

Company Flash

GFT

Company Update: Prognosen und Kursziel angehoben, Aktie bleibt attraktiv



RATING
KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL
4,7 EUR (4,3 EUR)

HIGHLIGHTS

- Halbjahreszahlen lagen über unseren Erwartungen
- Management hebt Guidance für 2010 an
- Höhere Umsatz- und Ergebnisschätzungen für 2010ff
- Neues Kursziel 4,70 EUR (bisher 4,30 EUR), Kaufen-Rating bestätigt

GFT Technologies konnte unsere Erwartungen für das zweite Quartal 2010 sowohl hinsichtlich Umsatz als auch bezüglich des Ergebnisses übertreffen. Dabei entwickelte sich insbesondere das Service-Segment besser als von uns erwartet. Im Segment Resourcing hingegen schlug sich das positive konjunkturelle Umfeld noch nicht positiv im Zahlenwerk nieder. Auf Kundenseite belebte sich vor allem die Nachfrage aus der Finanzdienstleistungsbranche signifikant, während die Nachfrage aus dem industriellen Sektor auf einem eher verhaltenen Niveau blieb. Mit einer Eigenkapitalquote von 58% und einer Nettoliquidität (inklusive langfristiger Finanzanlagen) von 26 Mio. EUR (~ 1 EUR je Aktie) kann GFT nach wie vor auf eine sehr solide Bilanz verweisen.

Das Management hob auf Basis der Halbjahreszahlen den Ausblick für das Gesamtjahr leicht an. Der Umsatz soll auf über 240 Mio. EUR steigen (bisher 230 Mio. EUR) und das Vorsteuerergebnis zwischen 10 Mio. und 11 Mio. EUR liegen (bisher 9 Mio. bis 10 Mio. EUR). Wir hatten die alte Guidance zwar als eher konservativ angesehen. Mit einer Anhebung hatten wir aber erst mit Vorlage des Neunmonatberichts gerechnet, was unseres Erachtens den Optimismus des Managements unterstreicht.

Wir haben unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen leicht angepasst und auf dieser aktualisierten Basis einen fairen Wert von 4,70 EUR je Aktie ermittelt (bisher 4,30 EUR). Wir stufen den Titel somit unverändert mit Kaufen ein. Für die Aktie spricht zudem die von uns erwarteten Dividendenrenditen (3,7% für 2010, 4,6% für 2011, 5,5% für 2012).

+++ Reuters: GFTG +++ Bloomberg: GFT GY +++
 Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 10.09.10; 15:06 h)..... 3,31 EUR
 SCHLUSSKURS (09.09.2010):..... 3,29 EUR
 ERWARTETE PERFORMANCE:..... 42,9%
 MARKTKAPITALISIERUNG: 86,61 Mio. EUR
 ENTERPRISE VALUE:..... 52,29 Mio. EUR
 ANZAHL AKTIEN:..... 26,33 Mio.
 FREE FLOAT:..... 57,0%
 INDEX (GEWICHTUNG):..... CDAX (0,01%)
 DURCH. HANDELSVOL.: 20.223
 ISIN:..... DE0005800601
 SEKTOR: Software

KENNZAHLEN (31.12.)	2010E	2011E	2012E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	241,2	260,0	285,0
EBITDA	11,1	13,5	16,0
EBIT	9,8	12,1	14,5
Nettoerg.	7,4	9,2	11,0
FCF	6,6	7,3	9,5
FCF Rendite	6,6%	7,5%	11,3%
EPS	0,28	0,35	0,42
DPS	0,12	0,15	0,18
EV / Umsatz	0,2	0,2	0,2
EV / EBITDA	5,1	4,1	3,4
EV / EBIT	5,7	4,5	3,8
KBV	12,3	9,8	8,2
KBV	1,23	1,14	1,05
Dividendenrendite	3,7%	4,6%	5,5%



KALENDER
 10.11.10 Quartalsbericht

Thomas Hofmann, CEFA
 Investmentanalyst
 +49 711 127-42775
 Thomas.Hofmann@LBBW.de

Unternehmensdaten

Finanzkennzahlen

GFT

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2010E			2011E			2012E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GuV									
Umsatz	231,0	241,2	4,4%	255,0	260,0	2,0%	280,0	285,0	1,8%
EBITDA	10,1	11,1	9,9%	12,5	13,5	8,0%	15,0	16,0	6,7%
EBIT	9,1	9,8	7,7%	11,4	12,1	6,1%	13,8	14,5	5,1%
EBT	9,6	10,5	9,4%	12,1	12,8	5,8%	14,5	15,2	4,8%
Ergebnis nach Steuern	7,0	7,6	8,6%	8,7	9,2	5,7%	10,5	11,0	4,8%
Nettoerg.	7,0	7,4	5,7%	8,7	9,2	5,7%	10,5	11,0	4,8%
Je Aktie (EUR)									
EPS	0,27	0,28	3,7%	0,33	0,35	6,1%	0,40	0,42	5,0%
Cash Flow pro Aktie	0,21	0,25	19,0%	0,25	0,28	12,0%	0,37	0,36	-2,7%
DPS	0,12	0,12	0,0%	0,15	0,15	0,0%	0,18	0,18	0,0%

Quelle: GFT, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von GFT (Mio. EUR)

Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatz	173,7	247,1	242,2	216,8	241,2	260,0	285,0
EBITDA	7,6	13,2	8,0	8,5	11,1	13,5	16,0
EBIT	6,4	11,8	6,4	7,3	9,8	12,1	14,5
EBT	6,7	12,4	6,9	7,9	10,5	12,8	15,2
Nettoerg.	5,1	8,6	6,0	4,7	7,4	9,2	11,0
EPS	0,19	0,33	0,23	0,18	0,28	0,35	0,42
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		42,3 %	-2,0 %	-10,5 %	11,3 %	7,8 %	9,6 %
EBITDA		42,3 %	-2,0 %	-10,5 %	11,3 %	7,8 %	9,6 %
EBIT		74,4 %	-39,3 %	6,4 %	29,9 %	21,6 %	18,5 %
EBT		84,0 %	-45,9 %	14,9 %	33,6 %	23,5 %	19,8 %
Nettoerg.		85,5 %	-44,0 %	13,5 %	33,5 %	21,5 %	19,2 %
EPS		68,2 %	-29,9 %	-21,3 %	55,1 %	25,7 %	19,2 %
Umsatzmargen							
EBITDA	4,4 %	5,4 %	3,3 %	3,9 %	4,6 %	5,2 %	5,6 %
EBIT	3,7 %	4,8 %	2,6 %	3,4 %	4,1 %	4,7 %	5,1 %
EBT	3,8 %	5,0 %	2,9 %	3,6 %	4,3 %	4,9 %	5,3 %
Nettoerg.	2,9 %	3,5 %	2,5 %	2,2 %	3,0 %	3,6 %	3,9 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Sachanlagen	2,4	2,6	2,6	2,2	2,1	2,3	2,5
Geschäfts- oder Firmenwert	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4
Net Working Capital	10,1	9,7	8,4	0,6	1,2	2,8	3,9
Liquide Mittel	20,2	25,7	33,0	35,5	39,9	44,0	49,6
Eigenkapital	49,4	57,7	63,2	65,8	70,5	76,6	83,6
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	12,7	8,7	9,6	1,1	1,1	1,1	1,1
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	-11,2	-20,0	-25,6	-37,0	-41,4	-45,5	-51,1
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoerg.	5,1	8,6	6,0	4,7	7,4	9,2	11,0
Abschreibungen	1,2	1,4	1,6	1,2	1,3	1,4	1,5
Veränderung Working Capital	-4,2	0,4	1,3	1,8	-0,7	-1,6	-1,1
Operativer Cash-flow	1,5	9,3	9,2	6,6	7,9	9,0	11,4
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-0,9	-1,3	-1,3	-0,6	-1,0	-1,4	-1,5
FCF	-0,1	7,6	7,8	5,8	6,6	7,3	9,5
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	-2,6	-2,6	-3,2	-3,9
Veränderung in den liquiden Mitteln	-0,4	5,5	7,3	2,5	4,4	4,1	5,6
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
EV / EBITDA	7,5	4,9	1,2	3,2	5,1	4,1	3,4
EV / EBIT	8,9	5,4	1,5	3,7	5,7	4,5	3,8
KGV	13,0	9,6	5,7	13,5	12,3	9,8	8,2
KBV	1,3	1,4	0,5	1,0	1,2	1,1	1,0
Return on Equity	10,4 %	14,9 %	9,5 %	9,4 %	10,8 %	12,1 %	13,2 %
Dividendenrendite	0,0	0,0	7,7 %	4,1 %	3,7 %	4,6 %	5,5 %
FCF Rendite	-0,0 %	3,1 %	3,2 %	2,7 %	2,7 %	2,8 %	3,3 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	-1,5	-1,5	-3,2	-4,3	-3,7	-3,4	-3,2
Verschuldungsgrad	-22,7 %	-34,6 %	-40,5 %	-56,2 %	-58,8 %	-59,5 %	-61,1 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	55,8	90,2	181,5	299,5	980,0	242,0	290,0

Quelle: GFT, LBBW Research

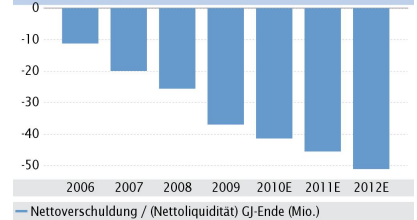
GUIDANCE - GFT TECHNOLOGIES

Das Management rechnet für 2010 mit einem Umsatz von über 240 Mio. EUR und einem Ergebnis vor Steuern in einer Spanne von 10 Mio. bis 11 Mio. EUR.

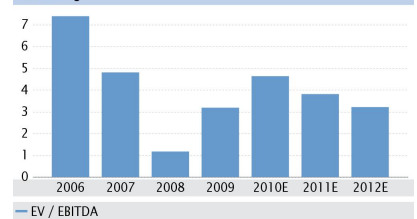
Ergebniskennzahlen



Bilanzkennzahlen



Bewertung



Quelle: GFT, LBBW Research

RESEARCH TEAM

- Alexandra Hauser**, CPA, Investmentanalyst
+49 711 127-74669, alexandra.hauser@lbbw.de
- Thomas Hofmann**, Investmentanalyst
+49 711 127-42775, thomas.hofmann@lbbw.de
- Hans-Peter Kuhlmann**, Investmentanalyst DVFA
+49 711 127-70563, hans-peter.kuhlmann@lbbw.de
- Harald Rehmet**, Investmentanalyst
+49 711 127-74504, harald.rehmet@lbbw.de

