

# Company Flash

GFT

## Company Update: Geschäftsumfeld wird rauher

UNTERNEHMEN



RATING

**KAUFEN** (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

**4 EUR** (UNTER BEOBACHTUNG)

HIGHLIGHTS

- Abnehmer aus der Finanzbranche treten auf die Bremse
- Umsatz- und operative Ergebniszahlen leicht unter Prognose
- Bewusster Verzicht auf Geschäft und allgemein schwierigeres Umfeld machen Anpassung der Prognosen erforderlich
- Kursziel von bisher 5 EUR auf 4 EUR reduziert
- Anlageurteil lautet dennoch unverändert Kaufen
- Marktbewertung reflektiert Worst-Case-Szenario

Im dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres schlug die Nachfragezurückhaltung im Finanzsektor negativ bei GFT zu Buche. Die Wachstumsdynamik im Umsatz schwächte sich ab und das Q3 Ergebnis vor Steuern lag leicht unter Vorjahr. Unsere Prognosen wurden dabei leicht unterschritten. Nichtsdestotrotz lag der Umsatz der ersten 9 Monate um 16% über dem vergleichbaren Vorjahreswert und das Ergebnis vor Steuern um 3% darüber. Da sich keine rasche Lösung der aktuellen Krise abzeichnet, hat das Management jedoch den Ausblick für 2011 gesenkt.

Vor diesem konjunkturellen Hintergrund, dem bewussten Verzicht auf niedrigmarginiges Geschäft und der Einarbeitung der jüngsten Akquisitionen haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen aktualisiert. Auf Basis dieser (niedrigeren) Schätzungen sowie weiterer bewertungsrelevanter Einflussfaktoren lautet unser neues Kursziel 4 EUR nach bisher 5 EUR. Die somit von uns erwartete Performance beträgt etwa 50%, so dass wir unser Anlageurteil unverändert bei Kaufen belassen.

Wir sind der Meinung, dass der Markt bei der Bewertung der GFT-Aktie ein übertrieben pessimistisches Szenario zugrunde legt: Auf Basis unserer EPS-Schätzungen liegt das KGV für alle drei Schätzzahre deutlich unter 10, die aktuelle Marktkapitalisierung von etwa 69 Mio. EUR liegt 7% unter dem per 30.09.11 ausgewiesenen Eigenkapital, die von uns erwartete Dividendenrendite liegt deutlich über 5% und zu guter letzt kann GFT auf eine Nettoliquidität von etwa 27 Mio. EUR verweisen. Je Aktie entspricht dies einem Wert von 1,00 EUR bzw. 38% des aktuellen Aktienkurses.

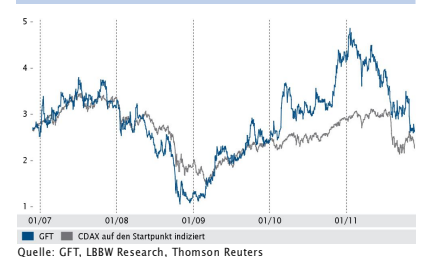
+++ Reuters: GFTG +++ Bloomberg: GFT GY +++

Aktueller Kurs (XETRA; 29.11.11; 17:36 h)	2,62 EUR
SCHLUSSKURS (23.11.2011)	2,62 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE	52,4%
MARKTKAPITALISIERUNG	69,08 Mio. EUR
UNTERNEHMENSWERT	44,19 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN	26,33 Mio.
STREUBESITZ	57,0%
INDEX (GEWICHTUNG)	CDAX (0,01 %)
DURCH. HANDELSVOL.	23.765
ISIN	DE0005800601
SEKTOR	Software

KENNZAHLEN (31.12.) 2011E 2012E 2013E  
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR

Kennzahl	2011E	2012E	2013E
Umsatz	270,0	248,2	263,2
EBITDA	11,8	13,6	15,4
EBIT	10,5	12,1	13,8
Nettoergebnis	8,4	8,9	10,2
Freier Cash-flow	0,2	12,4	9,4
FCF Rendite	0,2 %	18,0 %	13,6 %
Gewinn je Aktie	0,32	0,34	0,39
Dividende	0,15	0,30	0,20
EV / Umsatz	0,2	0,2	0,2
EV / EBITDA	3,7	3,2	2,9
EV / EBIT	4,2	3,7	3,2
KBV	8,2	7,7	6,8
KBV	0,91	0,86	0,87
Dividendenrendite	5,7 %	11,4 %	7,6 %

KURSENTWICKLUNG



KALENDER

--



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

## Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

GFT

### Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2010			2011 E			2012 E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
<b>GüV</b>									
Umsatz	248,3	248,3	0,0%	280,0	270,0	-3,6%	310,0	248,2	-19,9%
EBITDA	12,2	12,2	0,0%	14,2	11,8	-16,9%	17,0	13,6	-20,0%
EBIT	11,0	11,0	0,0%	12,8	10,5	-18,0%	15,5	12,1	-21,9%
Vorsteuerergebnis	11,6	11,6	0,0%	13,5	11,1	-17,8%	16,3	12,6	-22,7%
Jahresüberschuss	8,2	8,2	0,0%	9,6	8,4	-12,5%	11,5	8,9	-22,6%
Nettoergebnis	7,8	7,8	0,0%	9,6	8,4	-12,5%	11,5	8,9	-22,6%
<b>Je Aktie (EUR)</b>									
Gewinn je Aktie	0,30	0,30	0,0%	0,36	0,32	-11,1%	0,44	0,34	-22,7%
Cash Flow pro Aktie	0,21	0,21	0,0%	0,51	0,01	-98,0%	0,38	0,47	23,7%
Dividende	0,15	0,15	0,0%	0,18	0,15	-16,7%	0,40	0,30	-25,0%

