



05. Juni 2008

Institutional Equity Research

Company

Report

# GFT

Rating

Kaufen (neu)

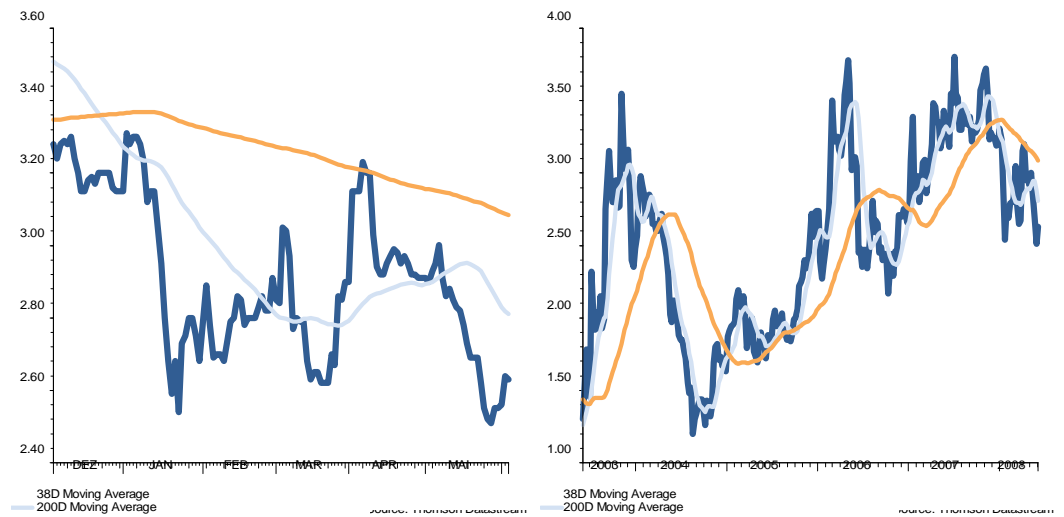
## Aufnahme der Coverage

Fokussierte IT-Dienstleistungen mit internationaler Reichweite ▶

Vermittlung von IT-Experten trifft auf rege Nachfrage ▶

Rollout der E-Mail Archivierungs-Applikation „inboxx“ ▶

Ersteinstufung der Aktie mit Kaufen, Kursziel 3,40 € ▶





## Kaufen

**Kursziel: 3,40 €**

Kurs: 2,63 €

4.6.2008

Schlusskurs

Letztes Rating/ Kursz.:

n.a. / n.a. €

Letzte Analyse:

n.a.

S&P-Rating: n.a.

Technologie

Anzahl Aktien:

26,3 Mio.

Marktkapitalisierung:

69,2 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,12 %

Beta: 1,25

Rechnungslegung:

IFRS

Kalender: HV

am 11.06.2008

Dividende 2008e: 0,10

ISIN: DE0005800601

Bloomberg: GFT GR

Reuters: GFTG.DE

**Thomas Hofmann**

Diplom-Kaufmann, CEFA

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-42775

Thomas.Hofmann@LBBW.de

### Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

[www.LBBW.de](http://www.LBBW.de)

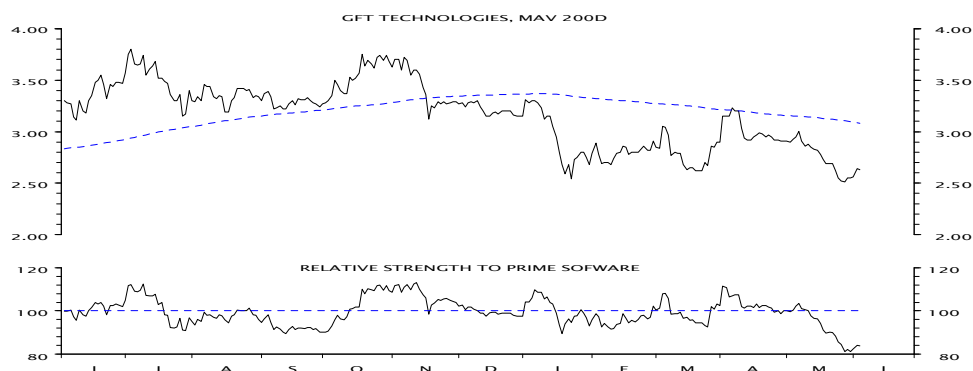
## GFT

05.06.2008

GFT ist hauptsächlich in den Bereichen IT-Services und IT-spezifische Personalvermittlung mit zum Teil führender Marktstellung tätig. Darüber hinaus besitzt GFT mit der Software „inboxx“ weiteres Wachstumspotenzial, wobei dem Segment (noch) eine eher untergeordnete Bedeutung zukommt. Unser positiver Gesamteindruck spiegelt sich im Kurs der Aktie nicht wider, weshalb wir die Coverage mit einem Kaufen-Rating aufnehmen. Das Kursziel von „nur“ 3,40 € reflektiert insbesondere die hohe Bedeutung der Banken als Kundengruppe von GFT.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2007	0,33	n.a.	0,3	5,6	8,0
2008e	0,29	n.a.	0,2	4,2	9,1
2009e	0,32	n.a.	0,2	3,8	8,2
2010e	0,39	n.a.	0,2	3,2	6,7

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto-
					ergebnis Mio. €
2007	247,1	13,2	11,8	4,8 %	8,6
2008e	255,0	11,9	10,3	4,0 %	7,7
2009e	270,0	13,0	11,3	4,2 %	8,5
2010e	290,0	15,5	13,6	4,7 %	10,2



### Stenogramm

- + Strategische Positionierung als Partner für den Finanzsektor
- + Hohe Nachfrage nach freiberuflichen IT-Experten
- + Langjährige Expertise
- Free float < 50 Mio. €
- Hohe Bedeutung von Kunden aus der Finanzbranche
- Software-Segment noch mit Verlusten

**Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie.**

## **Ansprechpartner**

### **Equity Research +49 711 127 -**

#### **Head of Institutional Equity Research**

Dr. Stefan Steib, CFA – 42662  
Stefan.Steib@LBBW.de

#### **Head of Sector Analysis I**

Jürgen Graf – 74114  
Juergen.Graf@LBBW.de

#### **Head of Sector Analysis II**

Alexander Groschke, CBA – 42712  
Alexander.Groschke@LBBW.de

#### **Head of Strategy**

Michael Köhler, CEFA – 42664  
Michael.Koehler@LBBW.de

### **Equity Sales +49 711 127 -**

#### **Head of Equity Sales**

Uwe Müller-Kasporick - 25050  
Uwe.Mueller-Kasporick@LBBW.de

#### **Institutional Sales**

Manfred Kuntzsch – 25070  
Manfred.Kuntzsch@LBBW.de

#### **Institutional Client Management**

Felix von Lewinski – 25022  
Felix.vonLewinski@LBBW.de

### **Derivatives Sales +49 711 127 -**

#### **Head of Derivatives Sales**

Jan Krüger – 25110  
Jan.Krueger@LBBW.de

#### **Derivatives Sales Institutionals**

Florian Neuber – 25095  
Florian.Neuber@LBBW.de

#### **Verbund Sales Trading**

Ralf Schiller – 25060  
Ralf.Schiller@LBBW.de

#### **Institutional Sales Trading**

Andreas Schwarz – 25065  
Andreas.Schwarz@LBBW.de

#### **UK Equity Sales**

Quentin Paterson - +44-20/7826-8158  
Robert Winterton - +44-20/7826-8159  
Marcus Wüsten - 25069

#### **Derivatives Marketing**

Oliver Gerst – 25120  
Oliver.Gerst@LBBW.de

#### **Derivatives Product Management**

Volker Honold – 25008  
Volker.Honold@LBBW.de

## Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	6
SWOT-Profil	7
Bewertung	8
Empfehlung	12
Unternehmensprofil	13
Markt und Wettbewerb	19
Unternehmensstrategie	22
Das Unternehmen in Zahlen	23
Anhang	32