Investment Case

Zusammenfassung

GFT

Die größte Kundengruppe von GFT (Banken und Versicherungen) sieht sich unverändert ständig wachsenden regulatorischen Anforderungen und dem Zwang zur Effizienzsteigerung gegenüber, die u.a. durch IT-Anwendungen erfüllt werden können. Nachdem die schwere Krise überstanden ist, gewinnt die Nachfrage an Fahrt und auch der Preisdruck dürfte sich sukzessive vermindern. GFT ist unseres Erachtens entsprechend gut positioniert, um daran teilzuhaben und nach der Bodenbildung in 2009 wieder steigende Umsätze und Erträge zu erwirtschaften. Auf Basis des aktualisierten Datenkranzes heben wir unser Kursziel von 4,30 EUR auf 4,70 EUR an und empfehlen den Titel unverändert zum Kauf.

Earnings summary: Getragen von einer dynamischen Nachfrage im Segment Services gelang es GFT, den Konzernumsatz im zweiten Quartal 2010 um 14% (yoy) auf 60 Mio. EUR auszuweiten. Das Ergebnis konnte dabei im Vergleich zum Vorjahresquartal mehr als verdoppelt werden. Auch gegenüber dem guten ersten Quartal 2010 stiegen die Ergebnismargen nochmals an. Wir hatten zwar mit einer positiven Entwicklung gerechnet, unsere Q2-Prognosen erwiesen sich dennoch als etwas zu vorsichtig. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Schätzungen für 2010ff leicht angehoben.

Valuation summary: Auf Basis des aktualisierten Datenkranzes ergibt sich als Mittelwert aus unseren beiden Bewertungsverfahren ein fairer Wert von 4,70 EUR je Aktie, der gleichzeitig auch unser neues Kursziel darstellt (bisher 4,30 EUR). Wir stufen die Aktie daher unverändert mit Kaufen ein. Für den Titel spricht zusätzlich die hohe Dividendenrendite sowie die sehr solide Bilanzstruktur.

Risiken: Neben den allgemeinen konjunkturellen Risiken (Gefahr eines Rückfalls in die Rezession) könnte der anstehende Besitzerwechsel des Aktienpaketes der mittlerweile insolventen AvW Invest AG kurzfristig zu Irritationen führen und – je nach Käufer und technischer Ausgestaltung – zu (temporären) signifikanten Kursreaktionen in beide Richtungen führen.

Unternehmensprofil

GFT Technologies ist in den Bereichen IT-Services und IT-spezifische Personaldienstleistungen tätig. Die Kunden stammen überwiegend aus der Finanzbranche (70% Umsatzanteil). Deutschland ist mit Abstand der wichtigste Markt (55%), gefolgt von UK (15%) und Spanien (10%). Durch Off- und Nearshore-Kapazitäten kann GFT im Wettbewerb mit den Branchengrößen bestehen. 2009 betrug der Umsatz 216,8 Mio. EUR (221,5 Mio. EUR einschl. des Software-Segments) und das Nettoergebnis 6,2 Mio. EUR bzw. 0,23 EUR je Aktie (4,7 Mio. EUR; 0,18 EUR), wovon den Aktionären 0,10 EUR Dividende zulfloss. Mit einer Eigenkapitalquote von 58% und einer Nettoliquidität von 36 Mio. EUR (jeweils per Ende 2009) kann GFT auf eine sehr solide Bilanz verweisen. Der Mitbegründer Ulrich Dietz und seine Frau sind mit zusammen knapp 40% die maßgeblichen Aktionäre.

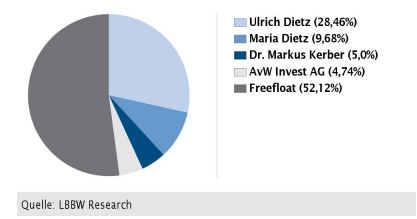
PROS

- + IT-Branche mit Wachstum in 2010
- + Finanzbranche fragt wieder nach
- + Attraktive Bewertung
- + Solide Bilanz
- + Verlustbringer veräußert

CONS

- Personalvermittlung wächst mit Zeitverzug
- Geringe Kundendiversifikation
- Risiko aus AvW-Paket

Aktionärsstruktur



Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

GFT

Finanzbranche fragt wieder IT-Dienstleistungen nach

GFT Technologies konnte im abgelaufenen Quartal insbesondere von der wieder anziehenden Nachfrage nach IT-Dienstleistungen aus der Finanzdienstleistungsbranche profitieren, während die Nachfrage aus den Branchen Industrie sowie Post/Logistik noch nicht auf die positiven gesamtwirtschaftlichen Rahmendaten reagierte. Dieses gemischte Bild zeigte sich somit auch in der Entwicklung der beiden Segmente. Der stärker auf die Finanzbranche ausgerichtete Bereich Services verzeichnete in Q2 ein Umsatzwachstum von 38% auf knapp 30 Mio. EUR und konnte die Ergebnismarge (EBT) wieder in die Nähe des zweistelligen %-Bereichs bringen. Mit 2,73 Mio. EUR lag das Segmentergebnis somit mehr als 100% über dem Vorjahreswert (1,33 Mio. EUR). Das stärker auf industrielle Kunden ausgerichtete Segment Resourcing konnte hingegen nicht mit vergleichbar dynamischen Zuwachsraten aufwarten. Der Umsatz lag in Q2 mit 30,6 Mio. EUR nur unwesentlich über dem Wert des Vorjahres (30,4 Mio. EUR) und die Ergebnismarge lag mit 1,6% noch auf einem relativ bescheidenen Niveau. Allerdings wurde auch hier im Vergleich zum Vorjahr (1,2%) und zum Vorquartal (1,4%) eine leichte Verbesserung erzielt. Innerhalb des Segments Resourcing konnte der Bereich Third Party Management nach dem drastischen Umsatzrückgang in 2009 (-18) im zweiten Quartal 2010 wieder ein Umsatzwachstum von 4,7% yoy auf 16 Mio. EUR verzeichnen. Die Ergebnismarge (EBT) lag mit 0,5% allerdings noch auf einem nicht zufriedenstellenden Niveau. Der zweite Bereich innerhalb des Segments Resourcing – Resource Management – litt noch unter der bereits angesprochenen anhaltenden Zurückhaltung der Abnehmer aus dem industriellen Bereich. Allerdings stieg die EBT-Marge trotz eines Umsatzminus von 3,2% yoy um 0,4%-Punkte auf 2,7%.

