor allem das Lösungsportfolio der Brain Force im Bereich der Infrastructure Optimization.

Umsatz nach Geschäftsfeldern

Geschäftsjahr 2008, Schätzung



Quellen: SES Research (Schätzungen)

Für das Jahr 2009 wird die Prognose der Umsätze nach Bereichen vorgenommen:

- Im Bereich **Professional Services** ist vor dem Hintergrund einer schwachen Konjunktur mit einem leichten Umsatzrückgang zu rechnen. Insbesondere das Body-Leasing könnte unter der aktuellen konjunkturellen Lage leiden. Unternehmen werden in konjunkturell schwachen Phasen zunächst externe Fachkräfte freisetzen. Hiervon ist Brain Force direkt betroffen.
- Der **Bereich Business Solutions** fokussiert sich auf sehr stark nachgefragte Bereiche, vor allem im Microsoft-Umfeld. Hier ist, trotz schwacher Konjunktur, mit einer stabilen Entwicklung zu rechnen.
- Im Bereich Technology & Infrastructure werden insbesondere die Bereiche **Server & Workstation Management** und **Desktop Application Management** weiter ausgebaut. Hier verfügt Brain Force über führende Lösungen und Technologien, die mit gezieltem Marketing und Cross Selling auf höhere Nachfrage treffen sollten. Für diesen Bereich wird ein Umsatzanstieg erwartet.

Folgende Tabelle zeigt die erwartete Entwicklung des Umsatzes:

Brain Force - Umsatzaufteilung nach Geschäftsbereichen

in Mio. EUR

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz Professional Services	34,1	36,1	28,3	26,2	26,9
yoy	-	5,7%	-21,6%	-7,3%	2,7%
Umsatz Business Solutions	26,7	28,1	38,7	39,3	42,6
yoy	-	5,2%	38,0%	1,5%	8,4%
Umsatz Technology and Infrastructure	27,7	34,2	37,7	39,3	42,6
yoy	-	23,5%	10,3%	4,3%	8,4%
Umsatz	88,5	98,3	104,7	104,8	112,2
yoy	-	11,1%	6,5%	0,1%	7,0%

Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Entwicklung der Kostenpositionen und des Ertragswachstums

Die wichtigste Kostenposition sind die Herstellungskosten. Mit rund 75% des Umsatzes sind diese Kosten vor allem durch das Personal determiniert, welches für die Erbringung von Leistungen bereitzustellen ist.

Da rund 25% der von Brain Force erbrachten Leistungen durch externe Mitarbeiter im Bereich Professional Services erzielt werden, besteht hier eine gewisse Flexibilität, die Herstellungskosten auch bei sinkenden Umsätzen konstant zu halten.

Weitere 10% der Kosten entfallen jeweils auf Vertriebs- und Verwaltungskosten. Die Vertriebskosten sollten, als integraler Bestandteil der Vermarktung, etwa konstant bleiben. Die Verwaltungskosten sollten, im Rahmen einer positiven Umsatzentwicklung, leicht sinken. Insbesondere da die wesentlichen Neustrukturierungen bereits in 2008 erfolgt sind.

Aus der Umsatzentwicklung und den gezeigten Kostenpositionen ergibt sich folgende Gewinn- und Verlustrechnung:

Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force

in Mio. EUR	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	88,5	98,3	104,7	104,8	112,2
Herstellungskosten	63,9	79,1	78,5	78,6	84,1
Bruttoergebnis	24,6	19,3	26,2	26,2	28,0
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	9,3	11,9	11,5	11,5	12,3
Verwaltungskosten	12,2	14,2	11,1	11,1	10,7
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2	-1,2	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	6,5	0,3	7,1	7,1	8,7
EBIT	2,9	-16,7	3,4	3,6	5,0
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	-1,5	1,4	2,7

Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Zu der Gewinn und Verlustrechnung ist anzumerken, dass hierin eine Abschreibung auf steuerlich wirksame Verlustvorträge antizipiert ist (EUR 2,9 Mio. in 2008). Eine Abschreibung auf den Firmenwert der Solvedirect (verbliebener Bilanzansatz (Firmenwert): EUR 4,5 Mio.) wurde nicht antizipiert, da diese nicht konkret absehbar ist. Eine Neubewertung der Wandelanleihe (an der Kemp Inc., Volumen der Anleihe EUR 0,65 Mio.) wurde ebenfalls noch nicht berücksichtigt, da die Zinszahlungen bislang fristgerecht erfolgten. Die beiden letzten Aspekte stellen jedoch einen Risikofaktor für 2009 dar. Dieser ist jedoch im Volumen überschaubar und (abgesehen von künftigen Zinszahlungen der Kemp) nicht Cash-wirksam.

Bilanz

Die Bilanz der Brain Force (per 30.09.08) enthält als wichtigste Position der **Aktiva** Firmenwerte (EUR 16 Mio.), sonstige immaterielle Vermögenswerte (EUR 12 Mio.) und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (EUR 28 Mio.). Zusammen mit Zahlungsmitteln in Höhe von EUR 5 Mio. bilden diese Größen die wesentlichen Aktiva. Die auffällig hohen weichen Aktiva resultieren aus der umfangreichen Akquisitionstätigkeit der Brain Force in den vergangenen Jahren. Diese sind zwar in 2008 bereits deutlich wertberichtigt worden, grundsätzlich jedoch beinhalten diese Positionen möglicherweise weiteres Abschreibungspotenzial.

Die größte Position der **Passiva** (per 30.09.08) bildet mit EUR 27 Mio. das Eigenkapital (Quote: 39%). Darüber hinaus betragen die Finanzverbindlichkeiten rund EUR 15 Mio. Der Rest entfällt auf sonstige Verbindlichkeiten und Rückstellungen.

Insgesamt ist die Bilanz der Brain Force damit eher schwach. Die Ausstattung mit liquiden Mitteln ist zufriedenstellend, wenngleich die Nettoliquidität mit rund EUR 10 Mio. negativ ist.