Quelle: GFT, LBBW Research

### Ausgewählte Kennzahlen von GFT (Mio. EUR)

Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2006	2007	2008	2009	2010	2011 E	2012 E
Umsatz	173,7	247,1	242,2	216,8	248,3	270,0	248,2
EBITDA	7,6	13,2	8,0	8,5	12,2	11,8	13,6
EBIT	6,4	11,8	6,4	7,3	11,0	10,5	12,1
Vorsteuerergebnis	6,7	12,4	6,9	7,9	11,6	11,1	12,6
Nettoergebnis	5,1	8,6	6,0	4,7	7,8	8,4	8,9
Gewinn je Aktie	0,19	0,33	0,23	0,18	0,30	0,32	0,34
<b>Wachstumsrate yoy</b>							
Umsatz		42,3 %	-2,0 %	-10,5 %	14,5 %	8,8 %	-8,1 %
EBITDA		42,3 %	-2,0 %	-10,5 %	14,5 %	8,8 %	-8,1 %
EBIT		74,4 %	-39,3 %	6,4 %	43,0 %	-3,4 %	15,3 %
Vorsteuerergebnis		84,0 %	-45,9 %	14,9 %	50,2 %	-4,7 %	15,2 %
Nettoergebnis		85,5 %	-44,0 %	13,5 %	47,0 %	-3,9 %	13,5 %
Gewinn je Aktie		68,2 %	-29,9 %	-21,3 %	64,0 %	8,1 %	6,5 %
<b>Umsatzmargen</b>							
EBITDA	4,4 %	5,4 %	3,3 %	3,9 %	4,9 %	4,4 %	5,5 %
EBIT	3,7 %	4,8 %	2,6 %	3,4 %	4,4 %	3,9 %	4,9 %
Vorsteuerergebnis	3,8 %	5,0 %	2,9 %	3,6 %	4,7 %	4,1 %	5,1 %
Nettoergebnis	2,9 %	3,5 %	2,5 %	2,2 %	3,1 %	3,1 %	3,6 %
<b>Bilanz (Mio. EUR)</b>							
Sachanlagen	2,4	2,6	2,6	2,2	2,7	3,0	3,3
Geschäfts- oder Firmenwert	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	26,4	26,4
Net Working Capital	10,1	9,7	8,4	0,6	2,9	10,7	6,8
Liquide Mittel	20,2	25,7	33,0	35,5	26,2	23,5	31,2
Eigenkapital	49,4	57,7	63,2	65,8	71,3	75,7	79,9
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	12,7	8,7	9,6	1,1	1,3	1,3	1,3
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	-11,2	-20,0	-25,6	-37,0	-28,2	-25,5	-33,2
<b>Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)</b>							
Nettoergebnis	5,1	8,6	6,0	4,7	7,8	8,4	8,9
Abschreibungen	1,2	1,4	1,6	1,2	1,2	1,3	1,5
Veränderung Working Capital	-4,2	0,4	1,3	1,8	-2,4	-7,8	3,9
Operativer Cash-flow	1,5	9,3	9,2	6,6	7,3	1,9	14,3
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-0,9	-1,3	-1,3	-0,6	-1,4	-1,4	-1,5
Freier Cash-flow	-0,1	7,6	7,8	5,8	5,6	0,2	12,4
Dividendenzahlung	n.a.	n.a.	n.a.	-2,6	-2,6	-3,9	-4,7
Veränderung in den liquiden Mitteln	-0,4	5,5	7,3	2,5	-10,0	3,9	7,7
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
EV / Umsatz	0,3	0,3	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2
EV / EBITDA	7,5	4,8	1,2	3,2	5,6	3,7	3,2
EV / EBIT	8,9	5,4	1,5	3,7	6,2	4,2	3,7
KGV	13,0	9,6	5,7	13,5	14,0	8,2	7,7
KBV	1,3	1,4	0,5	1,0	1,5	0,9	0,9
Eigenkapitalrendite	10,4 %	14,9 %	9,5 %	9,4 %	11,6 %	11,1 %	11,2 %
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	7,7 %	4,1 %	3,6 %	5,7 %	11,4 %
FCF Rendite	n.a.	9,1 %	22,9 %	9,0 %	5,2 %	0,2 %	18,0 %
<b>Bilanzkennzahlen</b>							
Nettoverschuldung zu EBITDA	-1,5	-1,5	-3,2	-4,3	-2,3	-2,2	-2,4
Verschuldungsgrad	-22,7 %	-34,6 %	-40,5 %	-56,2 %	-39,6 %	-33,6 %	-41,5 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	55,8	90,2	181,5	299,5	193,4	n.a.	n.a.

Quelle: GFT, LBBW Research

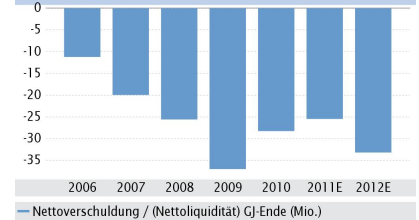
### GUIDANCE - GFT TECHNOLOGIES

Das Management rechnet für 2011 mit einem Umsatz von 270 Mio. EUR und einem Vorsteuerergebnis von 11 Mio. EUR. Bis 2015 soll der Konzernumsatz auch mittels Übernahmen die 0,5 Mrd. Euro-Schwelle übertreffen.