Entsprechend der guten Nachfrage aus der Finanzdienstleistungsbranche erhöhte sich der Umsatz mit Abnehmern aus diesem Bereich in Q2 um 25% auf 43 Mio. EUR, womit die Bedeutung dieser Kundengruppe weiter auf 71% der Konzern Erlöse anstieg. Im Vorjahr wurden lediglich 66% des Konzernumsatzes im Finanzdienstleistungssektor erzielt. Dementsprechend büßte die Bedeutung der zweitwichtigsten Abnehmergruppe (Sonstige/Industrie) um 5%-Punkte auf 21,5% ein. Der Anteil der Abnehmer aus der Post-/Logistikbranche blieb nahezu unverändert bei 7,5%.

Die günstige Nachfragesituation nach IT-Lösungen für das Corporate und Investment Banking beflügelte die Aktivitäten in Großbritannien und den USA. In beiden Regionen konnten mit +85,5% bzw. +80,4% (jeweils yoy) deutlich überproportionale Umsatzsteigerungen erzielt werden. Allerdings tragen beide Regionen zusammen nur zu lediglich 18% des Konzernumsatzes bei. Der mit Abstand bedeutendste Markt für GFT (Deutschland, Anteil 56%) verharrte insbesondere aufgrund der verhaltenen industriellen Nachfrage lediglich auf dem Vorjahresniveau (+1,04% auf 34 Mio. EUR).

Wir hatten nicht mit einer Nachfrageerholung in diesem Umfang gerechnet, so dass GFT den von uns erwarteten Q2-Umsatz (56 Mio. EUR) mit 60,3 Mio. EUR deutlich übertreffen konnte. Bedingt durch die höhere Auslastung der GFT-Mitarbeiter und positive Skaleneffekte fiel nicht nur das absolute Ergebnis sondern auch die Ergebnismarge höher aus als von uns geschätzt.

Nachfrage weist unterschiedliche Dynamik auf

Industriekunden noch zurückhaltend

Umsatzanteil der Finanzbranche steigt auf über 70%

Großbritannien und USA die dynamischsten Absatzregionen

Erwartungen konnten übertroffen werden

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

GFT

Q2/10 - Eckdaten vs. Vorjahr und LBBW-Schätzungen

Mio. EUR	Q2/10	Q2/09	Δ YoY	LBBWe
Umsatz	60,3	52,9	14,0%	56,0
EBITDA	3,1	1,5	106,6%	2,2
Marge	5,2%	2,9%		3,8%
EBIT	2,9	1,2	136,4%	1,9
Marge	4,7%	2,3%		3,3%
EBT	3,0	1,3	132,3%	2,0
Marge	5,0%	2,5%		3,5%
Nettoergebnis	2,2	0,9	148,3%	1,4
Marge	3,6%	1,6%		2,5%
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,08	0,03	166,7%	0,05

Quelle: GFT Technologies, LBBW Research

Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal konnte GFT die Ergebnisgrößen mehr als verdoppeln und dank des sehr gut verlaufenden Service-Geschäfts auch auf Konzernebene wieder das Vorkrisen-Margenniveau erreichen. Damit hat sich die schon in Q1/10 gezeigte positive Entwicklung im zweiten Quartal nicht nur fortgesetzt sondern noch spürbar beschleunigt. In Q1/10 betrug die EBITDA-Marge 3,3% was einer Veränderung ggü. Q1/09 von 110 Prozentpunkten entspricht. Die EBITDA-Marge in Q2/10 lag mit 5,2% um 230 Prozentpunkte über dem Vorjahreswert. Per saldo lässt sich festhalten, dass GFT dank der überraschend dynamischen Nachfrage aus dem Finanzsektor deutlich schneller die Krise hinter sich ließ als wir dies erwartet hatten.

