

Brainpower N.V.

Stärken und Chancen

- *Schlüssige Wachstumsstrategie:* Der Hersteller von Investment-Management-Software adressiert über neue Produkte die wachstumsstarken Märkte Asset-Management und Internet-Content. Der indirekt Vertrieb in Kooperation mit reichweitenstarken Datenprovidern wie Reuters und Thomson Financial eröffnet erhebliche Absatzpotenziale.
- *Investitionsstau der Finanzbranche baut sich ab:* Nachdem viele Finanzunternehmen aufgrund der Börsenbaisse der vergangenen Jahre ihre Investitionen stark zurück fuhren, baut sich dieser Rückstau nun nach und nach ab. Für die nächsten Jahre wird dem Markt für analytische Software ein dynamisches Wachstum vorausgesagt.
- *Hohes Kurspotenzial:* Sofern Brainpower den eingeschlagenen Turn-around-Kurs fortsetzen kann, böte die Aktie des Unternehmens ein signifikantes Aufwärtspotenzial. In einem Ertragswertszenario haben wir einen fairen Wert von 1,57 Euro je Aktie berechnet.

Schwächen und Risiken

- *Turn-around noch nicht abgeschlossen:* Die eingeleiteten Sanierungsmaßnahmen zeigen zwar erste Wirkung, sind aber noch nicht abgeschlossen. Insbesondere die künftige Börsenentwicklung wird erheblichen Einfluss auf die weitere Geschäftsentwicklung von Brainpower haben.
- *Schwache Kapitalausstattung:* Infolge des geringen Eigenkapitals könnte Brainpower eine wider Erwarten defizitäre Geschäftsentwicklung nicht aus der Substanz abfedern, sondern wäre auf weitere Kapitalzufuhr angewiesen.

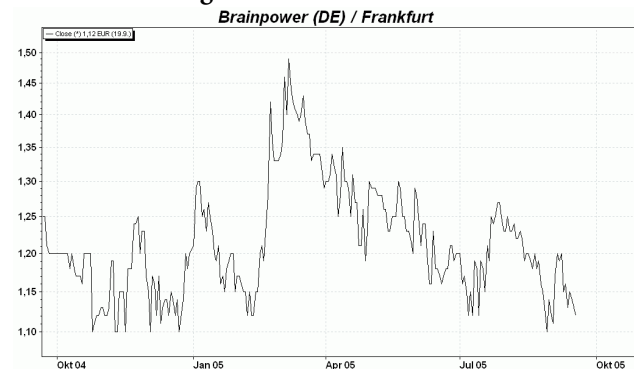
Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 1,08 Euro

Stammdaten

ISIN	NL0000238228
Branche	Software
Sitz der Gesellschaft	Amsterdam
Internet	www.brainpower.de
Ausstehende Aktien	17,6 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	September 2000
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	19 Mio. Euro
Free Float	ca. 49 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	1,49 Euro / 1,10 Euro
Performance (12 Monate)	-13 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 120 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Geschäftsjahr	2004	2005e	2006e
Umsatzerlöse (Mio. EUR)	6,3	7,4	9,2
EpS (EUR)	-0,19	-0,01	0,04
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-
KUV	-	-	29,7
KGV	3,00	2,57	2,07
Dividendenrendite	-	-	-

Disclaimer

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH (im folgenden Performaxx) für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt Performaxx jedoch keine Gewähr. Die Brainpower N.V. ist für die Richtigkeit und Vollständigkeit der übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte selbst verantwortlich.

Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Autoren noch Performaxx haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen.

Performaxx und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Aktionäre, Führungskräfte und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die in diesem Dokument publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden.

Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Unternehmensprofil

Software für die Investment-Management-Branche

Die 1993 gegründete Brainpower ist ein führender Entwickler von Spezialsoftware für die Investment-Management-Branche und beschäftigt aktuell rd. 60 Mitarbeiter. Das Unternehmen hat seinen rechtlichen Sitz in den Niederlanden und verfügt neben der Firmenzentrale in der Schweiz (Lugano) über Vertriebsniederlassungen in den USA, Großbritannien, Spanien und Italien. Fünf Jahre nach dem Börsengang wird Brainpower immer noch maßgeblich von den Eigentümern geführt. Größter Einzelaktionär ist mit 40,02 Prozent der Gesellschaftsanteile der Gründer und heutige CEO Rocco Pellegrinelli, der eine langjährige Erfahrung in der Investment-Branche vorweisen kann. Weitere 8,89 Prozent hält sein Vorstandskollege Luca Spampinato, die restlichen 51,09 Prozent befinden sich im Free Float.