## Executive Summary

- Die GFT Technologies AG kann auf eine über 20jährige Historie verweisen. Der Mitgründer Ulrich Dietz steht als Vorstandsvorsitzender und Großaktionär für Kontinuität bei Management und Aktionärsstruktur.
- 2007 generierte GFT mit knapp 1.100 Mitarbeitern einen Umsatz von 247 Mio. € (+ 42,3%), wobei der Löwenanteil in Europa (> 90%) erwirtschaftet wurde. Geschäftsspezifisch liegt die operative Marge nur im mittleren einstelligen Prozentbereich, bezogen auf das durchschnittliche Eigenkapital betrug die Rendite in 07 allerdings weitaus erfreulichere 16,1%. Die Bilanz von GFT weist per Ende März eine Eigenkapitalquote von 55% auf, die Nettoliquidität beträgt 19,7 Mio. € bzw. 0,75 € je Aktie.
- GFT erbringt IT- (Umsatzanteil 2007 41%) und Personal-Dienstleistungen (57%) und erstellt eigene Software-Anwendungen (2%), wobei die Personal-Dienstleistungen in die Vermittlung von IT-Experten (Resourcing) und das IT-Lieferantenmanagement (Third Party Management) unterteilt sind.
- Die IT-Dienstleistungen von GFT sind fokussiert auf die Bedürfnisse von Finanzdienstleistern und Logistikunternehmen die dank internationaler Entwicklungszentren auf wettbewerbsfähige Near- und Offshore-Entwicklungsleistungen zugreifen können. Das Wachstum erhält durch die enge Partnerschaft mit ausgewählten Software-Unternehmen zusätzliche Dynamik. Aktuell leidet das Segment allerdings unter der abwartenden Investitionstätigkeit der Finanzdienstleister, zudem besteht hier eine hohe Abhängigkeit von einem Großkunden. Längerfristig haben wir jedoch keine Zweifel, dass die IT-Nachfrage dieser Branche wieder an Fahrt gewinnen wird.
- Die Angebotslücke im deutschen und europäischen Markt für IT-Experten spiegelt sich ungeschmälert in der Entwicklung des Resourcing-Segments wieder. Zudem profitiert GFT hier von der zunehmenden Verbreitung flexibler Personaleinsatzplanung sowie der wachsenden Bereitschaft zur Auslagerung des IT-Lieferantenmanagements.
- Das Segment Software besitzt aktuell eine untergeordnete Bedeutung für den GFT-Konzern, die inboxx-Software könnte sich angesichts der rasant ansteigenden Bedeutung der Archivierung von elektronischen Dokumenten allerdings zum Wachstumsmotor für GFT entwickeln.
- Nach einer von uns prognostizierten Ergebnisdelle im laufenden Geschäftsjahr wird GFT unseres Erachtens schon 2009 und auch darüber hinaus wieder zweistellige Ergebniszuwächse erzielen können.
- Aktuell wird unseres Erachtens ein Worst case-Szenario bei GFT eingepreist. Wir können uns diesem Szenario aus folgenden Gründen nicht anschließen:
  - **Die längerfristigen Verträge federn die Nachfrageschwäche ab**
  - **GFT kann dank einer flexiblen Kostenstruktur schnell gegensteuern**
  - Partnerschaft mit der Software AG bringt zusätzliches Wachstum
  - Resourcing-Segment kompensiert Schwäche bei IT-Services
- Auch bei vorsichtigen Prognoseparametern ist die GFT-Aktie nach allen unseren Bewertungsansätzen deutlich unterbewertet. Wir halten auch bei Einbeziehung eines Risikoabschlags ein Kursziel von 3,40 € für realistisch und stufen die Aktie daher im Rahmen unserer Initial Coverage mit Kaufen ein.

## SWOT-Profil

### Stärken

- Near- und Offshore-Entwicklungsstandorte als Wettbewerbsvorteil
- Marktführende Stellung in Kernbereichen
- IT-Fachkräftemangel und steigender Trend zur flexiblen Personaleinsatzplanung kommt GFT zugute
- Währungseinfluss vernachlässigbar
- Sehr solide Bilanzstruktur

### Schwächen

- Hohe Abhängigkeit von Finanzdienstleistungsbranche
- Hohe Abhängigkeit von einzelnen Kunden
- Auswirkungen der Subprime-Krise im Zahlenwerk spürbar

### Chancen

- Hohes Potenzial durch Partnerschaften mit namhaften Software-Herstellern
- „inboxx“ könnte zum Wachstumstreiber avancieren
- Akquisitorisches Umfeld aktuell eher günstig
- Reduzierter Einsatz von Freelancern könnte Margendruck bei schwierigerem Geschäftsverlauf entschärfen

### Risiken

- Die hohe Abhängigkeit von einzelnen Kunden könnte im Worst Case drastische Umsatzverluste zur Folge haben
- Sollte sich die Krise auf den Kreditmärkten noch ausweiten sind u. E. kundenseitig branchenweite Investitionsstopps nicht auszuschließen
- Trotz intensiver Marketingmaßnahmen könnte der Launch von inboxx nicht gelingen bzw. zeitlich auf eine mögliche Investitionsverweigerung auf Kundenseite treffen

## Bewertung

### Multiplikatorbewertung

Für das Geschäftsmodell der GFT Technologies gibt es in dieser Zusammensetzung unseres Wissens keinen direkten Wettbewerber. Vor diesem Hintergrund haben wir zur Ableitung eines fairen Wertes einen Sum of the parts-Ansatz (SOTP) gewählt. Dabei werden die einzelnen Segmente mit den sich aus der jeweiligen Peer group ergebenden Multiplikatoren bewertet und anschließend addiert, so dass sich aus der Summe der einzelnen Teile ein fairer Wert für das Gesamtunternehmen ergibt.

Wir haben bei der Bewertung die Segmente Software und Services aus drei Gründen zusammengefasst: a) das Softwaresegment von GFT ist für die Gesamtbeurteilung relativ unbedeutend, b) das Segment befindet sich im Beobachtungszeitraum noch in der Verlustzone bzw. Break even was eine eigenständige Peer group-Bewertung stark verzerren würde und c) auch andere IT-Service-Unternehmen vertreiben zum Teil eigene Softwareapplikationen. Bei der Bewertung des Resourcing Segments mussten wir komplett auf ausländische Unternehmen zurückgreifen, die zum Teil deutlich größer und auch margenstärker sind als GFT in diesem Segment ist. Daher haben wir bei den rentabelsten Unternehmen auf die Einbeziehung der Umsatzmultiples verzichtet, da dies den Unternehmenswert von GFT unseres Erachtens ungerechtfertigt gepusht hätte. Auf dieser Basis haben wir für die GFT-Aktie folgenden fairen Wert abgeleitet (die Details der Multiplikatorenbewertung befinden sich im Anhang):

		EV/Umsatz		EV/EBITDA	
		08e	09e	08e	09e
<b>IT-Service/Software</b>	PeerGroup Multiples	0,41	0,39	4,70	4,17
	GFT Services/Software (Mio. €, LBBWe)	103,6	113	6,7	7,6
	<b>EV Services/Software (Mio. €)</b>	<b>42,7</b>	<b>43,6</b>	<b>31,5</b>	<b>31,8</b>
<b>Resources</b>	Peer group Multiples	0,34	0,32	6,20	5,91
	GFT Resources (Mio. €, LBBWe)	151,4	157	5,0	5,3
	<b>EV Resources (Mio. €)</b>	<b>51,2</b>	<b>50,1</b>	<b>31,0</b>	<b>31,5</b>
	Enterprise Value - Mittelwerte (Mio. €)	<b>93,9</b>	<b>93,7</b>	<b>62,5</b>	<b>63,3</b>
	<b>Enterprise Value GFT (Mio. €)</b>	<b>78,3</b>			
	<b>Nettoliquidität (Mio. €)</b>	<b>19,7</b>			
	<b>Fair Value des Eigenkapitals (Mio. €)</b>	<b>98,0</b>			
	<b>Fair Value je Aktie (in €)</b>	<b>3,73</b>			