Bilanz Brain Force

in Mio. EUR

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Aktiva					
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,8	28,9	27,0	25,5	23,9
davon übrige imm. VG	10,5	13,1	11,1	9,6	8,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	21,3	15,9	15,9	15,9	15,9
Sachanlagen	1,6	2,3	2,6	3,5	4,1
Finanzanlagen	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlagevermögen	34,1	31,4	29,8	29,2	28,2
Vorräte	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,9	28,2	29,3	29,8	31,9
Sonstige Vermögensgegenstände	7,7	5,0	2,4	2,4	2,4
Liquide Mittel	13,5	9,4	8,5	8,6	10,3
Umlaufvermögen	47,5	42,9	40,5	41,1	44,9
Bilanzsumme	81,6	74,3	70,2	70,3	73,1
Passiva					
Eigenkapital	48,1	26,3	24,8	26,1	28,8
Rückstellungen gesamt	10,0	7,5	7,5	7,5	7,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,5	16,0	16,0	15,2	14,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,5	9,8	9,2	9,2	9,8
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	12,4	14,8	12,8	12,4	12,4
Verbindlichkeiten	33,5	48,1	45,4	44,2	44,3
Bilanzsumme	81,6	74,3	70,2	70,3	73,1

Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Der FCF-Yield 2009e deutet auf einen fairen Wert von EUR 2,20.
- Das DCF-Modell führt zu dem Kursziel von EUR 2,00.
- Der Peer Group-Vergleich signalisiert Bewertungsaufschläge gegenüber der Vergleichsgruppe, ist jedoch nur wenig aussagekräftig.
- Das Kursziel wird mit EUR 2,10 angesetzt.

Free Cash Flow Yield

Der adjustierte Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen – Erhaltungsinvestitionen + Steuern – (1-t)*Zinsen) auf den EV ihre Opportunitätskosten übersteigt. Diese wurden vereinfacht mit 10% angesetzt.

Der FCF-Yield deutet auf ein Kursziel von EUR 2,20 für 2009 mit beträchtlichem Aufwärtspotenzial bis 2010 (EUR 3,60).

Free Cash Flow Yield - Brain Force

Angaben in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	
Jahresüberschuss	0,0	0,0	4,2	-19,9	-1,5	1,4	2,7	
+ Abschreibung + Amortisation	0,0	0,0	3,6	17,0	3,8	3,6	3,7	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	0,0	0,3	-1,2	-0,9	-0,8	-0,7	
+ Steuern	0,0	0,0	-0,9	2,0	4,0	1,4	1,6	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	2,2	2,3	2,0	2,8	2,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	0,0	0,0	4,3	-1,9	5,1	4,3	6,2	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	0,0%	0,0%	10,7%	-4,8%	12,6%	10,8%	16,6%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	39,9	39,9	39,9	39,9	40,8	39,9	37,7	
= Fairer Enterprise Value	-	-	42,7	-	51,3	43,1	62,4	
- Nettoverschuldung (Cash)	6,5	6,5	6,5	6,5	7,5	6,6	4,3	
- Pensionsverbindlichkeiten	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	-	-	33,6	-	41,2	34,0	55,5	
Aktienanzahl (Mio.)	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	-	2,18	-	2,68	2,21	3,61	
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-	9,1%	-	33,9%	10,3%	80,3%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	-	-	1,54	-	1,91	1,56	2,67
	12,0%	-	-	1,72	-	2,12	1,74	2,93
Fairer	11,0%	-	-	1,93	-	2,37	1,95	3,24
Free Cash Flow	10,0%	-	-	2,18	-	2,68	2,21	3,61
Yield	9,0%	-	-	2,49	-	3,05	2,52	4,06
	8,0%	-	-	2,88	-	3,51	2,91	4,62
	7,0%	-	-	3,37	-	4,11	3,41	5,34

Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

DCF-Modell

Um auf Basis des langfristigen Geschäftserfolgs ein Kursziel zu ermitteln, wurde ein DCF-Modell herangezogen.

Der Umsatz dürfte in 2009 in Anbetracht der aktuellen rezessiven Tendenzen nicht signifikant wachsen. Nach 2009 sollte das Umsatzwachstum moderat bei 5% liegen und bis 2015 auf 2,5% fallen. Als langfristige Wachstumsrate wurden 2,5% angesetzt.

Die EBIT-Marge sollte bis 2010 auf 5% ansteigen. Dies ist für IT-Services mit eigenen Produkten ein geringes Niveau. Sollte es gelingen den Absatz eigener Produkte zu erhöhen und die Organisation noch weiter zu optimieren, sind auch höhere Margen denkbar.

Weitere Annahmen sind:

- Risikolose Rendite von 4,25% (10-jährige Bundesanleihe)
- Fremdkapitalzins 7%
- Markttrendite 9%
- Beta von 1,5
- WACC von 10,7%

Das DCF-Modell indiziert einen fairen Wert von EUR 2,00.

DCF Modell - Brain Force

Angaben in Mio. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	104,7	104,8	112,2	117,8	123,7	129,8	136,3	143,2	146,7	150,4	154,2	158,0	162,0	166,0
Veränderung	6,5%	0,1%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	3,4	3,6	5,0	5,9	6,2	6,5	6,8	7,2	7,3	7,5	7,7	7,9	8,1	8,3
EBIT-Marge	3,2%	3,4%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Steuerquote	159,9%	50,6%	36,8%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%
NOPAT	-2,0	1,8	3,2	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,1
Abschreibungen in % vom Umsatz	3,8	3,6	3,7	2,8	3,0	3,1	2,7	2,9	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
	3,6%	3,4%	3,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-1,7	-0,5	-1,5	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
- Investitionen	-2,1	-3,0	-2,7	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2	-3,3
Investitionsquote	2,0%	2,9%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-2,1	1,8	2,7	4,1	4,4	4,7	4,4	4,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5

Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	7,0%	WACC	10,69%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2021	24,4		
Terminal Value	14,8		
Verbindlichkeiten	-18,5		
Liquide Mittel	9,4	Aktienzahl (Mio.)	15,39
Eigenkapitalwert	30,0	Wert je Aktie (EUR)	1,95

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
11,69%	1,61	1,62	1,64	1,66	1,69	1,71	1,73
11,19%	1,73	1,75	1,78	1,80	1,83	1,85	1,88
10,94%	1,80	1,82	1,85	1,87	1,90	1,93	1,96
10,69%	1,87	1,90	1,92	1,95	1,98	2,01	2,05
10,44%	1,95	1,97	2,00	2,03	2,07	2,10	2,14
10,19%	2,03	2,06	2,09	2,12	2,16	2,20	2,24
9,69%	2,20	2,24	2,28	2,32	2,36	2,41	2,46

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,69%	0,96	1,19	1,43	1,66	1,90	2,14	2,37
11,19%	1,05	1,30	1,55	1,80	2,05	2,30	2,55
10,94%	1,10	1,36	1,62	1,87	2,13	2,39	2,65
10,69%	1,15	1,42	1,68	1,95	2,22	2,49	2,75
10,44%	1,21	1,48	1,76	2,03	2,31	2,59	2,86
10,19%	1,26	1,55	1,84	2,12	2,41	2,70	2,98
9,69%	1,39	1,70	2,01	2,32	2,63	2,93	3,24

Quelle: SES Research

Peer Group

Zu den relevanten Peers der Brain Force gehören:

CENIT AG: Die CENIT AG Systemhaus ist ein Beratungs- und Softwarespezialist, der Geschäftsprozesse im Product Lifecycle Management, Enterprise Information Management und Application Management Outsourcing optimiert.