Bei der Beurteilung der Finanzlage von GFT sind die regelmäßig zum Jahresende anfallenden vorgezogenen Zahlungen von einigen Kunden zu berücksichtigen, die sich unterjährig in einem negativen operativen Cashflow niederschlagen. Mit -8,6 Mio. EUR lag der operative Cashflow im ersten Halbjahr 2010 trotz eines deutlich gestiegenen Working capital nur leicht unter dem Vorjahresniveau (-8,2 Mio. EUR). Eliminiert man die Veränderungen im Finanzanlagevermögen – zur Optimierung des Zinsergebnisses wurde in einem Umfang von 10,4 Mio. EUR in Unternehmensanleihen mit Investmentgrade mit höherer Renditeerwartung gegenüber den bislang getätigten kurzfristigen Anlagen investiert – so stieg die Nettoliquidität im ersten Halbjahr gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert um 2 Mio. EUR auf 25,3 Mio. EUR an. Je Aktie entspricht dies einem Betrag von etwa 0,96 EUR (≈ etwa 30% des aktuellen Aktienkurses). Die Solidität der Bilanz spiegelt sich neben der Nettoliquidität auch in der anhaltend hohen Eigenkapitalquote von 58% wider.

Das Management geht für den weiteren Jahresverlauf von einer Fortsetzung der dynamischen Entwicklung aus. In der Finanzbranche zeichnet sich kein Rückgang der Investitionsbereitschaft ab. Hierzu trägt auch die notwendige Umsetzung regulatorischer Anforderungen bei. Der Aufschwung im Industriesektor sollte in H2 auch in einer anziehenden Investitionsbereitschaft münden und sich somit positiv im Segment Resourcing (Bereich Resource Management) niederschlagen. Hier plant das Management zudem eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit auf die Vermittlung von Ingenieuren. Der Konzernumsatz soll 2010 die Marke von 240 Mio. EUR überschreiten (bisher ~ 230 Mio. EUR) und das Vorsteuerergebnis in einer Spannbreite von 10 Mio. und 11 Mio. EUR liegen (bisher 9 Mio. bis 10 Mio. EUR).

Nettoliquidität steigt weiter an

Höhere Umsatz- und Ergebnisguidance

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

GFT

Industrielle Nachfrage dürfte in H2 anziehen

Während die Nachfrage der Kunden aus dem industriellen Bereich im ersten Halbjahr noch nicht positiv auf die deutlich aufgehellten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen reagierte, sollte dies im zweiten Halbjahr zumindest tendenziell sichtbar sein. Daher rechnen wir damit, dass das Segment Resourcing in H2 wieder Zuwächse im Umsatz erzielen wird, während der Umsatz in H1 noch unter dem Vorjahr lag. Das Segment Services dürfte die ohnehin schon hohe Wachstumsdynamik aus H1 halten können, da die Nachfrage aus der Finanzbranche an Breite gewinnen sollte. Bisher waren überwiegend die Investmentbanken für die gute Performance des Segments verantwortlich. Unter diesen Annahmen und den überraschend guten Zahlen aus Q2/10 halten wir unsere bisherigen Prognosen für 2010ff für etwas zu konservativ. Wir haben daher sowohl unsere Umsatz- als auch Ertragsschätzungen leicht angehoben:

Resourcing dürfte in H2 zum Zugpferd werden

Umsatz- und Ergebnisschätzungen

	2009	2010e		2011e		2012e	
		Neu	Alt	Neu	Alt	Neu	Alt
Umsatz	216,8	241,2	231,0	260,0	255,0	285,0	280,0
Δ YoY	-10,5%	11,2%	6,5%	7,8%	10,4%	9,6%	9,8%
EBITDA	8,5	11,2	10,1	13,5	12,5	16,0	15,0
Marge	3,9%	4,6%	4,4%	5,2%	4,9%	5,6%	5,4%
EBIT	7,3	10,0	9,1	12,1	11,4	14,5	13,8
Marge	3,4%	4,1%	3,9%	4,7%	4,5%	5,1%	4,9%
Nettoergebnis	4,7	7,4	7,0	9,2	8,7	11,0	10,5
Marge	2,2%	3,1%	3,0%	3,6%	3,4%	3,9%	3,7%
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,18	0,28	0,27	0,35	0,33	0,42	0,40
Dividende je Aktie (EUR)	0,10	0,10	0,12	0,12	0,15	0,15	0,18

Quelle: GFT Technologies, LBBW Research

Neben der positiven Grundstimmung der IT-Branche insgesamt sowie den Aussagen von GFT stützen wir unsere positivere Einschätzung auch auf die Statements von Konkurrenten, die sich zuletzt überwiegend positiv hinsichtlich des weiteren Geschäftsverlaufs äußerten.

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

GFT

Aus unseren beiden Bewertungsmodellen ergibt sich im Durchschnitt ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 4,70 EUR, der gleichzeitig unser neues Kursziel darstellt. Der Unterschied zu unserem bisherigen Kursziel (4,30 EUR) basiert 1.) auf unseren angehobenen Umsatz- und Ergebnisschätzungen, 2.) auf den gestiegenen Peergroup-Multiples und 3.) auf der Anpassungen der Bewertungsparameter (Risikoprämie, Schätzungen) in unserem DCF-Modell. Auf Basis des neuen Kursziels von 4,70 EUR bleibt unsere Kaufen-Empfehlung unverändert.

Multiplikatorvergleich

Aufgrund des Geschäftsmodells von GFT mit klassischen IT-Dienstleistungen einerseits sowie der IT-Fachkräftevermittlung andererseits haben wir die Peergroup von GFT mit Unternehmen aus dem IT-Dienstleistungssektor und dem Personalvermittlungssektor gebildet. Der Gewichtung der Segmentbeiträge entsprechend wurden die sich aus dem IT-Sektor ergebenden Multiplikatoren mit 80% und die sich aus der Gruppe der Personalvermittler ergebenden Multiples mit 20% gewichtet. Den EV/Sales-Multiplikator haben wir bei der Ermittlung des fairen Unternehmenswertes außen vor gelassen, da dieser aufgrund der im Quervergleich niedrigen Rentabilität von GFT zu einer operativ u. E. nicht begründbaren Steigerung des Durchschnittswertes geführt hätte. Die Gewichtung der einzelnen Prognosejahre sowie der einzelnen Multiplikatoren sind in der nebenstehenden Tabelle enthalten.