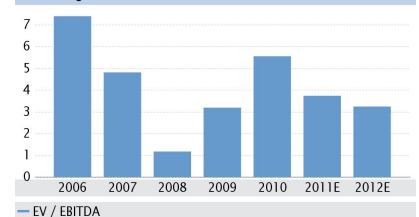
### Ergebniskennzahlen



### Bilanzkennzahlen



### Bewertung



Quelle: GFT, LBBW Research

### RESEARCH TEAM

**Stefan Borscheid**, CFA, Investmentanalyst  
+49 711 127-76791, stefan.borscheid@lbbw.de

**Thomas Hofmann**, CEFA, Investmentanalyst  
+49 711 127-42775, thomas.hofmann@lbbw.de

**Mirko Maier**, Investmentanalyst  
+49 711 127-73264, mirko.maier@lbbw.de

**Ralph Szymczak**, Investmentanalyst  
+49 711 127-70558, ralph.szymczak@lbbw.de

# Investment Case

## Zusammenfassung

GFT

Die Finanzbranche als größte Kundengruppe von GFT ist auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten mit ständig wachsenden regulatorischen Anforderungen konfrontiert, die u.a. durch IT-Anwendungen erfüllt werden können. Die aktuelle Nachfrageschwäche sollte daher vorübergehender Natur sein. Das Resourcing-Segment profitiert von der zunehmenden Knappheit an IT-Spezialisten, reagiert aber stärker auf konjunkturelle Schwankungen. Die aktuelle Marktbewertung von GFT spiegelt unseres Erachtens ein Worst-Case-Szenario wieder, dass wir so nicht teilen. Trotz reduzierter Prognosen halten wir einen Wert von 4 EUR je Aktie für angemessen (bisher 5 EUR) und bestätigen daher unser Kaufen-Rating.

**Earnings summary:** Bedingt durch die zurückhaltende Nachfrage seitens der Finanzbranche, dem bewussten Verzicht auf niedrigmarginiges Geschäft im Resourcing-Segment und der jüngsten Übernahmen fallen unsere aktualisierten Umsatz- und Ergebnisschätzungen niedriger aus als bisher. Das Minus beträgt etwa 20%. Allerdings sind wir optimistisch, dass es GFT 2012 auch in einem schwierigeren Marktumfeld gelingen wird, das Nettoergebnis zumindest zu halten. In einem sich normalisierenden Marktumfeld rechnen wir für 2013 mit einem wieder zweistelligen Ergebnisplus. Konkret erwarten wir für 2011 ein EPS von 0,32 EUR, dass im Folgejahr auf 0,34 EUR und 2013 schließlich auf 0,39 EUR ansteigen sollte.

**Valuation summary:** Auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Parameter (Umsatz- und Ergebnisprognosen, WACC) haben wir anhand unseres DCF-Modells einen fairen Wert von 4,40 EUR je Aktie ermittelt. Da die wichtigste Kundengruppe von GFT aktuell in einem schwierigen Umfeld agiert haben wir hierauf einen Sicherheitsabschlag von 10% eingepreist, so dass unser neues Kursziel 4 EUR beträgt.

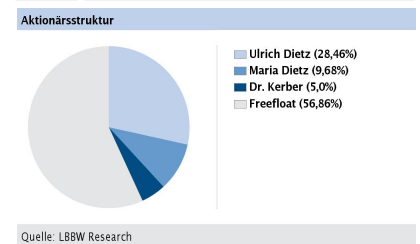
**Risiken:** GFT könnte sich den Auswirkungen einer weiteren Eskalation der Euro-Krise und einer sich daran möglicherweise anschließenden Rezession nicht entziehen. Unsere Prognosen wären in diesem Fall sicherlich nochmals kritisch zu hinterfragen. Aufgrund der Umsatzstruktur sowie der soliden Bilanzrelationen sollte GFT aber auch ein solches Szenario ohne größere Blessuren überstehen können.

### Unternehmensprofil

GFT Technologies ist in den Bereichen IT-Services und IT-spezifische Personaldienstleistungen tätig. Die Kunden stammen überwiegend aus der Finanzbranche (66% Umsatzanteil). Deutschland ist mit Abstand der wichtigste Markt (55%), gefolgt von UK (14%) und Frankreich (12%). Durch Off- und Nearshore-Kapazitäten kann GFT im Wettbewerb mit den Branchengrößen bestehen. 2010 betrug der Umsatz 248 Mio. EUR und das Nettoergebnis 7,8 Mio. EUR bzw. 0,30 EUR je Aktie, wovon den Aktionären 0,15 EUR als Dividende zufloss. Mit einer Eigenkapitalquote von über 50% und einer Nettoliquidität von 37 Mio. EUR (jeweils per Ende 2010) 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 wenig zyklisch
+	Finanzbranche sehr IT-affin
+	Attraktive Bewertung
+	Solide Bilanz
+	Verlustbringer veräußert

CONS	
-	Personalvermittlung wächst mit Zeitverzug
-	Geringe Kundendiversifikation



# Aktuelle Geschäftsentwicklung

## Kernthemen

GFT

### Wachstumsdynamik schwächt sich in Q3/11 ab

Mit 66 Mio. EUR lag der Umsatz im dritten Quartal etwa 3% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Verglichen mit den Steigerungsraten im ersten Halbjahr von über 20% hat sich die Dynamik somit spürbar abgekühlt. Berücksichtigt man zudem die aus der Übernahme der Asymo AG resultierenden Umsätze von 2,5 Mio. EUR, dann verzeichnete GFT in Q3 sogar einen leichten Umsatzrückgang. Für die ersten 9 Monate des laufenden Geschäftsjahres ergibt sich allerdings noch ein Erlösanstieg um 16%. Unsere Umsatzprognose wurde somit um etwa 10 Mio. EUR verfehlt. Diese Abweichung resultierte insbesondere aus der Entwicklung im Bereich Third Party Management. Hier lag der Quartalsumsatz mit 9,3 Mio. EUR um 11% unter dem Vorjahreswert, während in H1 noch deutlich zweistellige Zuwachsraten ausgewiesen wurden. Allerdings ist dieser Rückgang auf einen bewussten Verzicht auf das ohnehin sehr margenschwache Geschäft zurückzuführen, so dass sich die Auswirkungen auf die Ertragslage in engen Grenzen hielten. Der zweite Segmentsbereich Resourcing (Resource Management) konnte die Dynamik aus H1 nahezu halten. Hier wirkte sich die anhaltend hohe Nachfrage nach freiberuflichen IT-Spezialisten aus dem Industriesektor positiv aus. In dem Segment Services hingegen machte sich die Investitionszurückhaltung der Finanzbranche negativ bemerkbar. Während die Nachfrage im Corporate und Investment Banking spürbar nachließ, wurden mit Kernbanklösungen, Outsourcing-Diensten und Langzeitprojekten stabile Umsätze erzielt. Per Saldo lag das Umsatzminus in diesem Segment bei 6,4% yoy.