Quelle: JCF, LBBW

Aus dem Multiplikatorenvergleich haben wir somit einen fairen Wert der GFT-Aktie von 3,75 € ermittelt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass vor allem die Vergleichsunternehmen aus der Gruppe der Personaldienstleister in den letzten Monaten zum Teil kräftige Kursverluste und auch Bewertungsabschläge hinnehmen mussten. In der Regel korreliert der Geschäftsverlauf dieser Unternehmen sehr stark mit der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung, so dass sich hier die befürchteten Folgewirkungen der Subprime-Krise schon sehr deutlich bemerkbar gemacht haben. Dies gilt für die Resourcing-Sparte von GFT aufgrund der Spezialisierung auf IT-Fachkräfte nicht bzw. bei weitem nicht in dem Ausmaß. Vor diesem Hintergrund halten wir den aus dem Multiplikatorenvergleich ermittelten Wert von 3,80 € für einen eher konservativen Ansatz, der jedoch immer noch

SOP-Ansatz trägt Geschäftsmodell Rechnung

Fairer Wert gemäß SOTP bei 3,75 €

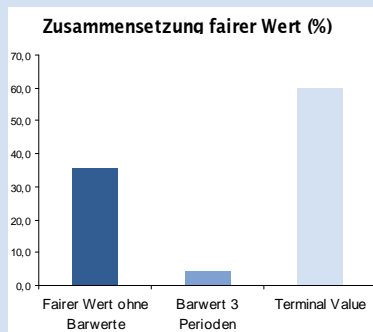
deutlich über dem aktuellen Börsenkurs liegt.

## Shareholder value-Bewertung

Ein Unternehmen schafft Wert für die Aktionäre, wenn der Return auf das eingesetzte Kapital (ROCE) dessen Opportunitätskosten (WACC) übersteigt. Die Differenz bezeichnen wir als Wertschöpfung (ROCE>WACC) bzw. Wertvernichtung (ROCE<WACC). Der Barwert der zukünftigen Wertschöpfung zuzüglich des investierten Vermögens (Capital employed), abzüglich der Verbindlichkeiten stellt den fairen Wert des Eigenkapitals dar. Verdient ein Unternehmen exakt seine Kapitalkosten (Wertschöpfung gleich Null), sollte finanztheoretisch der faire Wert des Eigenkapitals dem Wert des (schuldenfreien) investierten Vermögens entsprechen.

Wir verwenden ein dreiphasiges Modell, um den erwarteten Geschäftsverlauf besser abbilden zu können. 2008 bis 2010 ist unsere Detailplanungsperiode. Ab 2011 beginnt unsere mittelfristige Periode und erstreckt sich über einen Zeitraum von 5 Jahren. Die Wachstums- und Renditeprognosen orientieren sich in dieser Phase stark an der aktuellen Entwicklung, sofern dem keine unternehmensspezifischen Gründe entgegenstehen. Die Prognoseparameter der sich daran anschließenden langfristigen Periode orientieren sich stärker an den gesamtwirtschaftlichen Gegebenheiten.

**Barwert der Wertschöpfung +  
Investiertes Vermögen ergibt  
fairen Wert von 5,80 €**



### Bewertung (Wertschöpfungsanalyse)

	Mio €
<b>Barwerte</b>	
12/2008e	2
12/2009e	2
12/2010e	3
Terminal / Continuing value	89
<b>Summe künftiger Wertschöpfung</b>	<b>95</b>
Capital employed (12/2007)	67
<b>Fairer Wert (EK + FK)</b>	<b>162</b>
Adjustierungsfaktor	1,04
Fairer aktueller Wert (EK + FK)	168
Verbindlichkeiten (12/2007)	(14)
<b>Fairer Wert des Eigenkapitals</b>	<b>154</b>
Marktkapitalisierung	66
<b>Abschlag (%)</b>	<b>57</b>
<b>Fair value je Aktie (€)</b>	<b>5,8</b>

### Modellparameter

Mittelfristig (2011 - 2018)	
ROCE (%)	15,0
WACC	8,7
Wachstum Capital employed (%)	9,0
Langfristig (ab 2019)	
ROCE (%)	12,0
WACC	8,7
Wachstum Capital employed (%)	5,0

	12/2006 Mio €	12/2007 Mio €	12/2008e Mio €	12/2009e Mio €	12/2010e Mio €
<b>Wertschöpfung (Economic value added)</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	5	10	9	9	11
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern*	(5)	(5)	(7)	(7)	(7)
<b>Wertschöpfungs-Marge (%)</b>	<b>1,4</b>	<b>7,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,7</b>
ROCE (%)	10,4	16,8	12,7	12,8	14,0
Gewichteter Kapitalkostensatz nach Steuern* (%)	9,0	9,4	9,9	9,4	9,4
* Werte des Vorjahres					
<b>Wachstum des Capital employed (%)</b>	<b>15,6</b>	<b>14,3</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>9,1</b>

Auf Basis eines mittel-/langfristigen Return on Capital employed von 15 bzw. 12% und eines erwarteten Wachstum des CE von 9% bzw. 5% p.a. ergibt sich ein fairer Wert der GFT-Aktie von 5,8 €, der um etwa 120% über der aktuellen Bör-

## Unterbewertung bleibt auch bei konservativen Annahmen erhalten

senbewertung liegt. Dieses auf den ersten Blick sehr optimistische Bewertungsergebnis verhält sich jedoch sehr stabil hinsichtlich einer Veränderung der Bewertungsparameter. Selbst bei deutlicher Variation unserer Zins- und Rentabilitätsannahmen ergibt sich ein fairer Wert, der im Worst case immer noch sehr deutlich über dem aktuellen Kursniveau liegt. Sinkt z.B. die langfristig zu erwartende Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) von 12 auf nur noch 10%, dann reduziert sich der faire Wert der GFT-Aktie c.p. um 24% auf 4,4 €, womit der aktuelle Börsenkurs immer noch um 67% übertroffen wird.

## Sensitivitäts-Analyse

### Zinssensitivitäts-Analyse

Fairer Wert nach Zinsänderung	LBBW								
Kapitalmarktzins (%)	3,00	3,25	3,50	3,75	4,00	4,25	4,50	4,75	5,00
WACC (%)	7,8	8,0	8,3	8,5	8,7	8,9	9,2	9,4	9,6
Fairer Wert je Aktie (€)	8,1	7,4	6,8	6,3	5,8	5,4	5,1	4,8	4,5

### ROCE-Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert in Abhängigkeit vom mittelfristigen ROCE	LBBW								
Mittelfristiger ROCE (%)	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Fairer Wert je Aktie (€)	5,1	5,3	5,5	5,7	5,8	6,0	6,2	6,4	6,6

Fairer Wert in Abhängigkeit vom langfristigen ROCE	LBBW								
Lfr. ROCE (%)	10	10,5	11	11,5	12	12,5	13	13,5	14
Fairer Wert je Aktie (€)	4,4	4,8	5,1	5,5	5,8	6,2	6,5	6,9	7,2

Quelle: LBBW

## Discounted Cashflow-Bewertung

Zur breiteren Abstützung der Bewertung haben wir GFT zusätzlich zur Shareholder value-Bewertung auch anhand des freien Cash flows bewertet. Unser DCF-Bewertungsmodell basiert ebenfalls auf drei Prognosephasen. Für den Zeitraum von 2008 bis 2010 liegen konkrete Planungen der Cashflows zugrunde. In der Phase zwei, die von 2011 bis 2017 reicht, haben wir die Prognose der freien Cashflows auf Basis von Werttreibern ermittelt. Ab 2018 rechnen wir für die Mittelzuflüsse mit einer Terminal growth rate von 1,0%, wobei wir auch hier eine eher vorsichtige langfristige Wachstumsannahme unterstellt haben.