Kunden sind über 100 Finanzinstitutionen

Das Produktportfolio von Brainpower umfasst Analysesoftware sowie Technologie- und Datenmanagementlösungen für die Assetklassen Aktien, Investment- und Hedgefonds sowie Dachfonds. Zum Kundenstamm des Unternehmens zählen weltweit mehr als 100 Finanzinstitutionen, darunter Branchengrößen wie American Express, AXA, BNP Paribas, Credit Suisse, Deutsche Bank, Merrill Lynch oder Societe Generale. Einsatzgebiete der Software sind hauptsächlich die Bereiche Research, Portfolioverwaltung, Marketing, IT und Kundenberatung. Als Nutzer werden vor allem Buy-Side-Analysten, Fondsmanager und Vermögensverwalter sowie Fondsvermarkter adressiert. Im einzelnen umfasst das Portfolio derzeit folgende sechs Produkte:

- *NetXceed* ist eine hochskalierbare webbasierte Plattform, die die Grundlage für sämtliche Applikationen von Brainpower bildet. Sie stellt umfangreiche Research-, Monitoring- und Reporting-Funktionen bereit und kann und ermöglicht die Anbindung von mehr als 30 namhaften Datenprovidern, wie z.B. Reuters, Standard & Poors oder Thomson Financial. Zudem dient sie als Basis zur Umsetzung kundenspezifischer Projekte und kann auch vom Kunden selbst konfiguriert werden.
- *Brainpower Suite* ist ein modular aufgebautes analytisches System, das insbesondere Fonds- und Portfoliomanager bei der Anlageentscheidung, Portfoliokonstruktion sowie Performance- und Risikomessung unterstützt.
- *FundXceed* ist eine Software, die Fondsinvestoren umfangreiche Analysefunktionen (z.B. Portfoliostruktur, Vergleichsgruppen, Benchmarks) sowie die entsprechenden Reporting-Tools bereitstellt.
- *TopFunds* ist eine speziell für Dachfondsmanager entwickelte Applikation, die ebenfalls eine Vielzahl bedarfsgerechter Analyse- und Reporting-Funktionen bietet.

- *ProActiv* adressiert den wachsenden Markt des Private Banking / Asset Management und ermöglicht Anlageberatern und Vermögensverwaltern eine zeitnahe und komfortable Überwachung der Marktgeschehnisse und Kundenportfolios.
- *AdvisorXceed* schließlich ermöglicht es Anbietern von Finanzinformationen, aus ihren Inhalten einfach und komfortabel Websites für Inter- oder Intranetanwendungen zu generieren, die mit vielfältigen Darstellungs- und Analysetools ausgestattet sind.

Geschäftsentwicklung

Geschäft litt unter Börsenbaisse

Entsprechend der Produktausrichtung ist die Geschäftsentwicklung von Brainpower in den letzten Jahren durch die heftigen Ausschläge an den Finanzmärkten geprägt. Nachdem das Unternehmen in der Baissephase von 2001 bis 2003 einen Umsatzrückgang um ein Viertel auf 6 Mio. Euro und zudem hohe Verluste erlitt, war das Eigenkapital fast aufgezehrt. Der Vorstand leitete daraufhin scharfe Restrukturierungsmaßnahmen ein, die eine Produkt- und Vertriebsoffensive sowie deutliche Kostensenkungen beinhalten.

Turnaround im GJ 2004

Diese Maßnahmen sowie die einsetzende Erholung der Finanzbranche brachten Brainpower im Geschäftsjahr 2004 erstmals wieder ein leichtes Umsatzplus von 4,8 Prozent auf 6,3 Mio. Euro ein. Parallel dazu konnten die operativen Kosten um 29 Prozent auf 6,6 Mio. Euro gesenkt werden, so dass der Verlust mehr als halbiert wurde auf 2,7 Mio. Euro. Besonders erfreulich entwickelte sich dabei das vierte Quartal, in dem nicht nur ein deutliches Umsatzplus von 20 Prozent, sondern erstmals seit dem Börsengang ein positives EBITDA (vor Restrukturierungskosten) erwirtschaftet werden konnte.

Positiver Trend in Q1 und Q2/2005

Dieser Trend setzte sich im ersten Quartal 2005 mit einem Umsatzplus von 24 Prozent auf 1,8 Mio. Euro sowie einem abermals positiven EBITDA nahtlos fort. Im zweiten Quartal kam es zu einer Umsatzstagnation im Vergleich zum Vorjahreswert, da einige größere Vertragsabschlüsse entgegen ursprünglicher Planungen in das zweite Halbjahr verrutscht sind. Die operativen Kosten konnten jedoch abermals um 11 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal gesenkt werden, so dass das negative EBITDA auf 154 Tsd. Euro (inkl. nicht zahlungswirksamer Aktienvergütungen) begrenzt wurde. Die angespannte Liquiditätssituation des Unternehmens hat sich durch eine Kapitalerhöhung um 1 Mio. Aktien, durch die Brainpower 1,1 Mio. Euro zuflossen, sowie durch den Erhalt mittelfristiger Kredite über 850 Tsd. Euro mittlerweile verbessert. Da Brainpower momentan bereits cashflow-positiv arbeitet, sehen wir bei Einhaltung unserer Geschäftsprognosen (s. Kapitel „Bewertung“) keine Notwendigkeit für weitere Kapitalaufnahmen.