### Q3-Ergebnis rückläufig

Insbesondere die Nachfrageschwäche aus der Finanzbranche schlug sich im dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres negativ auf die Ertragslage von GFT nieder. Das Segment Services, das schwerpunktmäßig Kunden aus diesem Sektor bedient, verzeichnete in Q3 ein Rückgang des Vorsteuerergebnisses um 23% auf 2,84 Mio. EUR. Die rückläufige Nachfrage konnte personalseitig nicht kompensiert werden, was eine niedrigere Auslastung zur Folge hatte. Die Vorsteuerermarge sank von 12,4% auf noch 10,1%. Rechnet man hier den Ergebnisbeitrag der akquirierten Asymo heraus (0,5 Mio. EUR nach Steuern), dann fällt der Rückgang noch etwas deutlicher aus. Im Segment Resourcing hingegen fiel die schwache Umsatzentwicklung des sehr niedrigmargigen TPM-Geschäfts nicht weiter ins Gewicht, so dass sich der signifikant gestiegene Ergebnisbeitrag des Bereichs Resource Management (EBT +44% yoy) entsprechend positiv im Segmentergebnis niederschlug. Per Saldo konnte der Rückgang im Segment Services jedoch nicht überkompensiert werden. Das Konzernergebnis vor Steuern lag somit in Q3 mit 3,5 Mio. EUR 15% unter dem Wert aus Q3/10. Wir hatten mit einem Rückgang auf 3,8 Mio. EUR gerechnet. Kumuliert lag das Vorsteuerergebnis nach 9 Monaten mit 9,05 Mio. EUR noch leicht über dem entsprechenden Vorjahreswert (8,76 Mio. EUR). Dank eines positiven Effektes bei der Steuerbelastung der zu einer Steuerquote von lediglich 11,4% führte (Vj.: 23,6%) lag das Nettoergebnis in Q3 mit 3,13 Mio. EUR (0,12 EUR je Aktie) auf Vorjahreshöhe (3,03 Mio. EUR). Für die ersten 9 Monate ergibt sich somit ein Anstieg des Nettoergebnisses um knapp 7% auf 6,8 Mio. EUR, wobei sich auch nicht mehr anfallende Verluste aus aufgegebenen Geschäftsbereichen positiv niederschlugen. In Summe lag das Nettoergebnis leicht über unseren Erwartungen.

### Übernahmen verhindern Umsatzminus in Q3

### Schwächelnde Nachfrage nach IT-Services belastet Ergebnis

# Aktuelle Geschäftsentwicklung

## Kernthemen

GFT

### Operativer Cashflow leicht verbessert

Der operative Cashflow, der bei GFT in den ersten drei Quartalen typischerweise negativ ist, konnte mit -0,4 Mio. EUR deutlich gegenüber dem Vorjahr verbessert werden (-1,8 Mio. EUR). Abzüglich der Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen und langfristige immaterielle Vermögenswerte verbesserte sich der freie Cashflow von -2,9 Mio. EUR auf -1,4 Mio. EUR. Die Auszahlungen für Übernahmen (Asymo und G2 Systems) in Höhe von 6,4 Mio. EUR wurde durch einen nahezu deckungsgleichen Verkauf von Finanzanlagen gegenfinanziert. Die liquiden Mittel (Zahlungsmittel + Finanzanlagen) reduzierten sich somit inklusive der 4 Mio. EUR gezahlten Dividenden von 37,7 Mio. EUR per 30.09.10 auf 28,2 Mio. EUR. Diesen Zahlungsmitteln stehen nach wie vor keine Bankverbindlichkeiten gegenüber, so dass die Nettoliquidität auch nach den beiden Akquisitionen noch mehr als 1 EUR je Aktie beträgt. Die Eigenkapitalquote verringerte sich aufgrund der gestiegenen Bilanzsumme auf etwa 58%. GFT kann somit auf unverändert gute Bilanzrelationen verweisen.

**Trotz Akquisitionen noch Nettoliquidität von mehr als 1 EUR je Aktie**

### Quartalszahlen im Überblick (Mio. EUR)

	Q3			9 Monate		
	2010	2011	Δ yoy	2010	2011	Δ yoy
<b>Resourcing</b>						
Umsatz	34,1	37,9	11%	92,6	121,4	31%
EBT	0,7	1,0	47%	1,5	2,7	73%
Marge	2,0%	2,6%		1,7%	2,2%	
<b>Services</b>						
Umsatz	29,9	28,0	-6%	86,1	86,3	0%
EBT	3,7	2,8	-23%	7,7	7,4	-4%
Marge	12,4%	10,1%		8,9%	8,6%	
<b>Konzern</b>						
Umsatz	64,1	66,1	3%	178,7	207,9	16%
EBITDA	4,2	3,8	-11%	9,1	9,5	4%
Marge	6,5%	5,7%		5,1%	4,6%	
EBIT	3,9	3,4	-12%	8,3	8,5	3%
Marge	6,1%	5,2%		4,6%	4,1%	
EBT	4,1	3,5	-14%	8,8	9,1	3%
Marge	6,4%	5,3%		4,9%	4,4%	
Net profit	3,0	3,1	3%	6,3	6,8	7%
Marge	4,7%	4,7%		3,5%	3,3%	
EPS (in EUR)	0,12	0,12		0,24	0,26	

Quelle: GFT, LBBW Research

# Finanzkennzahlen

## Gewinnperspektiven

GFT

### Guidance leicht reduziert

Die beiden Geschäftsfelder Services und Resourcing werden aufgrund der verschiedenen Geschäftsmodelle und Kundenstrukturen unterschiedlich auf die sich abzeichnende konjunkturelle Eintrübung reagieren, die Geschäftsentwicklung des Konzerns im Ganzen allerdings negativ beeinträchtigen.