DCF-Modell - Annahmen	
Risikoloser Zins	4,0%
Marktrisikoprämie Aktien	5,1%
Beta-Faktor	1,25
Eigenkapitalkosten	10,4%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	4,9%
Ziel-Eigenkapitalquote	90%
WACC	9,8%
Terminal growth rate	1,0%

Quelle: LBBW

Ermittlung des Werts (Mio. €)	
Barwert Free Cashflow Planungsjahre	71,7
+ Barwert Terminal Value	63,9
<b>= Enterprise Value</b>	<b>135,6</b>
Anteil des TV am Enterprise Value	47,1%
- Nettoverschuldung	-20,6
- Anteile Dritter	0,0
- Pensionsrückstellungen	0,9
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
= Marktwert Eigenkapital	155,3
/ Anzahl Aktien	26,3
<b>= Fairer Wert (DCF) je Aktie (€)</b>	<b>5,9</b>

Quelle: LBBW

## DCF-Bewertung ergibt fairen Wert von 5,90 €

Per Saldo erhalten wir auch nach dem DCF-Verfahren einen fairen Wert je GFT-Aktie der mit 5,9 € deutlich über dem aktuellen Kurs liegt.

Reduktion des langfr. ROCE um 200 BP führt zu Fair value von 4,4 €

Free Cashflow (Mio. €)	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	255,2	270,0	290,0	307,4	325,8	345,4	366,1	388,1	411,4	431,9
Wachstum (yoy)	3,2%	5,8%	7,4%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%
<b>EBIT</b>	10,3	11,3	13,6	15,4	16,3	17,3	18,3	19,4	20,6	19,4
EBIT-Marge	4,0%	4,2%	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,5%
- EE-Steuern auf das EBIT	3,1	3,4	4,1	4,6	4,9	5,2	5,5	5,8	6,2	5,8
Steuerquote	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
+ Abschreibungen	1,6	1,7	1,9	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9	3,5
vom Umsatz	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%
Rückstellungen	18,1	19,9	22,2	23,4	24,4	24,9	25,6	27,2	28,8	30,2
vom Umsatz	7,1%	7,4%	7,7%	7,6%	7,5%	7,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
+ Delta Rückstellungen	2,1	1,8	2,3	1,2	1,1	0,4	0,8	1,5	1,6	1,4
<b>= Operating Cashflow</b>	10,9	11,4	13,7	14,1	14,8	14,9	16,1	17,8	18,9	18,5
- Investitionen	1,9	2,1	2,3	2,5	2,6	2,8	2,9	3,1	3,3	3,5
vom Umsatz	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Net Working Capital	11,5	11,1	12,4	13,5	14,7	15,5	16,5	17,5	18,5	19,4
vom Umsatz	4,5%	4,4%	4,3%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
- Delta Net Working Capital	0,0	0,5	1,4	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9
<b>= Free Cashflow</b>	9,0	8,8	10,0	10,5	11,0	11,3	12,3	13,7	14,6	14,1
<b>Present Value</b>	8,5	7,6	7,9	7,5	7,2	6,7	6,6	6,7	6,5	5,7

Quelle: LBBW

Ebenso wie bei der Bewertung nach unserem Shareholder value-Modell ergibt sich bei der DCF-Methode auch bei deutlich vorsichtigeren Annahmen hinsichtlich WACC oder Terminal growth rate ein fairer Wert, der immer noch signifikant über dem aktuellen Börsenkurs liegt:

Fairer Wert nach DCF ebenfalls gut nach unten abgesichert

DCF-Bewertung Sensitivitätsanalyse		WACC		
		8,8%	9,8%	10,8%
	0,5%	6,2	5,8	5,4
Terminal growth rate	1,0%	6,3	5,9	5,5
	1,5%	6,5	6,0	5,7

Quelle: LBBW

Langfristig Kurspotenzial von über 100%

FAZIT: Auf Basis unserer absoluten Bewertungsmodelle erhalten wir einen fairen Wert der GFT-Aktie von knapp 6 €. Verglichen mit dem aktuellen Börsenkurs von 2,63 € entspricht dies einem langfristigen Potenzial von über 100%!

**Unsicherheit über weitere  
konjunkturelle Entwicklung**

**Fokussierung auf Finanz-  
dienstleister rechtfertigt ak-  
tuell Bewertungsabschlag**

**Worst case Szenario  
unrealistisch**

## Empfehlung

Aus den sich stärker an langfristigen Aspekten orientierenden absoluten Bewertungsmodellen ergibt sich ein fairer Wert von knapp 6 € je GFT-Aktie. Die aktuelle Börsenbewertung von 2,63 € spiegelt dieses langfristige Potenzial jedoch nicht wider. Wir führen diese Diskrepanz vor allem auf zwei Ursachen zurück:

- Die Unsicherheit hinsichtlich der aktuellen konjunkturellen Entwicklung im Allgemeinen und
- die Unsicherheit hinsichtlich des zukünftigen Orderverhaltens der Finanzinstitute im Besonderen.

Den ersten Aspekt reflektiert die Bewertung von GFT in Relation zur Peer Group, aus der sich ein fairer Wert von 3,80 € ergibt und somit deutlich unter dem langfristigen fairen Wert der Aktie liegt. Der zweite Aspekt wurde auch schon vom Management bei der Vorlage der Jahreszahlen für 2007 und auch des Quartalsberichts (Q1 2008) zumindest qualitativ bestätigt. Wir sind daher der Meinung, dass die GFT-Aktie aktuell überwiegend aufgrund des negativen Sentiments auf dem niedrigen Kursniveau notiert und fundamentale Aspekte eher in den Hintergrund treten. Daran dürfte sich innerhalb der nächsten Monate grundlegend nur wenig ändern. Daher favorisieren wir bei der Formulierung des Kursziels den sich aus dem Peer group-Vergleich ergebenden Wert und preisen wegen der hohen Bedeutung der Finanzinstitute darauf noch einen Abschlag von 10% ein. Mit einem Zeithorizont von 6 Monaten lautet unser Kursziel daher 3,40 €.

Die aktuelle Börsenbewertung (2,63 €) stellt unseres Erachtens ein Worst case-Szenario dar, welches wir aus folgenden Gründen nicht teilen:

- Durch den Ausbau der Präsenz in Brasilien (Kooperation mit der Software AG) sollten Umsatzrückgänge im Service Segment in den Kernmärkten zumindest teilweise kompensiert werden können. Ausgehend von der geplanten Personalaufstockung lässt sich schematisch für 2009 ein Umsatz im oberen einstelligen Mio. €-Bereich ableiten.
- Aufgrund des hohen Anteils von Freelancern (1.200 bei einer Gesamtmitarbeiterzahl 1.087) kann GFT sehr schnell auf Nachfrageschwankungen im Projektgeschäft reagieren.
- Die Umsätze aus längerfristigen Serviceverträgen machen etwa 1/3 der Umsätze im Service-Segment aus und sind von temporären Schwankungen nicht betroffen.
- Das Resourcing Segment trägt zur Umsatz- und Ertragsstabilisierung bei.

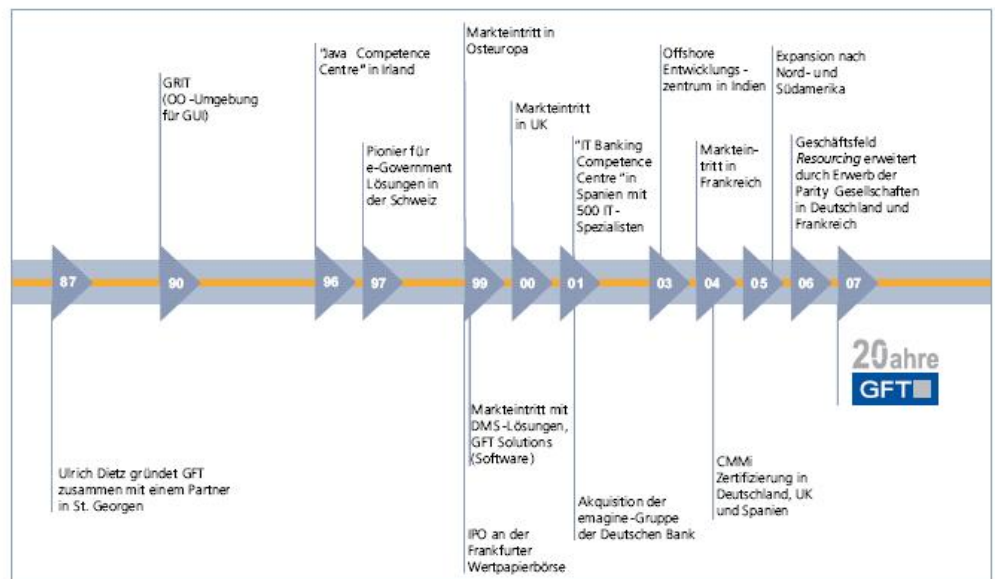
Sollte sich der konjunkturelle Ausblick – vor allem für die Finanzbranche – wider Erwarten schon in relativ kurzer Zeit spürbar verbessern, dürfte dies zu einem spürbar positiveren Sentiment führen. In diesem Fall wäre unseres Ermessens ein Kurs von deutlich über 4 € relativ schnell erreichbar.