Gewichtung

EV/EBITDA	EV/EBIT	KGV
20%	20%	60%
2010e	2011e	2012e
30%	40%	30%

Quelle: LBBW Research

Peergroup-Bewertung

Unternehmen	Kurs (LW)	Marktkap. (LW)	EV / EBITDA			EV / EBIT			KGV		
			2010e	2011e	2012e	2010e	2011e	2012e	2010e	2011e	2012e
COR&FJA	1,7	73	7,8	5,7	4,8	16,7	9,4	6,7	23,5	13,1	9,0
Realtch	7,9	42	7,4	5,4		9,7	5,9	4,3	16,5	10,1	7,8
Atos Origin	32,4	2.261	4,5	4,2	3,9	8,1	6,5	6,0	11,3	9,3	8,3
Capgemini	36,0	5.580	6,0	5,0	4,5	8,1	6,4	5,7	17,2	12,6	10,7
Devoteam	17,8	186	5,4	4,3	3,7	6,0	4,9	4,3	11,2	8,4	6,8
Indra Sistemas	14,0	2.297	7,3	7,0	6,6	8,4	8,0	7,4	11,6	11,1	10,3
Sapient	10,8	1.451	13,6	9,6	8,7	15,5	11,1	12,9	26,4	17,1	15,9
Median I			7,3	5,4	4,6	8,4	6,5	6,0	16,5	11,1	9,0
Hays	1,0	1.445	11,7	8,7	6,6	14,0	9,9	7,4	22,0	14,6	10,6
Harvey Nash	46,0	34	4,5	3,4		5,4	4,5		9,6	7,1	
Robert Walters	237,5	182	11,2	7,9	5,2	16,5	10,7	5,9	22,2	14,4	9,3
Adecco	49,8	9.431	12,6	10,0	8,3	15,2	11,6	9,4	26,3	19,2	14,4
SThree	281,6	343	11,2	7,6	5,5	14,4	8,9	5,9	25,8	15,4	10,3
Manpower	47,1	3.869	8,9	6,4	4,9	11,5	7,8	5,2	32,2	18,1	11,6
Randstad	32,3	5.484	11,1	8,7	7,0	16,8	11,8	8,9	18,0	13,7	10,6
Michael Page	4,3	1.392	15,5	10,9	7,7	17,9	12,7	8,9	31,4	19,8	13,4
Median II			11,2	8,3	6,6	14,8	10,3	7,4	24,0	15,0	10,6
Median (I+II)			8,1	6,0	5,0	9,7	7,3	6,2	18,0	11,9	9,4
GFT	3,3	86,6	4,5	3,7	3,2	5,0	4,2	3,5	11,7	9,4	7,9
Auf-/Abschlag zu Median			-45%	-37%	-37%	-48%	-43%	-44%	-35%	-21%	-16%

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Die Summe der gewichteten Multiplikatoren ergibt einen fairen Wert der GFT-Aktie in Höhe von 4,49 EUR, der deutlich über dem aktuellen Aktienkurs von 3,30 EUR. Diese Unterbewertung zeigt sich bei allen Multiplikatoren und Schätzperioden. Im Rahmen

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

GFT

unserer letzten ausführlichen Stellungnahme hatten wir noch einen fairen Wert von 3,78 EUR ermittelt. Der Anstieg ergibt sich aus höheren Peergroup-Multiples sowie den höheren Schätzungen für GFT.

Discounted Cashflow-Bewertung

Wir benutzen ein dreistufiges DCF-Modell. In den ersten drei Jahren (Phase I) schätzen wir konkret die Entwicklung des jährlichen Cashflows. In der Phase II (Jahre 4 bis 9) passen wir die aktuellen Wachstumsannahmen an die Entwicklung in der sogenannten ewigen Rente (Phase III) an, in der wir kein überdurchschnittliches Umsatz- und Ertragswachstum mehr erwarten.

Im Vergleich zu unserer letzten Analyse hat sich der gewichtete Kapitalkostensatz (WACC) von 10,5 auf 11,5% erhöht, so dass die höheren Prognosen nur zu einem leichten Anstieg des fairen Wertes von 4,85 EUR auf 4,95 EUR führten.

Aus dem Mittelwert beider Bewertungsverfahren ergibt sich gerundet ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 4,70 EUR. Dieser Wert stellt gleichzeitig auch unser neues Kursziel dar (bisher 4,30 EUR). Daher bestätigen wir unser Kaufen-Rating.

