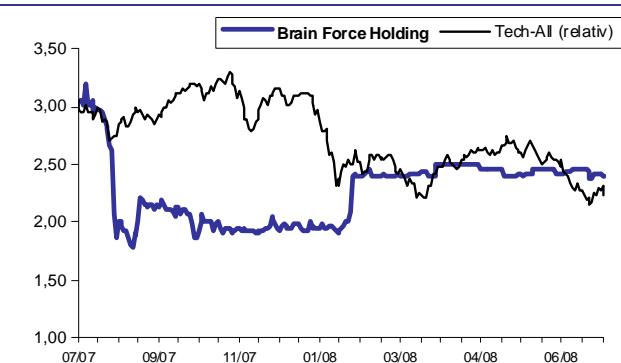


Halten Risiko: **Kursziel: EUR 2,40**
(alt: Halten) hoch (alt: n.a.)

UIAG neuer Mehrheitsaktionär

Bloomberg: BFC GY Kurs: EUR 2,40
Reuters: BFCG.DE Tech-AS: 824,80
ISIN: AT0000820659
Internet: www.Brainforce.com
Segment: Prime Standard
Branche: IT-Dienstleister



Kursdaten: Bloomberg 24.07.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 2,45 / EUR 2,40
Marktkapitalisierung: EUR 26,93 Mio.
Aktienzahl (voll verwässert): 15,39 Mio.

Aktionäre: Free Float 31,83%
H. Fleischmann Privatstiftung 15,67%
BEKO Holding AG 5,68%
BF Inform.techn Bet.ges 46,82%

Termine Zahlen Q2/2008 29.08.2008
Zahlen Q3/2008 28.11.2008

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 25.07.2008
Felix Eilmann (Analyst) +49-(0)40 309537-120

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
Florian Bender +49 (0)40 3282 2633
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
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
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658

Sales Assistance

Andrea Carstensen +49 (0)40 3282 2632
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

Am 24.07.08 gab die Brain Force Holding AG bekannt, dass die beiden Beteiligungsgesellschaften UIAG und Cross Industrie ihre Beteiligung an der Brain Force auf 46,8 Prozent erhöht haben. Zusammen mit den Aktien der Beko Holding, mit denen eine Stimmbindungsvereinbarung besteht, hält die Bieterin nun 52,5 Prozent der Stimmrechte. Die verlängerten Annahmefrist für das Pflichtangebot ist am 22. Juli abgelaufen. Angeboten wurden EUR 2,40 je Aktie.

Der neue Mehrheitsaktionär plant die weitere Entwicklung der Brain Force zu unterstützen und die Gesellschaft weiter auszubauen. Konkrete Angaben über das weitere Vorgehen wurden nicht gemacht. Mit dem Ablauf des Übernahmangebots und dem Erwerb der Mehrheit herrscht jedoch nun Sicherheit bezüglich der Eigentumsverhältnisse.

Die Brain Force Holding entwickelt sich operativ positiv. Die Gesellschaft plant für 2008 einen Umsatzanstieg von 5%-10% (vgl. 2007: EUR 98 Mio.) und ein EBIT von EUR 2 – 3 Mio. Sowohl das vierte Quartal 2007 (EBIT EUR 0,7 Mio.), als auch das erste Quartal 2008 (EBIT EUR 0,6 Mio.) fielen wieder deutlich positiv aus. Nach Gesprächen mit dem Management ist davon auszugehen, dass sich dieser Trend fortsetzt. Hierfür spricht auch, dass Brain Force sich derzeit auf Ihre profitablen Bereiche fokussiert und wesentliche Wertberichtigungen bereits in 2007 vorgenommen wurden.

Die neuen Prognosen (SES) führen im DCF Modell zu einem Kursziel von EUR 2,40. Die Einschätzung lautet weiter „Halten“.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 2,40 EUR					
Umsatz	88,5	98,3	107,2	113,6	119,3
yoy	-	11,1%	9,0%	6,0%	5,0%
Rohhertrag	24,6	19,3	26,8	28,4	29,8
Rohhertragsmarge	27,8%	19,6%	25,0%	25,0%	25,0%
EBITDA	6,5	0,3	6,4	7,5	8,7
EBITDA-Marge	7,4%	0,4%	6,0%	6,6%	7,3%
EBIT	2,9	-16,7	2,7	3,6	4,8
EBIT-Marge	3,3%	-17,0%	2,5%	3,2%	4,0%
Nettoergebnis	4,2	-19,9	0,6	1,4	2,5
Ergebnis je Aktie	0,30	-1,29	0,04	0,09	0,16
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,34	0,47	0,46	0,45	0,43
EV/EBITDA	4,58	133,00	7,62	6,78	5,88
EV/EBIT	10,22	-2,76	18,30	13,98	10,73
KGV	8,00	-1,86	60,00	26,67	15,00
ROCE	4,8%	-30,2%	5,4%	7,1%	9,0%
Adj. Free Cash Flow Yield	21,8%	0,8%	13,1%	14,8%	17,0%

Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force

in Mio. EUR	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	88,5	98,3	107,2	113,6	119,3
Herstellungskosten	63,9	79,1	80,4	85,2	89,5
Bruttoergebnis	24,6	19,3	26,8	28,4	29,8
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	9,3	11,9	11,9	12,5	13,1
Verwaltungskosten	12,2	14,2	12,2	12,3	11,9
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2	-1,2	0,0	0,0	0,0
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	88,5	98,3	107,2	113,6	119,3
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rohertrag	88,5	98,3	107,2	113,6	119,3
Personalaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,5	0,3	6,4	7,5	8,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	0,8	2,7	2,7	2,7
EBITA	5,8	-0,5	3,8	4,8	6,0
Abschreibungen auf iAV	2,9	7,6	1,1	1,1	1,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,9	-16,7	2,7	3,6	4,8
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	1,8	2,8	4,1
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,2	-17,9	1,8	2,8	4,1
Steuern gesamt	-0,9	2,0	1,2	1,4	1,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,2	-19,9	0,6	1,4	2,5
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,2	-19,9	0,6	1,4	2,5
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	4,2	-19,9	0,6	1,4	2,5

Gewinn- und Verlustrechnung Brain Force

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%	11,1%	11,0%	11,0%
Verwaltungskosten	13,8%	14,5%	11,4%	10,8%	10,0%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2%	-1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertrag	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Personalaufwendungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	7,4%	0,4%	6,0%	6,6%	7,3%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8%	0,8%	2,5%	2,4%	2,3%
EBITA	6,5%	-0,5%	3,5%	4,2%	5,0%
Abschreibungen auf iAV	3,2%	7,7%	1,0%	1,0%	1,0%
Goodwill-Abschreibung	0,0%	8,8%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	3,3%	-17,0%	2,5%	3,2%	4,0%
Zinserträge	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinsaufwendungen	0,2%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%
Finanzergebnis	0,4%	-1,2%	-0,8%	-0,7%	-0,6%
Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,6%	-18,2%	1,7%	2,5%	3,4%
AO-Beitrag	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	3,6%	-18,2%	1,7%	2,5%	3,4%
Steuern gesamt	-1,1%	2,0%	1,1%	1,2%	1,3%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,7%	-20,3%	0,5%	1,3%	2,1%
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,7%	-20,3%	0,5%	1,3%	2,1%
Minority interest	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	4,7%	-20,3%	0,5%	1,3%	2,1%

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

Bilanz Brain Force

in Mio. EUR	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Aktiva					
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,8	28,9	28,9	28,7	28,5
davon übrige imm. VG	10,5	13,1	13,0	12,9	12,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	21,3	15,9	15,9	15,9	15,9
Sachanlagen	1,6	2,3	2,1	2,2	2,3
Finanzanlagen	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlagevermögen	34,1	31,4	31,2	31,1	31,0
Vorräte	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,9	28,2	30,8	32,7	34,3
Sonstige Vermögensgegenstände	7,7	5,0	5,0	5,0	5,0
Liquide Mittel	13,5	9,4	8,4	8,6	10,2
Umlaufvermögen	47,5	42,9	44,5	46,6	49,9
Bilanzsumme	81,6	74,3	75,7	77,8	80,8
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	0,6	2,0	4,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,0	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7
Eigenkapital der Aktionäre	48,1	26,3	26,8	28,3	30,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	48,1	26,3	26,8	28,3	30,8
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	16,0	16,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,5	9,8	10,6	11,2	11,8
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	12,4	14,8	14,8	14,8	14,8
Verbindlichkeiten	33,5	48,1	48,9	49,5	50,1
Bilanzsumme	81,6	74,3	75,7	77,8	80,8

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

Bilanz Brain Force

in % der Bilanzsumme	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Aktiva					
Immaterielle Vermögensgegenstände	39,0%	38,9%	38,1%	36,9%	35,3%
davon übrige imm. VG	12,9%	17,6%	17,2%	16,5%	15,7%
davon Geschäfts- oder Firmenwert	26,1%	21,3%	21,0%	20,4%	19,6%
Sachanlagen	2,0%	3,1%	2,8%	2,9%	2,8%
Finanzanlagen	0,9%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Anlagevermögen	41,8%	42,3%	41,2%	40,0%	38,4%
Vorräte	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	31,7%	37,9%	40,7%	42,0%	42,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	9,5%	6,8%	6,6%	6,4%	6,2%
Liquide Mittel	16,6%	12,7%	11,1%	11,1%	12,7%
Umlaufvermögen	58,2%	57,7%	58,8%	60,0%	61,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passiva					
Gezeichnetes Kapital	18,9%	20,7%	20,3%	19,8%	19,0%
Kapitalrücklage	30,3%	20,9%	20,5%	20,0%	19,2%
Gewinnrücklagen	0,0%	0,0%	0,8%	2,6%	5,6%
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	9,7%	-6,3%	-6,2%	-6,0%	-5,8%
Eigenkapital der Aktionäre	58,9%	35,3%	35,5%	36,3%	38,1%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	58,9%	35,3%	35,5%	36,3%	38,1%
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,8%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%
Rückstellungen gesamt	12,2%	10,1%	9,9%	9,6%	9,3%
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,1%	21,5%	21,1%	20,5%	19,8%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,4%	13,2%	14,0%	14,4%	14,6%
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	15,2%	20,0%	19,6%	19,1%	18,4%
Verbindlichkeiten	41,0%	64,7%	64,6%	63,6%	62,0%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung Brain Force					
in Mio. EUR	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,2	-19,9	0,6	1,4	2,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,7	0,8	2,7	2,7	2,7
Amortisation Goodwill	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,9	7,6	1,1	1,1	1,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-3,7	-0,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	4,1	-4,8	4,3	5,3	6,4
Veränderung Vorräte	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	3,6	0,5	-2,6	-1,9	-1,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,5	2,2	0,8	0,6	0,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	3,1	2,8	-1,8	-1,3	-1,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	7,2	-2,0	2,5	4,0	5,4
CAPEX	-2,8	-2,8	-3,5	-3,8	-3,8
Zugänge aus Akquisitionen	-11,2	-6,9	0,0	0,0	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	-3,5	-3,8	-3,8
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-4,4	12,3	0,0	0,0	0,0
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	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	2,1	-3,8	-1,0	0,2	1,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	13,2	9,4	8,4	8,6	10,2