Die starke Nachfrage nach freiberuflichen IT-Spezialisten im Bereich Resource Management sollte sich auch im letzten Quartal des laufenden Geschäftsjahres dank einer anhaltend guten Nachfrage aus dem Industriesektor nicht merklich abkühlen. Im Bereich Third Party Management hingegen ist durch die weitere Reduktion von Umsätzen mit einem Großkunden mit verminderten Umsätzen zu rechnen. Für 2012 entfällt durch diese Maßnahme ein Umsatz in diesem Bereich in Höhe von 50 Mio. EUR. Aufgrund der geringen Margen im TPM-Geschäft sollten sich die Ergebnisauswirkungen jedoch in engen Grenzen halten.

Die schon in Q3 spürbar gesunkene Investitionsbereitschaft der Finanzbranche dürfte auch in Q4/11 Einfluss auf die Umsatzentwicklung des Segments Services haben und zu einer merklich niedrigeren Auslastung führen, die nicht durch das Segment Resourcing oder die getätigten Übernahmen kompensiert werden dürfte. Daher hat das Management die Umsatzguidance für 2011 von bisher 275 Mio. EUR auf 270 Mio. EUR und das erwartete Ergebnis vor Steuern von bisher 13 Mio. EUR auf 11 Mio. EUR gesenkt.

Konträr zu der gesenkten kurzfristigen Prognose äußert sich das Management allerdings sehr zuversichtlich bezüglich der mittelfristigen Geschäftsentwicklung. Im Geschäftsjahr 2015 ist ein Umsatz von 500 Mio. EUR angestrebt. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum vom 16,7% pro Jahr auf Basis des für 2011 erwarteten Umsatzes von 270 Mio. EUR. Neben organischem Wachstum soll dies durch weitere Akquisitionen erreicht werden.

### Gewinnschätzungen angepasst

Folgende Faktoren haben eine Anpassung unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen für die GFT Technologies AG erforderlich gemacht:

- Die Umsatz- und Ergebniszahlen des dritten Quartals 2011 lagen etwas unter unseren Schätzungen.
- Das Management hat den Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr leicht gesenkt.
- Die vollständige Reduktion des TPM-Geschäfts mit einem Großkunden verringert die Umsatzbasis signifikant, hat aber keinen nennenswerten Einfluss auf das Ergebnis.
- Die jüngsten Akquisitionen wirken sich positiv auf die Umsatzmarge aus.

**TPM-Geschäft verliert an Bedeutung****Banken dürften kurzfristig weiter nur verhalten nachfragen**

# Finanzkennzahlen

## Gewinnperspektiven

GFT

### Schätzungen für 2011 an die Guidance angelehnt

Für das laufende Geschäftsjahr bzw. für das Q4/2011 haben wir unsere Schätzungen an die Guidance des Managements angelehnt. Während wir bisher von einem Umsatz von 280 Mio. EUR und einem Vorsteuerergebnis von 13,5 Mio. EUR ausgegangen waren, lautet unsere aktualisierte Prognose für den Umsatz 270 Mio. EUR und für das Ergebnis vor Steuern 11,1 Mio. EUR. Aufgrund einer niedrigeren von uns bisher erwarteten Steuerquote (24,3% nach bisher 29%) liegt das nun von uns erwartete Nettoergebnis von 8,4 Mio. EUR etwas weniger stark unter unserer bisherigen Schätzung von 9,6 Mio. EUR. Unsere Prognose für das Ergebnis je Aktie beträgt somit 0,32 EUR nach bisher 0,36 EUR. Da GFT mittelfristig weiterhin über Akquisitionen wachsen will und auch zum Zeitpunkt der nächsten Hauptversammlung noch erhebliche konjunkturelle Unsicherheiten bestehen sollten dürfte das Management wohl auf die bisher von uns erwartete Anhebung der Dividende verzichten (LBBWe: 0,15 EUR nach bisher 0,18 EUR).

### 2012 mit rückläufigem Umsatz aber steigendem Ergebnis

2012 wirkt sich im Segment Resourcing insbesondere die Beendigung des Geschäfts mit einem Großkunden im Bereich Third Party Management (TPM) negativ auf den Segmentumsatz aus. Laut Management entfällt hierdurch ein Umsatzbeitrag in Höhe von 50 Mio. EUR. Unseres Erachtens dürfte der Umsatz des Bereichs somit von 66 Mio. EUR in 2011 (LBBWe) auf noch 18 Mio. EUR absinken. Der zweite Bereich (Resource Management) hingegen sollte dank einer stabilen Nachfrage nach IT-Experten aus dem Industriesektor auch 2012 ein organisches Wachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich auf 95 Mio. EUR erzielen können. Da das wegfallende TPM-Geschäft lediglich eine EBT-Marge von deutlich unter 1% aufweisen dürfte, im Resource Management jedoch eine Marge von knapp 4% erwirtschaftet wird, sollte das Segmentergebnis trotz eines signifikanten Umsatzminus von 28% ein leicht steigendes EBT aufweisen können (LBBWe: 3,9 Mio. EUR nach 3,7 Mio. EUR).