INSTITUTIONAL EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

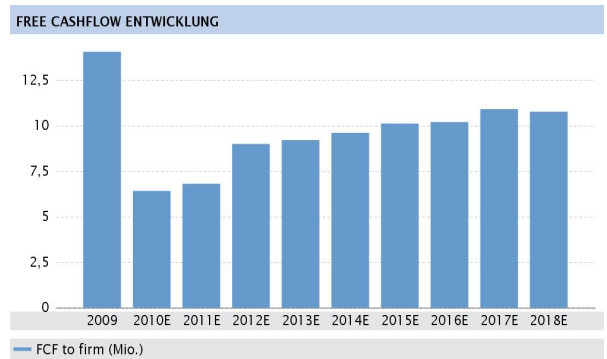
Bewertung DCF-Modell

GFT

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	2,3 %	Steady State Jahr	2018
Risikoprämie	6,8 %	Wachstum Terminal Value	1,5 %
Beta	1,4	EBIT-Marge	4,0 %
Eigenkapitalkosten	11,5 %	Abschreibungsquote	0,5 %
Fremdkapitalkosten	3,7 %	Investitionsquote	0,6 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	100,0 %	Net Working Capital-Quote	1,0 %
WACC (in %)	11,5 %	CAGR Umsatz 2009 bis 2018	6,2 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz	216,8	241,2	260,0	285,0	307,8	326,3	342,6	356,3	367,0	372,3
Wachstum yoy		11,3 %	7,8 %	9,6 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	1,5 %
EBIT vor Goodwill	7,3	9,8	12,1	14,5	13,9	14,7	15,4	16,0	16,5	14,9
EBIT-Marge	3,4 %	4,1 %	4,7 %	5,1 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %
- Steuern auf das EBIT	1,6	2,7	3,3	4,0	4,3	4,6	4,8	5,0	5,1	4,6
Steuerquote	21,3 %	27,5 %	27,5 %	27,5 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %
= NOPAT	5,8	7,1	8,8	10,5	9,6	10,1	10,6	11,1	11,4	10,3
+ Abschreibungen	1,2	1,3	1,4	1,5	1,8	2,0	2,1	1,8	1,8	1,9
Abschreibungsquote	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
- Investitionen (CAPEX)	0,8	1,3	1,8	1,9	2,2	2,3	2,4	2,5	2,2	2,2
in % vom Umsatz	0,3 %	0,5 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
NWC	0,6	1,2	2,8	3,9	4,0	4,2	4,5	4,6	4,8	3,7
in % vom Umsatz	0,3 %	0,5 %	1,1 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,0 %
delta NWC		0,7	1,6	1,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-1,0
Rückstellungen	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	0,9
in % vom Umsatz	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
delta Rückstellungen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2
FCF to firm	14,1	6,4	6,8	9,0	9,2	9,6	10,1	10,2	10,9	10,8
in % vom Umsatz	6,5 %	2,7 %	2,6 %	3,2 %	3,0 %	2,9 %	3,0 %	2,9 %	3,0 %	2,9 %
Discounted free cashflow	n.a.	6,2	5,9	7,0	6,4	6,0	5,7	5,1	4,9	4,4

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	47,4
+ Barwert Terminal Value	48,6
= Enterprise Value	96,0
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	50,7 %
- Nettofinanzverschuldung	-34,4
- Anteile Dritter	0,0
- Pensionsrückstellungen	0,5
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	0,3
= Marktkapitalisierung	130,3
/ Anzahl Aktien (Mio.)	26,33
= Wert je Aktie (EUR)	4,95



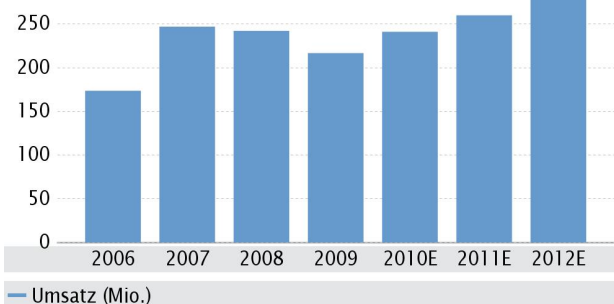
Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

GFT

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e	CAGR 08-12E
Umsatz	242,2	216,8	241,2	260,0	285,0	
Wachstum yoy		-10,5 %	11,3 %	7,8 %	9,6 %	4,15 %
Aktiviere Eigenleistungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Gesamtleistung	242,4	216,8	241,2	260,0	285,0	
Wachstum yoy		-10,5 %	11,3 %	7,8 %	9,6 %	4,14 %
Materialaufwand	-149,0	-130,4	-133,8	-149,0	-170,0	
Rohertrag	93,4	86,4	107,4	111,0	115,0	
Wachstum yoy		-7,5 %	24,4 %	3,4 %	3,6 %	5,35 %
Personalaufwand	-66,7	-62,5	-79,9	-81,0	-82,0	
Sonstige betriebliche Erträge	3,0	2,0	2,8	2,0	2,0	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-21,61	-17,25	-19,20	-18,50	-19,00	
EBITDA	8,03	8,54	11,10	13,50	16,00	
Wachstum yoy		6,4 %	29,9 %	21,6 %	18,5 %	18,80 %
Abschreibungen	-1,6	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	
EBIT	6,39	7,34	9,80	12,10	14,50	
Wachstum yoy		14,9 %	33,6 %	23,5 %	19,8 %	22,75 %
Finanzergebnis	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	
EBT	6,93	7,86	10,49	12,75	15,20	
Wachstum yoy		13,5 %	33,5 %	21,5 %	19,2 %	21,72 %
Ertragsteuern	-0,90	-1,67	-2,88	-3,51	-4,18	
Ertragsteuersatz	13,1 %	21,3 %	27,5 %	27,5 %	27,5 %	
Ergebnis nach Steuern	6,02	6,19	7,61	9,24	11,02	
Wachstum yoy		2,7 %	23,0 %	21,5 %	19,2 %	16,31 %
Minderheiten	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Nettoergebnis	6,02	4,74	7,36	9,24	11,02	
Wachstum yoy		-21,3 %	55,1 %	25,7 %	19,2 %	16,31 %
Durchschnittliche Aktienanzahl	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	
Gewinn je Aktie	0,23	0,18	0,28	0,35	0,42	
Dividende	0,10	0,10	0,12	0,15	0,18	