**Historie****Kunden wurden  
Großaktionäre**

## Unternehmensprofil

1987 gründete Ulrich Dietz zusammen mit einem Partner die Gesellschaft für Technologietransfer (GFT) mit dem Ziel, eine innovative Software mit einfach zu bedienender grafischer Benutzeroberfläche zu entwickeln. Vier Jahre später übernimmt Herr Dietz 100% der Geschäftsanteile und im gleichen Jahr erhält das erste selbstentwickelte Produkt GRIT den Internationalen Preis der Grafischen Datenverarbeitung. 1992 holt sich GFT Unterstützung durch acht indische Softwareexperten und sammelt damit erste Erfahrungen im internationalen Geschäft. Mit GRIT erringt GFT 1993 den ersten großen Projektauftrag der Deutschen Bundespost und entwickelt ein Produktions-, Planungs- und Steuerungssystem, das in mehr als 60 Briefzentren eingesetzt wird. Die erste ausländische Niederlassung in Dublin dient der Schaffung eines Kompetenzcenters für die Entwicklungssprache Java, die sich als Grundlage für multimediale Anwendungen herauskristallisiert. Ein Jahr vor dem Börsengang erhält das strategische Geschäftsfeld Banken und Versicherungen mit der Gründung der Geschäftsstelle Frankfurt mehr Gewicht und geht zwei Mehrheitsbeteiligungen ein. 1999 betritt das Unternehmen als GFT Technologies AG das Börsenparkett und geht weitere Beteiligungen im In- und Ausland ein. Mit der Deutschen Post AG erhält GFT einen neuen Großaktionär der zudem ein umfangreiches Auftragsvolumen für die nächsten zwei Jahre garantiert. 2001 bringt die Deutsche Bank im Wege einer Sacheinlage IT-Tochtergesellschaften ein und erhält im Gegenzug eine 25%ige Beteiligung an der GFT, die somit zum führenden Anbieter von integrierten IT-Lösungen für Banken aufsteigt. Mit dem inzwischen aufgebauten internationalen Produktionsmodell kann GFT die gestiegenen Anforderungen an den ROI von IT-Investitionen erfüllen, indem beispielsweise die Softwareentwicklung in die Entwicklungszentren in Spanien, Ungarn oder Indien verlagert wird. Allerdings muss auch GFT 2002 mit einem Kosteneinsparungsprogramm auf die anhaltend angespannte Situation auf dem IT-Markt sowie die Konjunkturkrise reagieren. Die jüngere Vergangenheit steht im Zeichen der Abrundung des Unternehmensportfolios bzw. Konzentration auf die Kernkompetenzen Finanz- und Postdienstleistungen sowie des Einstiegs in den brasilianischen Markt. Hier konnte der bisher größte Auftrag der Unternehmensgeschichte zur Modernisierung der IT-Anwendungen eines führenden Finanzdienstleisters gewonnen werden. Gleichzeitig stärkt GFT das Segment Resourcing und erringt eine führende Marktposition bei der Beschaffung und dem Management von externen Personalressourcen in Deutschland.

## Unternehmensgeschichte



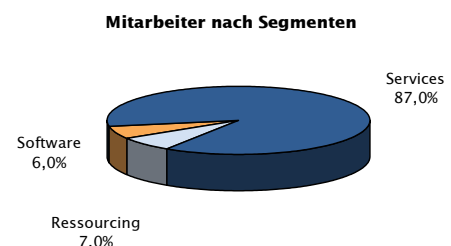
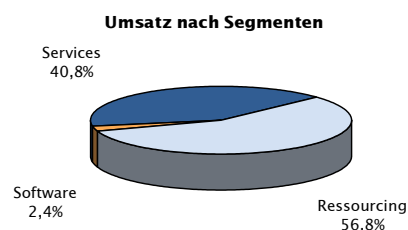
Stand: März 2008

## Aktionärsstruktur

Der Firmengründer und Vorsitzende des Vorstands Ulrich Dietz hält etwa 28,5% der ausstehenden Aktien, seine Frau Maria knapp 10% und die beiden Finanzinvestoren BWInvest und AVW zusammen ca. 11%. Somit befinden sich knapp 51% der ausstehenden 26,3 Mio. Aktien im Streubesitz. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses (2,63 €) ergibt sich somit eine Free float Marktkapitalisierung von 35 Mio. € (40 Mio. € gemäß Definition Deutscher Börse).

## Geschäftsmodell

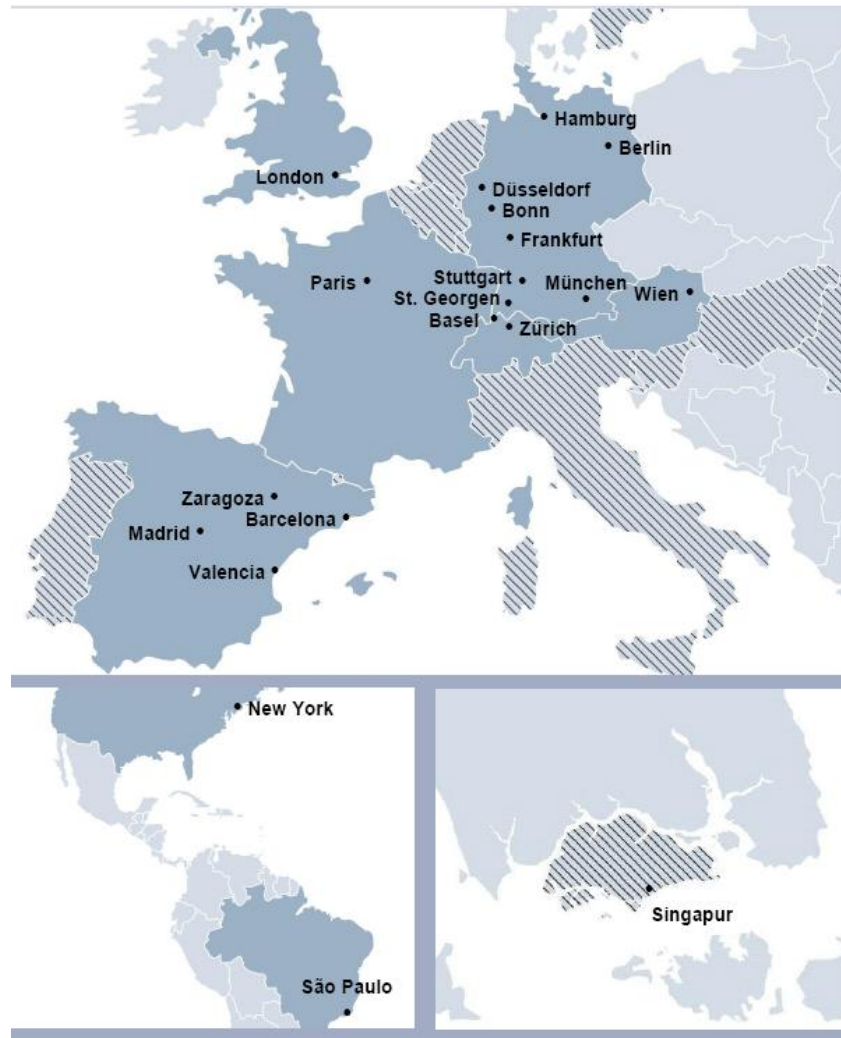
Die GFT-Gruppe ist ein zum Teil international führendes IT-Dienstleistungsunternehmen. Mit den Geschäftsbereichen **Services**, **Resourcing** und **Software** bietet das Unternehmen ein in dieser Kombination einzigartiges Leistungsportfolio an. Im Segment Services konzipiert und realisiert GFT IT-Lösungen mit Fokus auf die Branchen Finanzdienstleistungen und Logistik. Durch die Kombination von Projekt- und Technologieerfahrung mit tiefgehender Branchenkenntnis ist GFT strategischer Partner für renommierte Unternehmen. Das Segment Resourcing umfasst die Vermittlung von IT-Spezialisten für Unternehmen aller Branchen. Im Bereich Third Party Management übernimmt GFT das komplette Management von IT-Dienstleistern eines Kunden. Den Geschäftsbereich Software deckt die GFT inboxx GmbH mit der Fokussierung auf innovative Archivierungslösungen und Geschäftsprozessoptimierung ab.