GFT AG: GFT ist ein IT Dienstleistungsunternehmen, das in den Bereichen Services, Resourcing und Software agiert. Hierbei bezeichnet Services IT-Lösungen im Bereich Finanzdienstleistungen und Logistik, Resourcing die Vermittlung von IT-Spezialisten aller Branchen und Software die Prozessoptimierung, Dokumentenmanagement und digitale Archivierung.

FJA AG: FJA agiert weltweit in 26 Ländern und bietet Versicherern und anderen Finanzdienstleistern eine umfassende Beratung im IT-Bereich. Hierzu verfügt FJA über zahlreiche Standardsoftwarelösungen, die individuell an den Kunden angepasst werden können.

Secunet Security Networks AG: Secunet ist ein Spezialist für IT-Sicherheit. Der Konzern entwickelt und implementiert Softwarelösungen sowohl für nationale und internationale Unternehmen als auch für staatliche Betragsträger.

Syskoplan AG: Die Syskoplan AG entwickelt kundenspezifische Software, die sich leicht in die bestehende IT-Infrastruktur einbinden lässt. Im Vordergrund stehen hierbei ganzheitliche Lösungen zur kundenzentrierten Unternehmensführung.

S&T AG: S&T ist ein Anbieter von IT Beratung, IT Lösungen und IT Services.

Folgende Basisdaten fließen in die Multiplikatorenberechnung ein:

Basisdaten der Peer-Group-Analyse

Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
Cenit	EUR	3,10	25,9	17,6	0,40	0,54	0,43	77,7	77,4	76,2	5,3	7,2	5,8	4,0	3,2	4,7
GFT Technologies	EUR	1,18	31,1	14,6	0,16	0,23	0,32	240,5	238,5	249,0	7,1	9,2	11,7	5,5	7,7	10,2
FJA	EUR	1,80	38,3	25,6	0,23	0,25	0,26	62,8	64,0	67,8	7,0	7,6	8,1	5,8	6,3	6,6
Secunet Security	EUR	3,85	25,0	16,7	0,27	0,53	0,60	50,0	55,0	60,2	3,1	5,8	6,6	2,6	4,5	5,0
S&T System Integration	EUR	9,70	34,8	102,1	0,58	0,63	1,62	517,0	504,0	516,0	17,4	16,9	21,5	9,8	9,5	14,0
Syskoplan	EUR	5,00	23,6	13,0	0,72	0,64	0,68	60,4	60,8	63,7	6,9	6,3	6,5	5,5	4,9	5,1
Brain Force	EUR	2,00	30,8	40,8	-0,10	0,09	0,18	104,7	104,8	112,2	7,1	7,1	8,7	3,4	3,6	5,0

Quelle: SES Research, Bloomberg

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Peer-Group Brain Force

Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	KGV			KUV			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
Cenit	EUR	3,10	25,9	17,6	7,85	5,77	7,21	0,33	0,34	0,34	3,35	2,45	3,03	4,40	5,58	3,74
GFT Technologies	EUR	1,18	31,1	14,6	7,52	5,13	3,69	0,13	0,13	0,12	2,08	1,60	1,26	2,66	1,91	1,44
FJA	EUR	1,80	38,3	25,6	7,93	7,11	6,92	0,61	0,60	0,57	3,64	3,37	3,17	4,42	4,07	3,86
Secunet Security	EUR	3,85	25,0	16,7	14,53	7,33	6,42	0,50	0,46	0,42	5,46	2,87	2,52	6,50	3,69	3,34
S&T System Integration	EUR	9,70	34,8	102,1	16,72	15,40	5,99	0,07	0,07	0,07	5,87	6,04	4,75	10,39	10,77	7,30
Syskoplan	EUR	5,00	23,6	13,0	6,94	7,85	7,35	0,39	0,39	0,37	1,89	2,08	2,00	2,37	2,67	2,54
Mittelwert					10,25	8,10	6,26	0,34	0,33	0,31	3,71	3,07	2,79	5,12	4,78	3,70
Median					7,89	7,22	6,67	0,36	0,36	0,36	3,49	2,66	2,78	4,41	3,88	3,54
Brain Force	EUR	2,00	30,8	40,8	neg.	22,22	11,11	0,29	0,29	0,27	5,73	5,73	4,67	12,19	11,46	8,09
Potenzial zum Mittelwert in %					n.a.	-64%	-44%	15%	12%	15%	-35%	-46%	-40%	-58%	-58%	-54%
Fairer Wert je Aktie auf Basis Mittelwert					n.a.	0,73	1,13	2,31	2,24	2,29	1,07	0,77	0,93	0,46	0,45	0,56

Quelle: SES Research, Bloomberg

Ein grober Blick auf die Zahlen im Peer Group-Vergleich zeigt, dass Brain Force im Vergleich zu den angeführten Unternehmen mit höheren Multiplikatoren bewertet ist. Grundsätzlich ist die Gesellschaft damit zwar nicht zu teuer, jedoch hat die derzeitige Kapitalmarktentwicklung in der gesamten Branche zu drastischen Unterbewertungen geführt. Bei den Unternehmen der Vergleichsgruppe ist zudem ggf. mit einer Senkung der Schätzungen zu rechnen. Als Indiz für eine Überbewertung der Brain Force Aktie sollte die Vergleichsgruppe daher nicht gedeutet werden.

- **Newsflow ist von guten Zahlen bestimmt.**
 - **Auch weitere Aufträge sind zu erwarten.**
-

Newsflow wird wieder besser...

Am 10.02.09 wird die Brain Force vorläufige Geschäftszahlen für das Geschäftsjahr 2008 veröffentlichen. In diesem Zusammenhang wird das Unternehmen solide operative Zahlen zeigen können und voraussichtlich den Ausblick für 2009 konkretisieren.

Die Aktie hat in den vergangenen Monaten deutlich unter hoher Intransparenz gelitten. Zusammen mit der Einstellung des Listings auf der Handelsplattform XETRA verlor sie deutlich an Wert. Mit Bekanntgabe aktueller Geschäftszahlen und der damit verbundenen nachhaltigen Rückkehr zu positiven Ergebnissen sollte sich diese Situation verbessern.

Brain Force veröffentlicht in regelmäßigen Abständen die Gewinnung neuer Kunden/Projekte. So konnte das Unternehmen in 2008 beispielsweise folgende Projekte gewinnen:

- **Sparkasse Leverkusen** konsolidiert IT-Infrastruktur mit Brain Force (10.03.08)
- **HanseMerkur** setzt auf Brain Force CRM (06.10.2008)
- **RheinLand Versicherung** entscheidet sich für Brain Force (01.04.2008)

Es ist damit zu rechnen, dass Brain Force neben der Quartalsberichterstattung auch in 2009 kontinuierlich über neue Kunden berichten wird.