Umsatz



Quelle: GFT, LBBW Research

Vorsteuerergebnis



Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

GFT

BILANZ (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Summe Aktiva	113,5	113,4	119,1	128,6	140,7
Sachanlagen	2,6	2,2	2,1	2,3	2,5
Geschäfts- oder Firmenwert	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4
Übrige immaterielle Vermögenswerte	0,1	0,4	0,5	0,6	0,8
Aktive latente Steuern	6,7	5,8	5,8	5,8	5,8
Sonstige Finanzanlagen	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstiges Anlagevermögen	1,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Anlagevermögen	31,3	29,8	29,8	30,1	30,5
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lief. und Leistungen	44,1	41,8	45,0	50,0	56,0
Sonstige Ford. und Vermögenswerte	5,1	6,3	4,4	4,5	2,6
Liquide Mittel	33,0	35,5	39,9	44,0	49,6
Umlaufvermögen	82,2	83,6	89,3	98,5	110,2
Summe Passiva	113,5	113,4	119,1	128,6	140,7
Grundkapital	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3
Kapitalrücklagen	49,0	50,7	50,7	50,7	50,7
Gewinnrücklagen	-11,4	-11,0	-6,3	-0,2	6,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Eigenkapital	63,2	65,8	70,5	76,6	83,6
Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5
Passive latente Steuern	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Langfristige Verbindlichkeiten	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leistungen	26,1	23,3	25,0	27,0	30,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Rückstellungen	12,4	13,6	14,1	15,1	16,6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	10,3	9,6	8,4	8,8	9,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	49,0	46,5	47,5	50,9	56,0

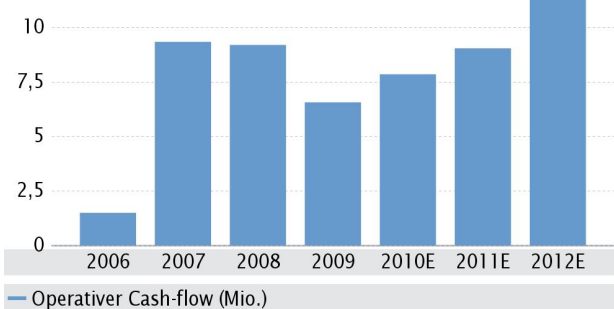
Quelle: GFT, LBBW Research

Anhang Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

GFT

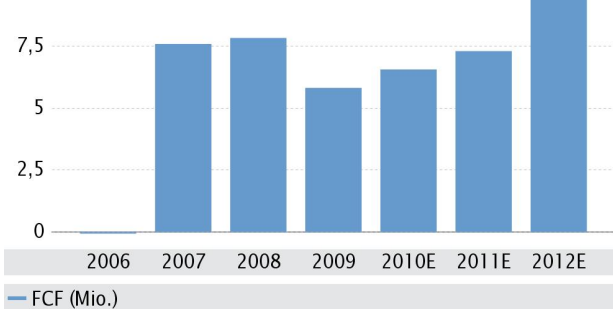
KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Ergebnis nach Steuern	6,0	6,2	7,6	9,2	11,0
Abschreibungen	1,6	1,2	1,3	1,4	1,5
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	1,3	1,8	-0,7	-1,6	-1,1
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	0,7	-2,2	-0,4	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	9,2	6,6	7,9	9,0	11,4
Wachstum yoy		-28,6 %	19,6 %	15,2 %	26,3 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-1,4	-0,8	-1,3	-1,8	-1,9
Abgänge/Desinvestitionen	0,1	8,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-0,5	-8,2	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-1,8	-0,7	-1,3	-1,8	-1,9
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	0,0	-2,6	-2,2	-3,3	-3,9
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,9	-8,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	-0,9	7,7	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	-3,4	-2,2	-3,3	-3,9
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Veränderung in den liquiden Mitteln	7,3	2,5	4,4	4,1	5,6
Liquide Mittel am Periodenbeginn	25,7	33,0	35,5	39,9	44,0
Liquide Mittel am Periodenende	33,0	35,5	39,9	44,0	49,6
Freier Cash-flow	7,8	5,8	6,6	7,3	9,5
Cash Earnings pro Aktie	0,27	0,22	0,33	0,40	0,48

Operativer Cashflow



Quelle: GFT, LBBW Research

Freier Cashflow



Anhang-1

1/2

Die LBBW unterliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

Kaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
Verkaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
Halten:	Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie.
Unter Beobachtung:	Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet.
Ausgesetzt:	Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

Kaufen:	55,9%
Verkaufen:	9,2%
Halten:	33,6%
Unter Beobachtung:	0,9%
Ausgesetzt:	0,4%

Anmerkungen: Das Rating-System vor dem 6. April 2009 lautete:

Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10%. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0% bis 10%. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben

Anhang-1

2/2

Kurs- und Empfehlungs-Historie GFT am 10.09.2010