Das Segment Services dürfte auch in 2012 von einer zurückhaltenden Nachfrage des Finanzsektors beeinflusst werden. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass gut  $\frac{3}{4}$  des Geschäftsvolumens mit Kernanwendungen der Kunden in Verbindung stehen und somit nicht ohne weiteres verschoben oder storniert werden können. In Verbindung mit der Erwartung einer leichten Erholung in H2 2012 sollte das Services Segment auf vergleichbarer Ebene eine stabile Umsatzentwicklung aufweisen können. Die Vorsteuerquote sollte unseres Erachtens um etwas 1 Prozentpunkt auf 6,5% fallen. Die beiden übernommenen Unternehmen Asymo und G2 Systems sollten 2012 in Summe mit etwa 25 Mio. EUR zum Konzernumsatz beitragen bei einer EBT Marge von etwa 12,5%. In der Summe rechnen wir somit für das Services Segment mit einem Umsatz von 135 Mio. EUR und einem Vorsteuerergebnis von 10,1 Mio. EUR. Bei einer unterstellten Steuerquote von 29% sollte das Ergebnis je Aktie 2012 somit auf 0,34 EUR ansteigen – 10 Cents weniger als wir bisher unterstellt hatten.

**Dividendenrendite 2011e > 5%****Resourcing mit stabiler Entwicklung****Übernahmen federn Margenrückgang ab****Leichter EPS-Anstieg in 2012 erwartet**

# Finanzkennzahlen

## Gewinnperspektiven

GFT

### Normalisierung des wirtschaftlichen Umfeldes führt zu Ergebnissprung

2013 sollte sich die Marge im Segment Services im Rahmen einer Normalisierung der Nachfrage aus dem Finanzsektor wieder verbessern und zusammen mit den Übernahmen aus 2011 eine Segment-Marge (EBT) von etwa 8% ermöglichen. Auf Basis des von uns für 2013 erwarteten Umsatzes von 145 Mio. EUR rechnen wir somit mit einem Segment-EBT von 11,6 Mio. EUR. Das Segment Resourcing dürfte 2013 u. a. durch die Ausweitung der Aktivitäten auf die Vermittlung von Ingenieuren bei Umsatz und Ergebnis weiter moderat zulegen können. Per Saldo rechnen wir für 2013 mit einem Konzernumsatz von 263 Mio. EUR und einem Ergebnis je Aktie von 0,39 EUR.

### Umsatz- und Ergebnisprognose - Eckdaten (Mio. EUR)\*

	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Segmente</b>					
<b>Resourcing</b>					
<b>TPM</b>					
Umsatz	64,1	66,5	66,0	18,0	18,0
Δ ggü. Vj.	-18,1%	3,7%	-0,7%	-72,7%	0,0%
EBT	0,3	0,4	0,4	0,1	0,1
Marge	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
<b>RM</b>					
Umsatz	61,3	65,3	90,0	95,0	100,0
Δ ggü. Vj.	-9,0%	6,5%	37,8%	5,6%	5,3%
EBT	2,4	2,6	3,2	3,8	4,0
Marge	3,9%	4,0%	3,6%	4,0%	4,0%
<b>Services</b>					
Umsatz	91,4	116,5	113,8	135,0	145,0
Δ ggü. Vj.	0,0%	27,5%	-2,3%	18,6%	7,4%
EBT	6,2	9,4	8,8	10,1	11,6
Marge	6,8%	8,1%	7,7%	7,5%	8,0%
<b>Konzern</b>					
Umsatz	216,8	248,3	270,0	248,2	263,2
Δ ggü. Vj.	-10,5%	14,5%	8,7%	-8,1%	6,0%
EBITDA	8,5	12,1	11,8	13,6	15,4
Marge	3,9%	4,9%	4,4%	5,5%	5,9%
EBIT	7,3	10,9	10,5	12,1	13,8
Marge	3,4%	4,4%	3,9%	4,9%	5,2%
EBT	7,9	11,6	11,1	12,6	14,4
Marge	3,6%	4,7%	4,1%	5,1%	5,5%
Net profit	4,7	7,8	8,4	8,9	10,2
Marge	2,2%	3,1%	3,1%	3,6%	3,9%
EPS (EUR)	0,18	0,30	0,32	0,34	0,39
Dividende (EUR)	0,10	0,15	0,15	0,30	0,20

Quelle: GFT, LBBW Research, \* Abweichungen zwischen Segment- und Konzernangaben durch Konsolidierungseffekte und aufgegebene Geschäftsbereiche

Aus der obigen Tabelle geht hervor, dass es GFT auch in dem extrem schwierigen Jahr 2009 gelang, in beiden Segmenten Gewinne zu erzielen. Daher rechnen wir auch für 2012 unter Einbeziehung der jüngst erworbenen Unternehmen nicht mit einem drastischen Margenverfall.

## Bewertung

### Berechnung Fairer Wert

GFT

Auf Basis unseres Discounted Cashflow-Modells haben wir einen faireren Wert je Aktie in Höhe von 4,40 EUR ermittelt. Da die Unsicherheiten durch den hohen Umsatzanteil von Kunden aus der Finanzbranche (66%) allerdings sehr hoch ist preisen wir darauf einen Abschlag von 10% ein. Dieser Wert stellt gleichzeitig (gerundet) unser neues Kursziel von 4 EUR für die GFT-Aktie dar (bisher 5 EUR).

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 11,5% auf 11,9% erhöht. Zusammen mit unseren reduzierten Schätzungen hat sich der faire Wert um etwa 10% auf 4,40 EUR reduziert.