Unternehmenshintergrund

1983, wenige Jahre nachdem IBM den ersten Personal Computer auf den Markt brachte, wurde in München die BRAIN FORCE SOFTWARE GmbH gegründet. BRAIN FORCE Österreich war die zweite Gesellschaft innerhalb des Konzerns. 1987 gegründet, entwickelte sie sich bis 1996 zum Mutterkonzern der Firmengruppe. Im folgenden Jahr entstand die Tochtergesellschaft BRAIN FORCE SOFTWARE B.V. in Amsterdam ehe 1998 die BRAIN FORCE SOFTWARE GmbH in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wurde. 1999 fand der Börsengang am Neuen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse statt. Mit einer Reihe von Übernahmen und Akquisitionen erweiterte BRAIN FORCE SOFTWARE seine Firmengruppe in den Jahren 2000-2007 zu einem internationalen Konzern.

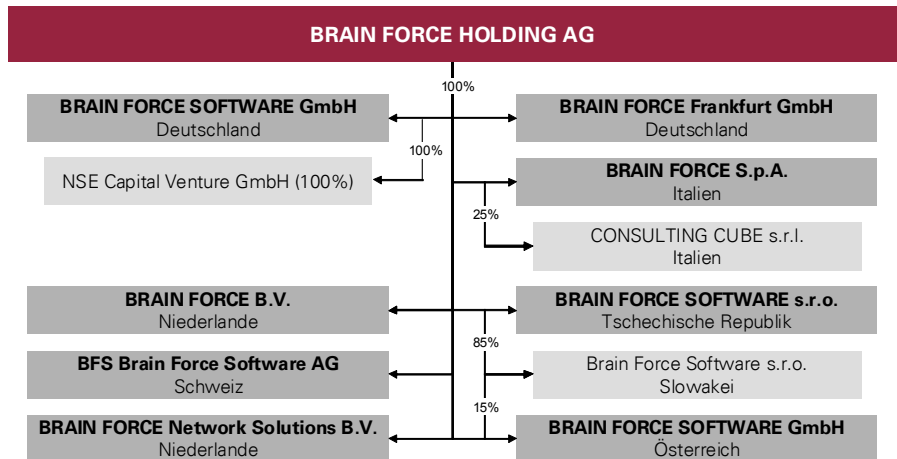
Das Unternehmen vollzog in 2007 jeoch Restrukturierung. Diese war notwendig geworden, nachdem der Anbieter von IT-Dienstleistungen und Software in den letzten Jahren eine offensive Akquisitionspolitik praktiziert hatte, die zu strukturellen Problemen führte. Das Unternehmen muss nun den Konzern neu organisieren und vor allem erhebliche Neubewertungen vornehmen. Brain Force kann zwar auf ein solides Kerngeschäft und gute Softwareprodukte verweisen, die erhofften Konzernweiten, Synergien und Cross-Selling-Potenziale stellten sich jedoch nicht ein. Die Restrukturierung umfasste folgende Bereiche:

- Strikte Konzentration auf die profitablen Bereiche des Unternehmens (Restrukturierung). Dies beinhaltet die Schließung aller unrentablen und für das Firmenwachstum nicht relevanten Standorte. Folglich werden die Standorte in den USA, in Großbritannien und in Spanien geschlossen, deren Umsatzbeitrag bislang marginal war.
- Entwicklungsstopp für Projekte mit zu geringem Gewinnpotenzial.
- Reorganisation des Vertriebs.
- Neubewertung von akquirierten Unternehmensteilen (Impairment).
- Neubewertung der Eigenleistungen im Rahmen von Projekten und Produktentwicklungen.

Die hierfür notwendigen Anpassungen wurden bereits im dritten Quartal vorgenommen 2007. Im vierten Quartal 2007 fiel das EBIT mit EUR 0,7 Mio. wieder leicht positiv aus. Von der Bereitstellung von IT-Experten und dem einfachen Standardsoftwareangebot hat sich die Gruppe damit seit Gründung zu einem weltweit agierenden IT Service Provider entwickelt.

Der Umsatz betrug 2007 rund EUR 100 Mio. Dabei zählt das Unternehmen ca. 1100 Mitarbeiter an 12 Standorten in 7 Ländern. Der Stammsitz der Firmengruppe befindet sich seit 1996 in Wien. Heute ist die BRAIN FORCE HOLDING AG im Prime Market der Wiener Börse notiert.

Konzernstruktur

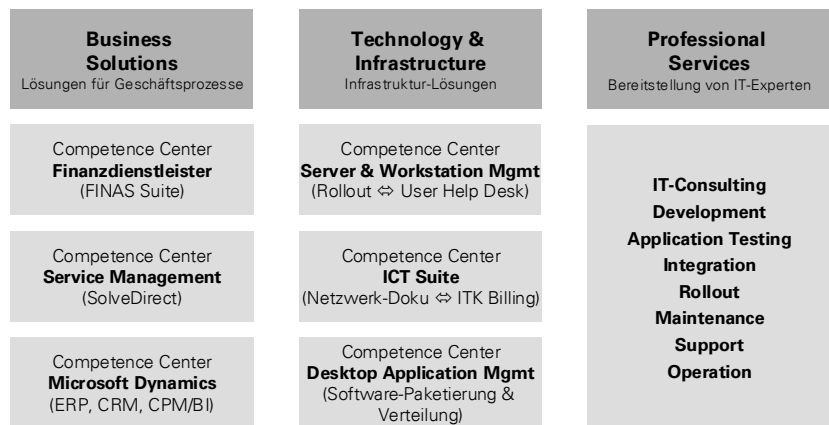


Quelle: Brain Force

Geschäftsfelder

Das Angebot des Unternehmens gliedert sich in drei strategische Geschäftsfelder:

Strategische Geschäftsfelder



Quelle: Brain Force

Business Solutions (Lösungen für Geschäftsprozesse)

Unter diesem Bereich bietet BRAIN FORCE Unternehmenslösungen (Microsoft Dynamics), on demand IT Service Management-Lösungen mit einer dazugehörigen Service Management-Plattform (Solve Direct) sowie als Partner für Finanzdienstleister Software-Unterstützung der Beratungs- und Verkaufsprozesse (BRAIN FORCE FINAS Suite). 37% des Gesamtumsatzes werden in diesem Geschäftsfeld generiert. Damit ist dieses Segment das umsatzstärkste der Holding.