Quelle: GFT

## Zwei wesentliche Geschäftssparten

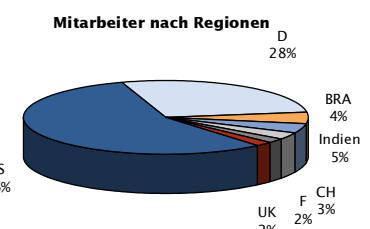
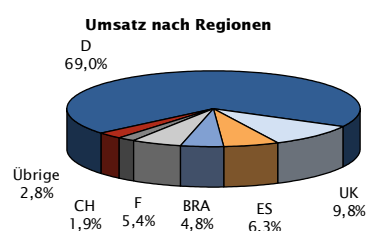
Am Umsatz gemessen liegt der regionale Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit mit weitem Abstand in Deutschland (69% des Umsatzes). Nichtsdestotrotz ist GFT mit insgesamt 21 Standorten in 5 weiteren europäischen Ländern und darüber hinaus in den USA, Brasilien und Indien präsent. Damit ist sichergestellt, dass GFT auch internationalen Großunternehmen einen kompetenten und effizienten Onsite, Near- und Off-Shore IT-Service anbieten kann.



■ Country with GFT presence  
 ▨ Country with active client relationship

Quelle: GFT

Die Internationalität der GFT-Gruppe wird noch deutlicher, wenn man sich die regionale Verteilung der insgesamt 1.087 Mitarbeiter vergegenwärtigt:



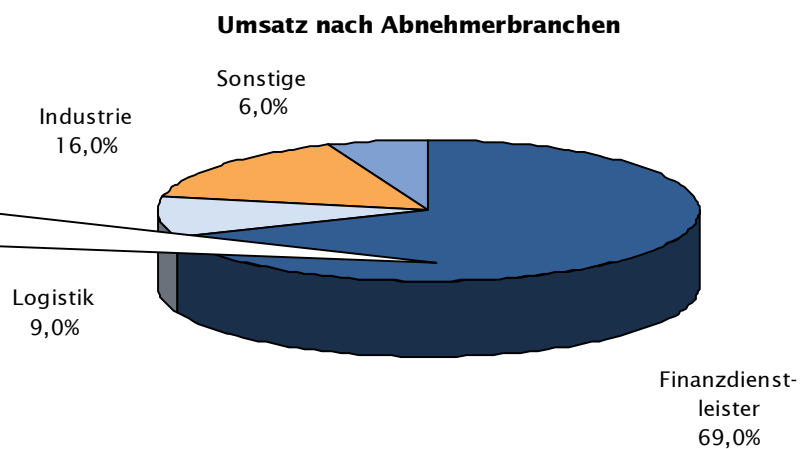
Quelle: GFT

**Regional auf Europa und hier insbesondere auf Deutschland fokussiert**

Während in Deutschland, wie bereits erwähnt, 69% des Umsatzes generiert werden beträgt der Anteil der in Deutschland beschäftigten Mitarbeiter lediglich 28%. Mehr als die Hälfte der Mitarbeiter (56%) werden in Spanien beschäftigt, während der Umsatzanteil bei nur 6% liegt. Neben segmentspezifischen Gründen verdeutlicht dies u.E. die internationale Arbeitsteilung innerhalb des GFT-Konzerns. Dabei dienen z.B. die spanischen Aktivitäten als Nearshore-Development-Standort für Deutschland und Großbritannien und Brasilien als Offshore-Entwicklungszentrum für Europa und Nearshore-Standort für Nordamerika.

Die Fokussierung der GFT AG auf Kunden aus der Finanzdienstleistungs- und Logistikbranche spiegelt sich eindrucksvoll in der Umsatzaufteilung nach Abnehmerbranchen wider

Finanzdienstleister stellen die dominierende Kundengruppe dar



Quelle: GFT

Dabei ist die Fokussierung im Segment Services am stärksten ausgeprägt, während die Sparten Resourcing und Software ein ausgewogeneres Abnehmerprofil aufweisen. Hierauf gehen wir in der näheren Betrachtung der einzelnen Segmente noch genauer ein. Die Liste ausgewählter Referenzkunden weist mit Deutscher Bank, ABN Amro und Deutscher Post daher vor allem namhafte Größen aus der Finanz- und Logistikbranche auf. Dabei kommen aber mit Siemens, IBM, Thales oder Cisco auch namhafte Player aus anderen Branchen auf:

## Services / Resourcing / Software



Quelle: GFT

## Geschäftsbereich Services

Das Segment Services bildet die historische Wurzel der GFT Gruppe und steht per Ende 2007 für 41% des Konzernumsatzes. Gemessen an der Anzahl der Mitarbeiter ist die Bedeutung mit 87% der gesamten Beschäftigten weitaus höher, was auf die hohe Personalintensivität des IT-Service-Geschäfts im Vergleich mit den anderen beiden Segmenten liegt. Im Segment Services ist GFT sehr stark auf Finanzdienstleister fokussiert, die 78% der Segmentumsätze ausmachen. Eine weitere wichtige Abnehmersparte ist die Logistikbranche, mit der 13% der Segmentumsätze erwirtschaftet werden. Beide Zielbranchen sind auf individuelle IT-Lösungen angewiesen, da sich die hochkomplexen internen Abläufe nur unzureichend mit Standardlösungen abdecken lassen. Dieser hohe Fokussierungsgrad ist zu einem Großteil auf einen Kunden (Deutsche Bank) zurückzuführen, der für 43% der Umsätze des Service-Segments und immerhin für knapp 1/3 des Konzernumsatzes steht. Das Orderverhalten dieses Kunden aus der Finanzbranche hat daher einen großen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung von GFT.

Als einer der führenden IT-Dienstleister für die Finanzbranche bietet GFT überwiegend projektbasierte Dienstleistungen an. Hier versteht sich GFT zum einen als Consulting-Dienstleister, der dabei hilft, Themen zu strukturieren und sich auf die zukünftigen Anforderungen einzustellen. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang zum Beispiel die Gestaltung flexibler IT-Architekturen (SOA), die sich ändernden regulatorischen Anforderungen (MiFiD, Basel II), stärkere Kundenorientierung in Zeiten zunehmender Internetakzeptanz auch bei kritischen Anwendungen und last but not least Effizienzsteigerungsmaßnahmen (Geschäftsprozessoptimierung, Outsourcing, stärkere Datenbankorientierung...). Dazu gehört auch die Systemselektion bei der Auswahl von Paketen am Markt wobei die genaue Kenntnis der vorgeschlagenen Lösungen durch ein Netzwerk an Softwarepartnern (IBM, BEA, Adobe,...) gesichert ist. GFT kann aber auch das IT-Development und das IT-Application-Management übernehmen, worunter die Implementierung, Wartung, Entwicklung und Anpassung zu verstehen ist. Dabei ist

**Fokussierter IT-Service mit hoher Abhängigkeit von einem Großkunden**

**Near- und Offshore-Standorte gewährleisten Wettbewerbsfähigkeit**

GFT dank der Near- und Offshore-Standorte (Spanien, Brasilien) in der Lage, zu äußerst konkurrenzfähigen Preise anzubieten.