Da aktuell insbesondere Unternehmen aus dem Finanzsektor in einem sehr schwierigen Umfeld agieren, diese aber gleichzeitig mit einem Umsatzanteil von 66% die größte Abnehmergruppe von GFT darstellen bleibt zumindest die Entwicklung der nächsten Quartale mit einer erhöhten Unsicherheit belastet. Niemand kann aktuell zuverlässig prognostizieren wann die Finanzbranche wieder zu einem normalen Investitionsverhalten zurückkehrt. Wir tragen diesem Umstand in Form eines 10%igen Discounts auf den fairen Wert der GFT-Aktie Rechnung, der somit (gerundet) 4 EUR beträgt und gleichzeitig auch unser neues Kursziel darstellt (bisher 5 EUR).

Die aktuelle Marktbewertung von GFT (etwa 69 Mio. EUR) liegt etwa 7% unter dem Eigenkapital zum 30.09.2011. Dies wäre unseres Ermessens nur gerechtfertigt, wenn ein Abrutschen in die Verlustzone zu erwarten wäre. Aufgrund des stabilen Geschäftsmodells von GFT, realistischer Wachstumschancen (organisch und via Akquisitionen) und dem hohen Anteil von IT-Services die Kernbankaktivitäten betreffen halten wir ein solches Szenario jedoch für äußerst unwahrscheinlich.

**Fairer Wert inkl. Discount bei 4 EUR**

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

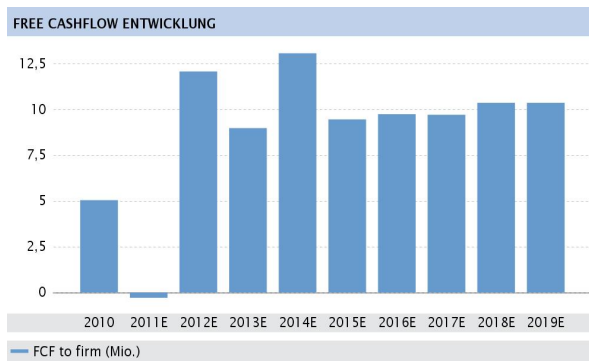
## Bewertung DCF-Modell

GFT

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	1,8 %	Steady State Jahr	2019
Risikoprämie	7,2 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	1,4	EBIT-Marge	4,5 %
Eigenkapitalkosten	11,9 %	Abschreibungsquote	0,6 %
Fremdkapitalkosten	3,4 %	Investitionsquote	0,6 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	100,0 %	Net Working Capital-Quote	1,3 %
WACC (in %)	11,9 %	CAGR Umsatz 2010 bis 2019	3,4 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Umsatz	248,3	270,0	248,2	263,2	279,0	295,7	310,5	322,9	332,6	336,0
Wachstum yoy		8,8 %	-8,1 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	11,0	10,5	12,1	13,8	13,9	14,2	14,6	14,5	15,0	15,1
EBIT-Marge	4,4 %	3,9 %	4,9 %	5,2 %	5,0 %	4,8 %	4,7 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
- Steuern auf das EBIT	3,2	2,6	3,5	4,0	4,2	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5
Steuerquote	28,6 %	24,3 %	29,0 %	29,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
= NOPAT	7,9	7,9	8,6	9,8	9,8	9,9	10,2	10,2	10,5	10,6
+ Abschreibungen	1,2	1,3	1,5	1,6	1,5	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0
Abschreibungsquote	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
- Investitionen (CAPEX)	1,7	1,8	1,9	1,7	2,0	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0
in % vom Umsatz	0,7 %	0,6 %	0,8 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
NWC	2,9	10,7	6,8	7,5	3,6	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4
in % vom Umsatz	1,2 %	4,0 %	2,7 %	2,9 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
delta NWC		7,8	-3,9	0,7	-3,9	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0
Rückstellungen	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8
in % vom Umsatz	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
delta Rückstellungen		0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2
FCF to firm	5,1	-0,3	12,1	9,0	13,1	9,5	9,8	9,7	10,4	10,4
in % vom Umsatz	2,0 %	-0,1 %	4,9 %	3,4 %	4,7 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %	3,1 %	3,1 %
Discounted free cashflow	n.a.	-0,3	10,7	7,1	9,2	6,0	5,5	4,9	4,7	4,2

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	47,8
+ Barwert Terminal Value	42,9
= Enterprise Value	90,7
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	47,3 %
- Nettofinanzverschuldung	-25,0
- Anteile Dritter	0,0
- Pensionsrückstellungen	0,5
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	0,4
= Marktkapitalisierung	115,6
/ Anzahl Aktien (Mio.)	26,33
= Wert je Aktie (EUR)	4,39