Markt und Strategie

Investitionsstau durch Börsenbaisse

Durch das Platzen der New-Economy-Blase und die nachfolgende Börsenbaisse wurde die Nachfrage nach Investment-Management-Software in den letzten Jahren stark gedämpft. Da die meisten Finanzunternehmen, wie Banken, Fonds, Versicherungen, Broker oder Vermögensverwalter selbst Gewinnrückgänge oder Verluste erlitten, fuhren sie ihre Ausgaben für neue Software drastisch zurück. Mit der 2004 einsetzenden Börsenerholung verbesserte sich dann auch die Geschäftslage der Finanzbranche wieder, so dass dieser Investitionsstau nun nach und nach abgebaut wird. Führende Marktforschungsinstitute rechnen für die nächsten Jahre mit einem durchschnittlichen Wachstum der weltweiten IT-Ausgaben zwischen 4 und 6 Prozent pro Jahr. Dabei soll die Finanzdienstleistungsbranche die höchsten IT-Budgets mit bis zu 7 Prozent vom Umsatz vorhalten.

Dynamischstes Segment der Softwarebranche

Der Markt für Analysesoftware weist ein jährliches Volumen von etwas 1,6 Mrd. US-Dollar pro Jahr auf und gilt mit erwarteten Wachstumsraten zwischen 17 Prozent im Retail- und 8 Prozent institutionellen Bereich als das am schnellsten wachsende Softwaresegment. Die für Brainpower relevante Kundengruppe hat mit weltweit etwa 15.000 Finanzinstitutionen einen erheblichen Umfang. Der Großteil dieser Unternehmen setzt derzeit (noch) individuell implementierte Lösungen ein, Standardlösungen finden erst in kleinem Umfang Anwendung. Mit rd. 100 Kunden hat Brainpower einen Marktanteil von unter einem Prozent. Wichtigster Wettbewerber ist die US-Firma Factset. Sie bietet ein umfassendes Online-Informationssystem für Investmentmanager, in welches Finanzdaten einer Vielzahl von Informations Providern eingebunden sind und über verschiedene Analysetools dargestellt und ausgewertet werden können. Mit einem Jahresumsatz von 250 Mio. US-Dollar (davon knapp 40 Mio. US-Dollar in Europa) und rd. 1.000 Kunden ist Factset zwar deutlich größer als Brainpower, lässt aber mit Blick auf die Marktgröße beiden Unternehmen genügend Raum für Wachstum.

Wachstumsmarkt Asset Management

Wachstumspotenzial besteht für Brainpower vor allem dort, wo auch Banken und Finanzdienstleister einen wesentlichen Expansionsschwerpunkt sehen: im Bereich Fonds- und Vermögensmanagement. Allein zwischen 2002 und 2006 wird sich das weltweit unter Verwaltung stehende Vermögen um 30 Prozent auf 39 Mrd. US-Dollar erhöhen. Die Zahl der Millionäre soll mit einer jährlichen Rate von 12 Prozent wachsen. Im harten Wettbewerb um die Kundengelder kommt es für Fonds, Banken und Vermögensverwalter einerseits auf eine hohe Qualität der Dienstleistung an, speziell in punkto Individualität, Transparenz und letztlich natürlich Portfolio-Performance, andererseits aber auch auf deren kostengünstige Erbringung. Beides kann durch den Einsatz standardisierter Investment-Management-Software erreicht werden. Durch die Verknüpfung um-

fänglicher Datenbanken mit ausgefeilten, praxisgerechten Analysetools wird gleichermaßen die Rationalität der Anlageentscheidungen wie auch die Produktivität der Mitarbeiter befördert. So soll sich der Einsatz derartiger Software bereits nach 6 bis 9 Monaten amortisieren.