Infrastructure Solutions (Technologie und Infrastruktur Lösungen)

Vom Server und Workstation Management, welches den Aufbau, den Betrieb und die Optimierung von IT-Netzwerken beinhaltet, bis hin zu integrierten Lösungen zur Netzwerk-Organisation (BRAIN FORCE ICT Suite), bietet dieser Bereich alles rund um die technische Versorgung und Instandhaltung von IT-Peripheriesystemen. Dazu gehören auch die Installation und die Betreuung von Desktop Betriebssystemen und

Anwendungen (Workspace und Application Management). Der Umsatz dieses Segments beträgt 36% des Gesamtumsatzes.

Professional Services

Um ihren Kunden in der Implementierung und Anwendung von Software und Hardware zu helfen bietet BRAIN FORCE die Bereitstellung von IT-Experten. Der Anteil am Gesamtumsatz beträgt 27%.

Regionale Abdeckung

Brain Force unterhält Europaweit 12 Standorte:

Standorte

Hauptsitz in Wien

Deutschland:

- München
- Berlin
- Langen bei Frankfurt
- Köln

Italien:

- Cologno
- Rom
- Padua



Niederlande:

- Veenendaal

Schweiz:

- Zürich

Slowakei:

- Bratislava

Tschechische Republik:

- Prag

Quelle: Brain Force

Management

Günter Pridt (CEO)

Der 1952 geborene Günter Pridt trat 1973 in die IBM Österreich ein. Nach Tätigkeiten im Großkundengeschäft sowie in verschiedenen Managementpositionen im Vertrieb und Marketing übernahm er als Mitglied der Geschäftsleitung die Gesamtverantwortung für den Dienstleistungsbereich der IBM Österreich, Zentraleuropa und Russland. Ab 1997 bis Oktober 2000 agierte Herr Pridt in der Funktion des Generaldirektors und des alleinigen Geschäftsführers der IBM Österreich. Vor seiner Tätigkeit als Vorstandsvorsitzender der BRAIN FORCE HOLDING AG war er seit 2001 als Leiter des operativen Geschäfts Mitglied des Vorstandes und von 2004 bis September 2007 Aufsichtsrat der Gesellschaft.

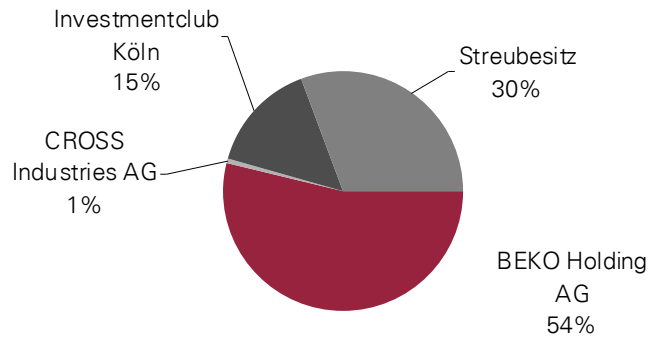
Thomas Melzer (CFO)

1970 in Linz geboren arbeitete Thomas Melzer nach seinem Studium zum Betriebswirt bis 1999 bei dem Ziegelproduzenten Wienerberger AG im Bereich Controlling. Anschließend übernahm er die Leitung der Abteilung Investor Relations und Corporate Communications. Parallel zu seiner Tätigkeit bei Wienerberger, bei der er seit 2001 dem Management Komitee beisaß, fungierte Herr Melzer im Vorstand des Cercle Investor Relators Austria. Von 2004 bis 2007 als Vorsitzender des Vorstandes. Zuletzt Aufsichtsrat der Pipelife Group wechselte Thomas Melzer im April 2008 zu BRAIN FORCE und fungiert seither als Finanzvorstand.

Aktionärsstruktur/ Übernahme

Hauptaktionär ist die BEKO Holding AG mit 53,85%. Diese Anteilsposition ergab sich im September 2008 aus der Einbringung des 100%-Geschäftsanteils an der BF Informationstechnologie-Beteiligungsgesellschaft mbH in die BEKO Holding AG. Cross Industries, Mutterkonzern der BEKO Holding AG, hält indessen 0,63% der BRAIN FORCE. Weiterer Großaktionär ist der Erste Private Investmentklub Köln. Es befinden sich 30,48% der Aktien im Streubesitz.

Aktionärsstruktur



Quellen: Brain Force

Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force Holding

in EUR Mio.

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	88,5	98,3	105	105	112
Herstellungskosten	63,9	79,1	78,5	78,6	84,1
Bruttoergebnis	24,6	19,3	26,2	26,2	28,0
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	9,3	11,9	11,5	11,5	12,3
Verwaltungskosten	12,2	14,2	11,1	11,1	10,7
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2	-1,2	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	6,5	0,3	7,1	7,1	8,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	0,8	1,0	1,0	1,1
EBITA	5,8	-0,5	6,1	6,1	7,6
Abschreibungen auf iAV	2,9	7,6	2,7	2,5	2,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,9	-16,7	3,4	3,6	5,0
Zinserträge	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,2	0,8	0,9	0,8	0,7
Finanzergebnis	0,3	-1,2	-0,9	-0,8	-0,7
Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,2	-17,9	2,5	2,8	4,3
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,2	-17,9	2,5	2,8	4,3
Steuern gesamt	-0,9	2,0	4,0	1,4	1,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,2	-19,9	-1,5	1,4	2,7
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,2	-19,9	-1,5	1,4	2,7
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	-1,5	1,4	2,7

Quellen: Brain Force Holding(berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force Holding

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	72,2 %	80,4 %	75,0 %	75,0 %	75,0 %
Bruttoergebnis	27,8 %	19,6 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	10,5 %	12,1 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Verwaltungskosten	13,8 %	14,5 %	10,6 %	10,6 %	9,5 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2 %	-1,2 %	-0,2 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	7,4 %	0,4 %	6,8 %	6,8 %	7,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8 %	0,8 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
EBITA	6,5 %	-0,5 %	5,8 %	5,8 %	6,8 %
Abschreibungen auf iAV	3,2 %	7,7 %	2,6 %	2,4 %	2,3 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	8,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	3,3 %	-17,0 %	3,2 %	3,4 %	4,5 %
Zinserträge	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,3 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,6 %
Finanzergebnis	0,4 %	-1,3 %	-0,8 %	-0,8 %	-0,6 %
Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,7 %	-18,2 %	2,4 %	2,6 %	3,9 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	3,7 %	-18,2 %	2,4 %	2,6 %	3,9 %
Steuern gesamt	-1,1 %	2,0 %	3,8 %	1,3 %	1,4 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,7 %	-20,3 %	-1,4 %	1,3 %	2,5 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,7 %	-20,3 %	-1,4 %	1,3 %	2,5 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	4,7 %	-20,3 %	-1,4 %	1,3 %	2,5 %

Quellen: Brain Force Holding(berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz Brain Force Holding

In EUR Mio.