# Anhang

## Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

GFT

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e	CAGR 09-13E
<b>Umsatz</b>	<b>216,8</b>	<b>248,3</b>	<b>270,0</b>	<b>248,2</b>	<b>263,2</b>	
Wachstum yoy		14,5 %	8,8 %	-8,1 %	6,0 %	4,97 %
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>216,8</b>	<b>248,3</b>	<b>270,0</b>	<b>248,2</b>	<b>263,2</b>	
Wachstum yoy		14,5 %	8,8 %	-8,1 %	6,0 %	4,97 %
Materialaufwand	-130,4	-142,1	-158,0	-128,0	-135,0	
<b>Rohertrag</b>	<b>86,4</b>	<b>106,2</b>	<b>112,0</b>	<b>120,2</b>	<b>128,2</b>	
Wachstum yoy		23,0 %	5,5 %	7,3 %	6,7 %	10,38 %
Personalaufwand	-62,5	-76,5	-81,0	-87,0	-92,0	
Sonstige betriebliche Erträge	2,0	3,5	3,8	4,0	4,0	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,25	-21,04	-23,00	-23,60	-24,80	
<b>Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung</b>	<b>8,54</b>	<b>12,22</b>	<b>11,80</b>	<b>13,60</b>	<b>15,40</b>	
Wachstum yoy		43,0 %	-3,4 %	15,3 %	13,2 %	15,87 %
Abschreibungen	-1,2	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6	
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)</b>	<b>7,34</b>	<b>11,02</b>	<b>10,50</b>	<b>12,10</b>	<b>13,80</b>	
Wachstum yoy		50,2 %	-4,7 %	15,2 %	14,0 %	17,11 %
Finanzergebnis	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	
<b>Vorsteuerergebnis (EBT)</b>	<b>7,86</b>	<b>11,55</b>	<b>11,10</b>	<b>12,60</b>	<b>14,40</b>	
Wachstum yoy		47,0 %	-3,9 %	13,5 %	14,3 %	16,35 %
Ertragsteuern	-1,67	-3,30	-2,70	-3,65	-4,18	
Ertragsteuersatz	21,3 %	28,6 %	24,3 %	29,0 %	29,0 %	
<b>Ergebnis nach Steuern (EAT)</b>	<b>6,19</b>	<b>8,25</b>	<b>8,40</b>	<b>8,95</b>	<b>10,22</b>	
Wachstum yoy		33,3 %	1,9 %	6,5 %	14,3 %	13,39 %
Minderheiten	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<b>Nettoergebnis</b>	<b>4,74</b>	<b>7,77</b>	<b>8,40</b>	<b>8,95</b>	<b>10,22</b>	
Wachstum yoy		64,0 %	8,1 %	6,5 %	14,3 %	21,18 %
Durchschnittliche Aktienanzahl	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,18</b>	<b>0,30</b>	<b>0,32</b>	<b>0,34</b>	<b>0,39</b>	
Dividende je Aktie	0,10	0,15	0,15	0,30	0,20	

Quelle: GFT, LBBW Research

# Anhang

## Finanzkennzahlen: Bilanz

GFT

BILANZ (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Summe Aktiva</b>	<b>113,4</b>	<b>128,6</b>	<b>128,3</b>	<b>133,5</b>	<b>137,7</b>
Sachanlagen	2,2	2,7	3,0	3,3	3,4
Geschäfts- oder Firmenwert	20,4	20,4	26,4	26,4	26,4
Übrige immaterielle Vermögenswerte	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7
Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	5,8	4,9	4,9	4,9	4,9
Sonstige Finanzanlagen	0,3	13,1	6,1	6,1	6,1
Sonstiges Anlagevermögen	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Anlagevermögen</b>	<b>29,8</b>	<b>42,2</b>	<b>41,6</b>	<b>42,0</b>	<b>42,1</b>
Liquide Mittel	35,5	26,2	23,5	31,2	30,1
Forderungen aus Lief. und Leist. und sonst. Vermögensgegen.	41,8	54,8	58,0	55,0	60,0
Wertpapiere	2,6	3,3	3,3	3,3	3,3
Sonstige Ford. und Vermögenswerte	1,7	2,1	1,9	2,0	2,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>83,6</b>	<b>86,4</b>	<b>86,7</b>	<b>91,5</b>	<b>95,6</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>113,4</b>	<b>128,6</b>	<b>128,3</b>	<b>133,5</b>	<b>137,7</b>
Grundkapital	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3
Kapitalrücklagen	50,7	52,4	52,4	52,4	52,4
Gewinnrücklagen	-11,0	-7,5	-3,1	1,1	0,8
Sonstige Veränderungen im Eigenkapital	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Eigenkapital</b>	<b>65,8</b>	<b>71,3</b>	<b>75,7</b>	<b>79,9</b>	<b>79,6</b>
Langfristige Pensionsrückstellungen	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Passive latente Steuern	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Sonstige Rückstellungen	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist. und sonst. Verbindlich.	23,3	27,9	23,0	22,0	26,0
Sonstige Finanzverbindlichkeiten	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Kurzfristige Rückstellungen	13,6	18,2	19,2	20,7	20,7
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	6,1	7,9	7,0	7,5	8,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>45,7</b>	<b>55,2</b>	<b>50,5</b>	<b>51,5</b>	<b>56,0</b>

Quelle: GFT, LBBW Research

# Anhang

## Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

GFT

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Ergebnis nach Steuern (EAT)	6,2	8,2	8,4	8,9	10,2
Abschreibungen	1,2	1,2	1,3	1,5	1,6
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	-0,4	0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	1,8	-2,4	-7,8	3,9	-0,7
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cash-flow</b>	<b>6,6</b>	<b>7,3</b>	<b>1,9</b>	<b>14,3</b>	<b>11,1</b>
Wachstum yoy		11,6 %	-73,8 %	647,0 %	-22,5 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-0,8	-1,7	-1,8	-1,9	-1,7
Abgänge/Desinvestitionen	8,3	1,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-7,5	-14,5	-0,2	0,0	0,0
<b>Cash-flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,7</b>	<b>-14,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,7</b>
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	-136,2 %	n.m.
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	-2,6	-2,6	-3,9	-4,7	-10,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-8,5	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	8,5	-0,2	0,0	0,0	n.a.
<b>Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-10,5</b>
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Veränderung in den liquiden Mitteln	2,5	-10,0	-4,0	7,7	-1,1
Liquide Mittel am Periodenbeginn	33,0	35,5	25,5	21,5	29,2
Liquide Mittel am Periodenende	35,5	25,5	21,5	29,2	28,1
<b>Freier Cash-flow</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>	<b>0,1</b>	<b>12,4</b>	<b>9,4</b>
<b>Cash Earnings pro Aktie</b>	<b>0,22</b>	<b>0,34</b>	<b>0,37</b>	<b>0,40</b>	<b>0,45</b>

Quelle: GFT, LBBW Research

# Anhang-1

1/1

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

## LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

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

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

<b>Kaufen:</b>	54,1%
<b>Verkaufen:</b>	5,7%
<b>Halten:</b>	38,8%
<b>Unter Beobachtung:</b>	0,5%
<b>Ausgesetzt:</b>	1,0%

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