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

Kennzahlen Brain Force

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Operative Effizienz					
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	24,5%	27,8%	22,5%	21,8%	21,0%
Umsatz pro Mitarbeiter (TEUR)	76	86	97	97	97
EBITDA pro Mitarbeiter (TEUR)	6	0	6	6	7
EBIT-Marge (%)	3,3%	-17,0%	2,5%	3,2%	4,0%
EBITDA / Operating Assets (%)	33,8%	1,6%	28,4%	31,2%	34,7%
ROA (%)	12,2%	-63,3%	1,9%	4,6%	8,0%
Kapitaleffizienz					
Umschlag des Sachanlagevermögens	54,9	42,2	49,9	51,1	52,4
Operativer Kapitalumschlag	4,6	4,7	4,7	4,7	4,8
Umschlag des eingesetzten Kapitals	1,5	2,0	2,1	2,2	2,2
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	4,8%	-30,2%	5,4%	7,1%	9,0%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	10,7%	0,6%	12,9%	14,7%	16,4%
ROE (%)	8,7%	-75,8%	2,2%	5,1%	8,0%
Jahresüberschuss / Durchschn. Eigenkapital (%)	17,4%	-53,6%	2,2%	5,2%	8,4%
Bereinigter Jahresüberschuss / Durchschn. Eigenkapital (%)	17,4%	-53,6%	2,2%	5,2%	8,4%
ROIC (%)	6,7%	-38,1%	1,1%	2,6%	4,4%
Solvenz					
Nettoverschuldung zum Jahresende	-11,0	6,5	7,5	7,3	5,7
Net Gearing (%)	-22,8%	24,9%	28,1%	26,0%	18,7%
Eigenkapital / Zinstragende Verbindlichkeiten (%)	500,0%	164,4%	168,1%	177,1%	192,5%
Current Ratio	2,1	1,5	1,5	1,5	1,6
Acid Test Ratio	1,4	1,2	1,2	1,2	1,3
EBITDA / Zinsaufwand	29,5	0,4	7,1	9,4	12,4
Zinsdeckung	30,7	0,0	3,0	4,5	6,8
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	4,4	-4,8	-1,0	0,2	1,6
Free Cash Flow / Umsatz (%)	5,0%	-4,9%	-0,9%	0,2%	1,3%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	6,5	0,3	6,4	7,5	8,7
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	3,9%	-11,4%	1,5%	2,3%	3,1%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	105,7%	24,3%	-174,6%	13,8%	65,1%
Zinsertrag / durchschn. Liquide Mittel (%)	0,9%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	8,7%	8,5%	5,6%	5,0%	4,4%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mittelverwendung					
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	3,1%	2,7%	3,3%	3,3%	3,2%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	0,8%	9,6%	2,5%	2,4%	2,3%
Capex / Abschreibungen (%)	76,3%	15,7%	93,3%	98,4%	96,5%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	20,0%	18,5%	18,3%	18,6%	18,7%
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL(%)	303,4%	288,0%	290,6%	292,0%	290,7%
Inventory processing period (Tage)	262	366	365	365	365
Receivables collection period (Tage)	107	105	105	105	105
Payables payment period (Tage)	35	36	36	36	36
Cash Conversion Cycle (Tage)	333	434	434	434	434
Bewertung					
Kurs / Buchwert	0,8	1,4	1,4	1,3	1,2
EV / Umsatz	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
EV / EBITDA	4,6	133,0	7,3	6,2	5,2
EV / EBIT	10,2	-2,8	17,6	12,9	9,5
EV / Free Cash Flow	6,8	-9,5	-46,5	235,9	28,1
KGV	8,0	-1,9	60,0	26,7	15,0
Kurs / Cash Flow	5,1	-18,3	14,8	9,2	6,8

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

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

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.