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Aktiva					
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,8	28,9	27,0	25,5	23,9
davon übrige imm. VG	10,5	13,1	11,1	9,6	8,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	21,3	15,9	15,9	15,9	15,9
Sachanlagen	1,6	2,3	2,6	3,5	4,1
Finanzanlagen	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlagevermögen	34,1	31,4	29,8	29,2	28,2
Vorräte	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,9	28,2	29,3	29,8	31,9
Sonstige Vermögensgegenstände	7,7	5,0	2,4	2,4	2,4
Liquide Mittel	13,5	9,4	8,5	8,6	10,3
Umlaufvermögen	47,5	42,9	40,5	41,1	44,9
Bilanzsumme (Aktiva)	81,6	74,3	70,2	70,3	73,1
Passiva					
Gezeichnetes Kapital	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Kapitalrücklage	24,8	15,5	15,5	15,5	15,5
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	-1,5	-0,1	2,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,0	-4,7	-4,7	-4,7	-4,8
Buchwert	48,1	26,3	24,8	26,1	28,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	48,1	26,3	24,8	26,1	28,8
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,9	2,6	2,6	2,6	2,6
Rückstellungen gesamt	10,0	7,5	7,5	7,5	7,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,5	16,0	16,0	15,2	14,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,5	9,8	9,2	9,2	9,8
Sonstige Verbindlichkeiten	12,4	14,8	12,8	12,4	12,4
Verbindlichkeiten	33,5	48,1	45,4	44,2	44,3
Bilanzsumme (Passiva)	81,6	74,3	70,2	70,3	73,1

Quellen: Brain Force Holding(berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz Brain Force Holding

In EUR Mio.

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Aktiva					
Immaterielle Vermögensgegenstände	39,0 %	38,9 %	38,5 %	36,3 %	32,7 %
davon übrige imm. VG	12,9 %	17,6 %	15,9 %	13,7 %	11,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	26,1 %	21,4 %	22,6 %	22,6 %	21,7 %
Sachanlagen	2,0 %	3,1 %	3,7 %	5,0 %	5,6 %
Finanzanlagen	0,9 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Anlagevermögen	41,8 %	42,3 %	42,4 %	41,6 %	38,6 %
Vorräte	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	31,7 %	37,9 %	41,7 %	42,4 %	43,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	9,5 %	6,8 %	3,4 %	3,4 %	3,3 %
Liquide Mittel	16,6 %	12,7 %	12,1 %	12,2 %	14,1 %
Umlaufvermögen	58,2 %	57,7 %	57,6 %	58,4 %	61,5 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva					
Gezeichnetes Kapital	18,9 %	20,7 %	21,9 %	21,9 %	21,1 %
Kapitalrücklage	30,3 %	20,9 %	22,1 %	22,1 %	21,3 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	-2,1 %	-0,2 %	3,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	9,8 %	-6,3 %	-6,6 %	-6,6 %	-6,5 %
Buchwert	58,9 %	35,4 %	35,3 %	37,2 %	39,4 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	58,9 %	35,4 %	35,3 %	37,2 %	39,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,8 %	3,4 %	3,7 %	3,6 %	3,5 %
Rückstellungen gesamt	12,2 %	10,1 %	10,7 %	10,6 %	10,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,1 %	21,5 %	22,8 %	21,6 %	20,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,4 %	13,2 %	13,1 %	13,1 %	13,4 %
Sonstige Verbindlichkeiten	15,3 %	20,0 %	18,2 %	17,6 %	16,9 %
Verbindlichkeiten	41,0 %	64,7 %	64,7 %	62,9 %	60,6 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Brain Force Holding(berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Brain Force Holding

In EUR Mio.

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,2	-19,9	-1,5	1,4	2,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,7	0,8	1,0	1,0	1,1
Amortisation Goodwill	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,9	7,6	2,7	2,5	2,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-3,7	-0,7	2,9	0,0	0,0
Cash Flow	4,1	-4,8	5,2	4,9	6,4
Veränderung Vorräte	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	3,6	0,5	-1,1	-0,5	-2,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,5	2,2	-0,6	0,0	0,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	3,1	2,8	-1,7	-0,5	-1,5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	7,2	-2,0	3,4	4,4	4,9
CAPEX	-2,8	-2,8	-2,1	-3,0	-2,7
Zugänge aus Akquisitionen	-11,2	-6,9	-2,3	-0,5	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-13,9	-9,6	-4,4	-3,5	-2,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-4,4	12,3	0,0	-0,8	-0,5
Dividende Vorjahr	-0,8	-1,5	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	-0,1	-3,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	14,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	8,7	7,8	0,0	-0,8	-0,5
Veränderung liquide Mittel	2,1	-3,8	-1,0	0,1	1,7
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	13,2	9,4	8,5	8,6	10,3

Quellen: Brain Force Holding (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kennzahlen Brain Force Holding

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Operative Effizienz					
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	24,5 %	27,8 %	21,8 %	21,6 %	20,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	75.538	85.805	94.347	89.944	91.657
EBITDA je Mitarbeiter	5.557	302	6.416	6.116	7.149
EBIT-Marge	3,3 %	-17,0 %	3,2 %	3,4 %	4,5 %
EBITDA / Operating Assets	33,8 %	1,6 %	31,0 %	29,2 %	33,0 %
ROA	12,2 %	-63,3 %	-5,0 %	4,7 %	9,7 %
Kapitaleffizienz					
Plant Turnover	54,9	42,2	40,6	29,7	27,3
Operating Assets Turnover	4,6	4,7	4,6	4,3	4,2
Capital Employed Turnover	1,5	2,0	2,2	2,1	2,2
Kapitalverzinsung					
ROCE	4,8 %	-30,2 %	6,8 %	7,3 %	10,1 %
ROE	8,7 %	-75,8 %	-6,1 %	5,2 %	9,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	17,4 %	-53,6 %	-5,9 %	5,4 %	10,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	17,4 %	-53,6 %	-5,9 %	5,4 %	10,0 %
ROIC	6,7 %	-38,1 %	-3,0 %	2,7 %	5,1 %
Solvenz					
Nettoverschuldung	-11,0	6,5	7,5	6,6	4,3
Net Gearing	-22,8 %	24,9 %	30,3 %	25,2 %	15,0 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	500,0 %	164,4 %	155,1 %	172,3 %	196,2 %
Current ratio	2,1	1,5	1,5	1,6	1,7
Acid Test Ratio	1,4	1,2	1,2	1,2	1,3
EBITDA / Zinsaufwand	29,5	0,4	8,4	8,9	12,5
Netto Zinsdeckung	30,7	n.a.	3,9	4,5	7,2
Kapitalfluss					
Free Cash Flow	4,4	-4,8	1,3	1,4	2,2
Free Cash Flow / Umsatz	5,0 %	-4,9 %	1,3 %	1,4 %	2,0 %
Adj. Free Cash Flow	4,3	-1,9	5,1	4,3	6,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	2,2 %	-4,1 %	3,0 %	2,0 %	3,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	105,7 %	24,3 %	-88,6 %	104,7 %	81,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,9 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,7 %	8,5 %	5,3 %	5,1 %	4,7 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung					
Investitionsquote	3,1 %	2,7 %	2,0 %	2,9 %	2,4 %
Maint. Capex / Umsatz	2,5 %	2,3 %	1,9 %	2,7 %	2,2 %
CAPEX / Abschreibungen	76,3 %	15,7 %	55,7 %	84,2 %	72,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,0 %	18,5 %	18,6 %	19,7 %	19,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	303,4 %	288,0 %	318,5 %	323,9 %	325,5 %
Inventory processing period (Tage)	262	366	365	365	365
Receivables collection period (Tage)	107	105	102	104	104
Payables payment period (Tage)	35,1	36,3	32,0	32,0	32,0
Cash conversion cycle (Tage)	333	434	435	437	437
Bewertung					
P/B	0,7	1,2	1,3	1,2	1,1
EV/sales	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	6,2	117,4	5,8	5,7	4,4
EV/EBIT	13,9	-2,4	12,4	11,4	7,6
EV/FCF	9,2	-8,4	31,3	28,5	17,1
P/E	6,8	-1,6	-20,5	22,8	11,4
P/CF	7,6	neg.	6,1	6,4	4,9