Dreifacher Marktanteil in 3 Jahren angestrebt

Das Ziel von Brainpower ist es, seinen Marktanteil in 3 Jahren auf 3 bis 5 Prozent auszubauen. Hierbei kommt dem Unternehmen nicht nur das stark verbesserte Investitionsklima der Finanzbranche entgegen. Darüber hinaus hat das Management wirksame Maßnahmen ergriffen, um das Absatzpotenzial der Branche effektiver auszuschöpfen. Neben einer Produktoffensive, die beispielsweise die wachstumsstarken Märkte Asset-Management (mit *ProActiv*) und Internet-Content (mit *AdvisorXceed*) adressiert, ist hier vor allem der Ausbau des indirekten Vertriebs zu nennen. Dabei setzt Brainpower auf die Zusammenarbeit mit namhaften, reichweitenstarken Daten Providern. Mit Reuters wurde bereits im vierten Quartal 2004 eine strategische Partnerschaft getroffen, im Rahmen derer NetXceed in das neue Vermögensverwaltungs-Produkt („Reuters Wealth Management“, kurz RWM) eingebunden wird. Zudem wurde im ersten Quartal 2005 eine Vereinbarung mit Thomson Financial geschlossen, die die Integration der Brainpower Suite in das Informationssystem für Asset-Manager „Thomson One“ vorsieht. Beide Kooperationen eröffnen Brainpower kostengünstige und streuverlustarme Vertriebskanäle. Nach Aussagen des Managements wirkt sich die Integration in RWM bereits positiv auf den Auftragsbestand aus. Der Vertrieb über Thomson One soll im zweiten Halbjahr diesen Jahres erste Früchte tragen.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Brainpower ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM: 10,4 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,0 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Dem Beta-Faktor als Maß für das systematische Risiko legen wir einen risiko-adequat erscheinenden Wert von 1,4 bei, da eine Regressionsanalyse aufgrund der niedrigen Korrelation der Brainpower-Aktie von 0,06 zum den Gesamtmarkt repräsentierenden DAX keinen aussagekräftigen Wert liefert. Auf Basis dieser Parameter ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,4 Prozent.

**Plausibles
Turnaround-Szenario**

Für den Detailprognosezeitraum zwischen 2005 und 2012 unterstellen wir, dass die vom Management ergriffenen Sanierungsmaßnahmen Wirkung zeigen und Brainpower den Turnaround vollziehen kann. Vor dem Hintergrund der Produkt- und Vertriebsoffensive nehmen wir in Anlehnung an die Unternehmensplanungen ein Umsatzwachstum von zunächst 25 Prozent p.a. für 2005 bis 2007 an, das wir bis auf 10 Prozent in 2012 abschmelzen. Bei der unterstellten Entwicklung der Nettorendite haben wir sowohl die anhaltenden Kostensenkungsmaßnahmen als auch die mit wachsendem Umsatz typischerweise eintretenden Skaleneffekten berücksichtigt. Mit einem Endwert von 12 Prozent bleiben wir jedoch aus Vorsichtsgründen weit hinter der des Konkurrenten Factset, die derzeit rd. 23 Prozent beträgt. Ab 2013 unterstellen wir dann eine konstante Geschäftsentwicklung einem jährlichen Ertragswachstum von 3 Prozent.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Umsatz (Mio. EUR)	7,40	9,20	11,50	13,80	16,56	19,04	21,90	24,09
Umsatzwachstum		24%	25%	20%	20%	15%	15%	10%
Nettorendite	-1,4%	7,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Gewinn (Mio. EUR)	-0,10	0,64	1,38	1,66	1,99	2,29	2,63	2,89
Gewinnwachstum			114%	20%	20%	15%	15%	10%

**Ertragswert von 1,57
Euro je Aktie**

Unter den obigen Annahmen errechnet sich ein Unternehmenswert von 26,9 Mio. Euro respektive 1,57 Euro je Aktie. Damit böte die Brainpower-Aktie auf Basis eines realistischen Turnaround-Szenarios ein Aufwärtspotenzial von 45 Prozent. Weitere Reserven lässt dabei insbesondere die Renditeentwicklung, die sich – wie die Profitabilität von Factset indiziert – im Softwaregeschäft noch weit über das von uns angenommene Maß hinausschrauben kann.

**Unser Anlageurteil:
„Spekulativ kaufen“**

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass Brainpower auf einem guten Weg ist, den eingeschlagenen Turn-around-Kurs erfolgreich fortzusetzen. Die Auflösung des Investitionsstaus im Finanzsektor sowie die eingeleitete Produkt-, Vertriebs- und Kostensenkungsmaßnahmen eröffnen dem Unternehmen die realistische Perspektive, wieder auf einen profitablen Wachstumskurs zu gelangen. Bei Einhaltung der oben genannten, plausiblen Planzahlen böte die Aktie ein erhebliches Aufwärtspotenzial, das sie für risikobereite Investoren interessant macht. Unser Anlageurteil lautet daher „Spekulativ kaufen“.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Straße 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de