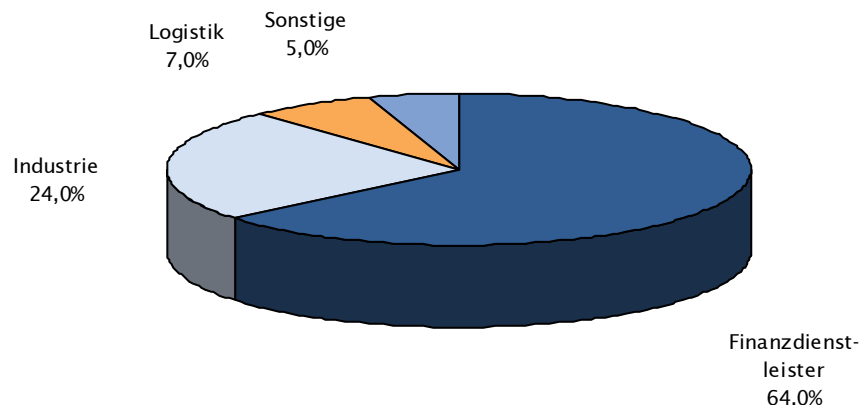
Ein weiterer wesentlicher Punkt des GFT Service-Segments ist die ausgereifte Branchenkompetenz, die auf der jahrelangen Erfahrung und dem tief gehenden Prozess- und Marktverständnis basieren. Diese spiegelt sich in mehreren umfangreichen Referenzprojekten bei namhaften Vertretern der jeweiligen Branche (Banken, Versicherungen, Logistik) wider.

Von wettbewerbsrelevanter Bedeutung ist die Zertifizierung des Software-Entwicklungsprozesses von GFT nach Level 3 CMMI, einem international anerkannten Standard für Software- und Systementwicklung, der vor allem mit Blick auf Basel II von hohem Kundennutzen ist.

### Geschäftsbereich Resourcing

Im Segment Resourcing besteht das Geschäftsmodell in der projektgebundenen Vermittlung von freiberuflichen IT-Spezialisten (Bereich Resource Management) an sowie der Übernahme des Managements von IT-Zulieferern (Bereich Third Party Management) für Kunden. Das Dienstleistungsangebot richtet sich an Unternehmen aus allen Branchen, wodurch die branchenspezifische Abnehmerstruktur ausgewogener ist als im Segment Services. Nichtsdestotrotz entfallen auf Kunden aus dem Finanzdienstleistungsbereich immerhin 64% der Segmentumsätze.

**Resourcing-Umsatz nach Abnehmerbranchen**



Quelle: GFT

Ähnliches gilt auch für die Abhängigkeit des Geschäftsverlaufs von einigen Großkunden: 63% des Segmentumsatzes werden mit 4 Kunden erzielt. In Relation zu dem Konzernumsatz entfällt auf Resourcing ein Anteil von 57%, aber nur 7% der Mitarbeiter. Geografisch zählt GFT zu den führenden Playern im IT-Resourcing-Markt in Deutschland und Frankreich, vor kurzem wurden auch Aktivitäten in der Schweiz und in Großbritannien gestartet.

Innerhalb des Segments Resourcing entfallen etwa 61% der Umsätze auf den Bereich Third Party Management (TPM) das über die Tochtergesellschaft emagine

Angebotslücke bei IT-Fachkräften

Expansion in europäisches Ausland

angeboten wird. Hier übernimmt GFT für Kunden (in der Regel Großunternehmen) das Management der verschiedenen IT-Zulieferer. GFT bietet sich also als Partner für die Auslagerung der Beschaffungs- und Administrationsprozesse bei nicht-strategischen Leistungen (hier Beschaffung/Verwaltung von IT-Dienstleistern) an. Als langjähriger und mittlerweile in Deutschland marktführender Player kann emagine auf eine umfangreiche Referenzliste verweisen.

Direkt an die IT-Dienstleister wendet sich GFT mit dem laufend aktualisierten und qualifizierten Pool mit über 180.000 freiberuflichen IT-Spezialisten aus der ganzen Welt. Der Bereich steht für etwa 39% der Segmentumsätze und gewinnt insbesondere in der aktuellen Phase eines Fachkräftemangels in der IT-Branche zunehmend an Attraktivität.

## Geschäftsbereich Software

Das dritte und kleinste Segment der GFT Gruppe ist das Segment Software. 2007 trug es lediglich 2,5% zum Gesamtumsatz bei. Die Geschäftstätigkeit des Segments besteht in der Entwicklung und Optimierung maßgeschneiderter IT-Lösungen zur Geschäftsprozessoptimierung, insbesondere zur Archivierung von Dokumenten. Mit der Software-Lösung inboxx bietet GFT eine professionelles Archivierungssystem an, dessen Anwendungsmöglichkeiten über die reine Archivierung von Dokumenten wie z.Bsp. E-mails hinausgeht. Auf Basis der Archivierungsplattform hyparchiv kann inboxx das sogenannte skalierbare Unified Archiving anbieten, die bedarfsgerechte Archivierung eines breiten Spektrums an Informationen (Dokumente, Telefonaufzeichnungen oder Videomaterial). Damit ist die Software auf zukünftige Anforderungen vorbereitet und ermöglicht eine hohe Recherche Performance. Das Segment beschäftigt rd. 6% der Konzernmitarbeiter und weist im Gegensatz zu den beiden dominierenden Segmenten keine Klumpenrisiken hinsichtlich der Abnehmerstruktur auf.

## Markt und Wettbewerb

### Markt für IT-Dienstleistungen

2007 legte der weltweite IT-Markt gemäß IDC um 6,9% zu, was gegenüber dem Vorjahr erneut eine Beschleunigung der Wachstumsdynamik bedeutete. Dabei lag die Zuwachsrate bei Standardsoftware und spezialisierten Anwendungen mit +8,8% bzw. +7,7% erneut über der Steigerungsrate der Serviceerlöse (+6,2%). Regional betrachtet präsentierten sich vor allem die Schwellenländer als Wachstumsmotoren während die Dynamik auf dem weltgrößten IT-Markt, den USA nur unterdurchschnittlich ausfiel. Vor dem Hintergrund der konjunkturellen Entwicklung ist mit laufenden Jahr mit einer rückläufigen Wachstumsdynamik zu rechnen. Weltweit dürften die IT-Umsätze noch um knapp 6% zulegen können, wobei wiederum Nordamerika erheblich zu der Abflachung beitragen sollte. Als Regionen mit dem stärksten Wachstum dürften sich erneut Asien/Pazifik, Osteuropa und Lateinamerika präsentieren. In Westeuropa werden sich die IT-Umsätze wahrscheinlich mit + 5,9% etwa durchschnittlich entwickeln. Produktspezifisch werden die Softwareumsätze wieder den Wachstumsspitzenreiter stellen (+8%), gefolgt von Services (+6,3%) und Hardware (+5,7%). Gemäß den BITKOM-Progno-

**IT-Markt wächst weiterhin stärker als Gesamtkonjunktur,...**

**... erreicht jedoch zunehmend ein reifes Stadium**

sen bleibt die Dynamik in Deutschland mit +4,6% im Umsatz in der Informationstechnik wieder unter dem weltweiten Durchschnitt, allerdings stechen hier vor allem die Hardwareumsätze mit nur + 0,7% negativ hervor. Die erwarteten Umsätze mit Software (+5,3%) und IT-Services (+6,6%) weichen hingegen nicht wesentlich von der durchschnittlichen Gesamtentwicklung ab.

Aufgrund der allgemein abnehmenden Dynamik auf den etablierten Märkten rücken die „Wachstumsinseln“ verstärkt in den Vordergrund. Neben den Wachstumsregionen Lateinamerika, Osteuropa sowie China/Indien sind dies vor allem die mittelständischen Abnehmer für die zunehmend spezielle zugeschnittene Anwendungen entwickelt werden sowie spezielle Applikationsgebiete wie z.B. Analysesoftwaretools (Business Intelligence).