Quellen: Brain Force Holding (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Brain Force

Angaben in Mio. EUR

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	
Jahresüberschuss	0,0	0,0	4,2	-19,9	-1,5	1,4	2,7	
+ Abschreibung + Amortisation	0,0	0,0	3,6	17,0	3,8	3,6	3,7	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	0,0	0,3	-1,2	-0,9	-0,8	-0,7	
+ Steuern	0,0	0,0	-0,9	2,0	4,0	1,4	1,6	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	2,2	2,3	2,0	2,8	2,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	0,0	0,0	4,3	-1,9	5,1	4,3	6,2	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	0,0%	0,0%	10,5%	-4,7%	12,3%	10,6%	16,2%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	40,6	40,6	40,6	40,6	41,6	40,7	38,4	
= Fairer Enterprise Value	-	-	42,7	-	51,3	43,1	62,4	
- Nettoverschuldung (Cash)	6,5	6,5	6,5	6,5	7,5	6,6	4,3	
- Pensionsverbindlichkeiten	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	-	-	33,6	-	41,2	34,0	55,5	
Aktienanzahl (Mio.)	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	-	2,18	-	2,68	2,21	3,61	
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-	6,4%	-	30,6%	7,6%	75,9%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	-	-	1,54	-	1,91	1,56	2,67
	12,0%	-	-	1,72	-	2,12	1,74	2,93
Fairer	11,0%	-	-	1,93	-	2,37	1,95	3,24
Free Cash Flow	10,0%	-	-	2,18	-	2,68	2,21	3,61
Yield	9,0%	-	-	2,49	-	3,05	2,52	4,06
	8,0%	-	-	2,88	-	3,51	2,91	4,62
	7,0%	-	-	3,37	-	4,11	3,41	5,34

Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

DCF Modell - Brain Force

Angaben in Mio. EUR

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	104,7	104,8	112,2	117,8	123,7	129,8	136,3	143,2	146,7	150,4	154,2	158,0	162,0	166,0
Veränderung	6,5%	0,1%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	3,4	3,6	5,0	5,9	6,2	6,5	6,8	7,2	7,3	7,5	7,7	7,9	8,1	8,3
EBIT-Marge	3,2%	3,4%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Steuerquote	159,9%	50,6%	36,8%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%
NOPAT	-2,0	1,8	3,2	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,1
Abschreibungen	3,8	3,6	3,7	2,8	3,0	3,1	2,7	2,9	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
in % vom Umsatz	3,6%	3,4%	3,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-1,7	-0,5	-1,5	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
- Investitionen	-2,1	-3,0	-2,7	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2	-3,3
Investitionsquote	2,0%	2,9%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-2,1	1,8	2,7	4,1	4,4	4,7	4,4	4,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5

Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	7,0%	WACC	10,69%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2021	24,4		
Terminal Value	14,8		
Verbindlichkeiten	-18,5		
Liquide Mittel	9,4	Aktienzahl (Mio.)	15,39
Eigenkapitalwert	30,0	Wert je Aktie (EUR)	1,95

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**Ewiges Wachstum**

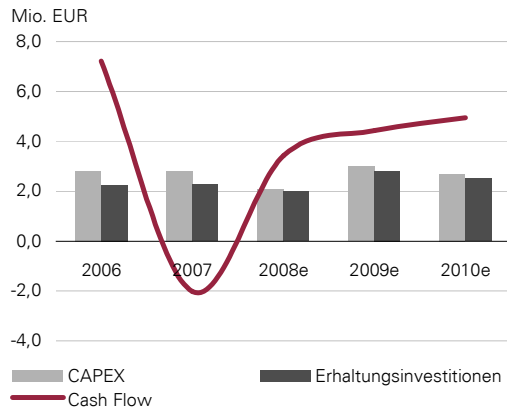
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
11,69%	1,61	1,62	1,64	1,66	1,69	1,71	1,73
11,19%	1,73	1,75	1,78	1,80	1,83	1,85	1,88
10,94%	1,80	1,82	1,85	1,87	1,90	1,93	1,96
10,69%	1,87	1,90	1,92	1,95	1,98	2,01	2,05
10,44%	1,95	1,97	2,00	2,03	2,07	2,10	2,14
10,19%	2,03	2,06	2,09	2,12	2,16	2,20	2,24
9,69%	2,20	2,24	2,28	2,32	2,36	2,41	2,46

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,69%	0,96	1,19	1,43	1,66	1,90	2,14	2,37
11,19%	1,05	1,30	1,55	1,80	2,05	2,30	2,55
10,94%	1,10	1,36	1,62	1,87	2,13	2,39	2,65
10,69%	1,15	1,42	1,68	1,95	2,22	2,49	2,75
10,44%	1,21	1,48	1,76	2,03	2,31	2,59	2,86
10,19%	1,26	1,55	1,84	2,12	2,41	2,70	2,98
9,69%	1,39	1,70	2,01	2,32	2,63	2,93	3,24

Quelle: SES Research

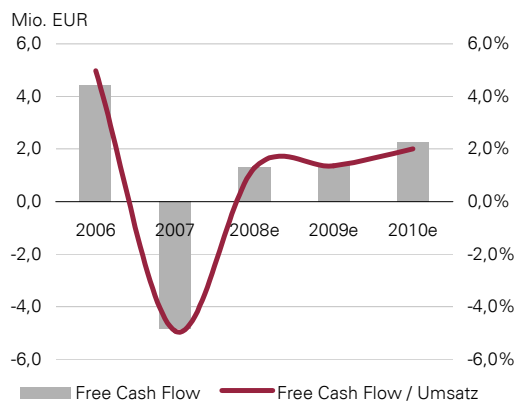
Brain Force - Investitionen und Cash Flow



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Capex und Erhaltungsinvestitionen sind relativ konstant
- Restrukturierungsjahr 2007 mit negativem Cash Flow
- Cash Flow wird in 2009 nachhaltig positiv

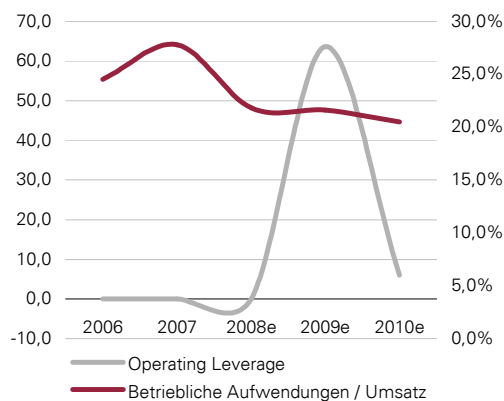
Brain Force - Free Cash Flow Generation



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- FCF im Restrukturierungsjahr 2007 deutlich negativ
- Turn Around in 2008
- Typische positive CF Generierung ab 2009ff

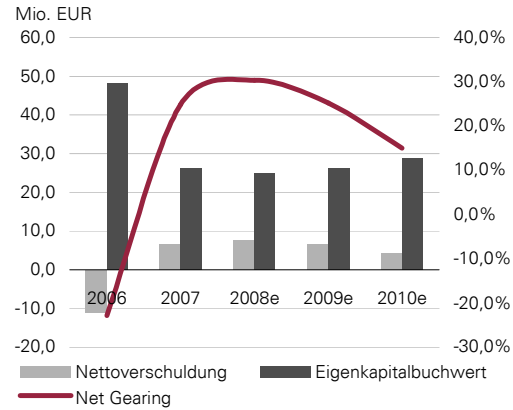
Brain Force - Operating Leverage



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Operating Leverage nicht aussagekräftig
- Ursache war das Schwanken des Ergebnisses...
- ...bei zuletzt betragsmässig geringer Höhe

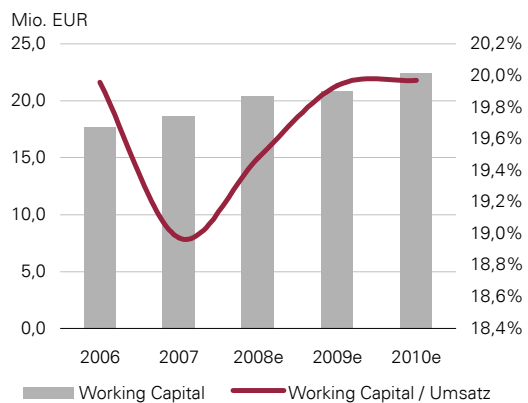
Brain Force - Bilanzqualität



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Nettoverschuldung in 2007 stark angestiegen
- Abschreibungen haben EK reduziert
- Net Gearing sinkt in 2010 auf ein angemessenes Niveau

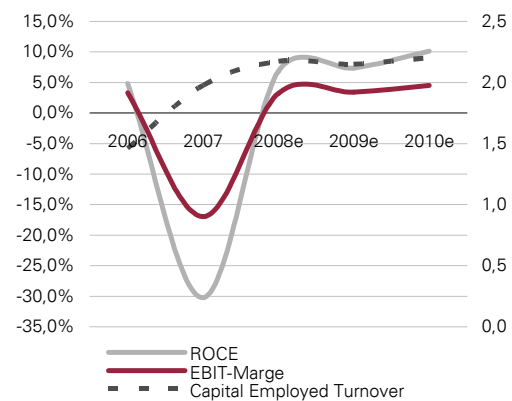
Brain Force - Working Capital



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Working Capital steigt moderat an
- Die Quote konnte jedoch gesenkt werden
- Im Vergleich zum Umsatz ist das Niveau branchentypisch

Brain Force - ROCE Entwicklung



Quellen: Brain Force (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- EBIT wird in 2008 wieder positiv
- Stabiles 5%-Margenniveau sollte erreicht werden
- ROCE verhält sich analog

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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b 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 betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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, offen zulegen.

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.

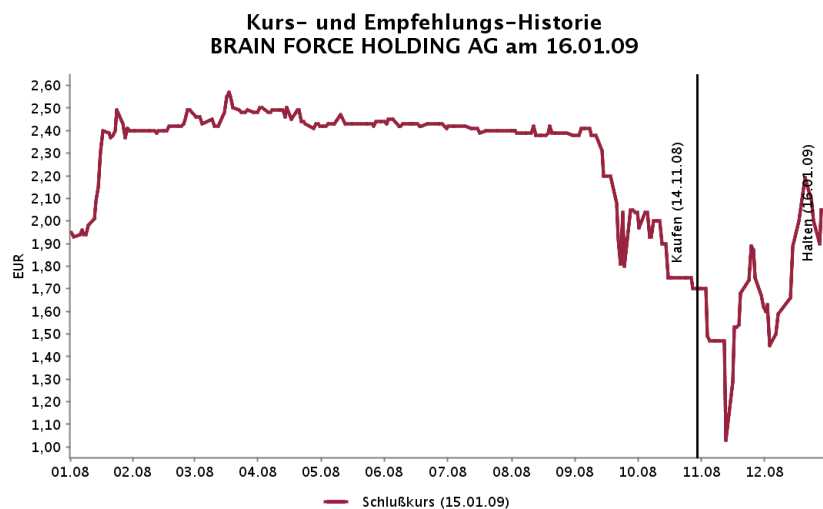
“-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	110	54%
Halten	62	31%
Verkaufen	20	10%
Empf. ausgesetzt	11	5%
Gesamt	203	

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	72	60%
Halten	32	27%
Verkaufen	10	8%
Empf. ausgesetzt	6	5%
Gesamt	120	



Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt den Xetra-Schlusskurs des Datums an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung publiziert 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.

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
 Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 - 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemeyer	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 - 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 - 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 - 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 - 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 - 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 - 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 - 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 - 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 - 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 - 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 - 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 - 260 klingner@ses.de	Tim Oliver Wunderlich	+49 (0)40-309537 - 185 wunderlich@ses.de

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com


M. M. WARBURG & CO
 1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com	Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com	Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
Dr. James F. Jackson Equity Sales	49 (0)40-3282 - 2664 jjackson@mmwarburg.com	Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Wolf-Oliver Jürgens Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoller@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com	Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		