Alles in allem bleibt festzuhalten, dass sich der IT-Markt immer stärker einem reifen Stadium nähert und sich somit hohe Wachstumsraten in Zukunft nur noch in gewissen Teilmärkten (Regionen, Abnehmer, Anwendungen) beobachten lassen werden.

Gemäß der aktuellen Lünendonk-Liste ist GFT aktuell Nr.11 im deutschen Markt der IT-Beratungs- und Systemintegrations-Unternehmen. Bezogen auf den Teilmarkt der IT-Leistungen für Finanzdienstleister liegen uns keine Angaben vor, allerdings ist davon auszugehen, dass GFT in dieser Hinsicht noch deutlich weiter vorne in der Rangliste zu finden wäre. Die Qualität der Services von GFT wurde bereits mehrfach bestätigt (FinTech 100 Ranking, European Banking Technology Award) und nicht zuletzt die Entscheidung der Software AG für eine Kooperation mit GFT für den Markteintritt in Brasilien untermauert dies eindrucksvoll.

### **Fachkräftesituation**

**Angebotslücke im Markt für IT-Fachkräfte**

Der zweite Geschäftsbereich von GFT Technologies profitiert insbesondere von dem hohen Mangel an IT-Fachkräften. Laut BITKOM gibt es aktuell in Deutschland etwa 43.000 offene IT-Stellen in der deutschen Wirtschaft. Etwa 40% davon entfallen auf die ITK-Branche selbst und etwa 60% auf die Anwenderbranchen wobei vor allem der Handel den größten Bedarf gemeldet hat. Diese Vollbeschäftigungssituation stellt sich für nahezu die Hälfte der von BITKOM befragten IT-Unternehmen als großes oder sehr großes Problem dar und ist in der GuV der von uns beobachteten Unternehmen an dem zunehmenden, margenbelastenden Einsatz von Freelancern abzulesen. Diese Angebotslücke dürfte unseres Ermessens trotz verstärkter Anstrengung seitens höchster politischer Gremien kurzfristig nicht zu schließen sein, zumal die Nachfrageseite keine ausgeprägten Schwächetendenzen zeigt.

Zusätzlich zu dem Engpass bei dem Angebot an IT-Fachkräften wirkt sich auch der Trend hin zur freiberuflichen Tätigkeit aus. Letzteres dürfte allerdings auch Rückenwind von dem schon angesprochenen Fachkräftemangel erhalten, der die IT-Spezialisten in eine komfortable Situation versetzt. Aber auch auf Nachfrageseite bietet der Einsatz von externen Mitarbeitern ein Instrument zur flexiblen Personalanpassung das auch von dem zunehmend komplexer werdenden Ar-

beitsrecht profitiert, welches zur Zurückhaltung bei der Schaffung unbefristeter Arbeitsverhältnisse führt.

GFT ist der führende Resourcing-Anbieter in Deutschland und Frankreich und zählt auch europaweit zu den führenden Adressen. Dabei steht GFT einerseits mit den globalen Branchengrößen (Addecco, Randstad) aber auch kleineren Anbietern im Wettbewerb (Harvey Nash, Hays).

### Unified Archiving Software

E-Mail statt Aktenschrank könnte als Schlagwort für die Dynamik des Marktes für Archivierungssoftware stehen. Die interne und externe Kommunikation mit Kunden, Lieferanten und anderen Geschäftspartnern findet heute überwiegend elektronisch statt. Die Verpflichtung zur Archivierung von rechtlich relevanter Geschäftskorrespondenz ist allerdings geblieben. Für die Unternehmen ist eine fälschungssichere wie auch vollständige Archivierung daher geschäftskritisch und kann bei Nichteinhaltung empfindliche Strafen zur Folge haben. Aktuell fokussieren sich die entsprechenden Softwareapplikationen noch überwiegend auf die reine Archivierung von E-Mails, zukünftig dürften sich die Anforderungen allerdings deutlich ausweiten. Einerseits ist von einem steigenden Spektrum an zu archivierenden Informationen auszugehen (E-Mails, Telefonate, Video's, Webseiten), andererseits steigen auch die Anforderungen an die Archivierung selbst (rechtssicher, schneller Zugriff).

Aktuelle Marktanalysen gehen von einem sehr dynamischen Wachstum des Marktes für die entsprechenden Softwareapplikationen aus. Die erwartete durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) liegt mehrheitlich bei über 20% womit bis 2011 ein Marktvolumen von gut 1 Mrd. US-\$ erreicht werden soll.

GFT sieht sich mit inboxes einer Vielzahl renommierter Wettbewerber gegenüber (Symantec, Zantzaz, IBM,..), die jedoch laut GFT zwar einen vergleichbaren Leistungsumfang hinsichtlich der E-Mail-Archivierung aufweisen, für zukünftige Anforderungen eines Unified Archiving allerdings noch nicht gerüstet sind. Angesichts der mittlerweile schon generierten Leads (BMW, ThyssenKrupp,...) sind wir optimistisch, dass GFT trotz der Größenvorteile der meisten Wettbewerber zumindest ebenso dynamisch wachsen kann wie der Gesamtmarkt.

### Unternehmensstrategie

Strategisch ist die GFT Technologies AG auch weiterhin auf Expansion ausgerichtet. Dabei steht sowohl organisches als auch Wachstum über Akquisitionen auf der Agenda:

#### ■ Geschäftsbereich Services

- Ausbau des Geschäfts mit bestehenden Kunden
- Gewinnung neuer Kunden in Zielbranchen
- Expansion in neue Regionen

**Auch elektronische Dokumente müssen archiviert werden**

**Hohe Wachstumsdynamik**

**Strategie klar auf Wachstum ausgerichtet**

- Aufbau strategischer Partnerschaften (Software AG, Temenos)
- Akquisitionen

#### ■ Geschäftsbereich Resourcing

- Ausdehnung der Geschäftstätigkeit auf weitere Branchen
- Expansion in neue Regionen, vor allem Osteuropa

#### ■ Geschäftsbereich Software

- Nach Neuausrichtung des Produktportfolios liegt der Schwerpunkt auf dem Vertrieb von inboxx mit umfangreichen, zielgerichteten Marketingmaßnahmen und Etablierung einer neu aufgestellten Vertriebsmannschaft
- Weitere Produktinnovationen zur Stützung des organischen Wachstums
- Ziel: First Mover im Bereich Unified Archiving und E-Discovery, time to market ist aktuell größte Herausforderung

### Services

Eine Blaupause für die weitere strategische Entwicklung des Servicebereichs ist das vor kurzem abgeschlossene Kooperationsprojekt mit der Software AG in Brasilien. GFT übernimmt die Implementierungsarbeiten für die Darmstädter in Brasilien, wo die Software AG enormes Geschäftspotenzial für sich erwartet. Von dieser Partnerschaft profitieren beide Seiten. Die Software AG beschleunigt ihren Marktzugang in Brasilien und zudem können die Darmstädter für ihre US-Aktivitäten das kostengünstige Entwicklungszentrum von GFT mitnutzen. GFT profitiert ebenfalls in mehrfacher Hinsicht von der Kooperation. Die Vertriebsmannschaft der Software AG akquiriert indirekt auch neue Kunden für GFT, die somit ihre Kundenbasis deutlich schneller ausweiten kann, was neben dem brasilianischen Markt über die Entwicklungsaktivitäten auch für den nordamerikanischen Markt gilt. Wenn man den Optimismus der Software AG hinsichtlich der Entwicklung in Brasilien teilt – mit Vorlage der Q1-Zahlen wurden die Erwartungen hierfür nach oben revidiert – ergibt sich auch für GFT hieraus eine erfreuliche Wachstumsperspektive.

Mögliche Akquisitionen im Segment Services dürften vor allem die Zielsetzung des Zukaufs von Neukunden besitzen. Dabei sind dank der guten Bilanzrelationen von GFT unseres Erachtens Größenordnungen im mittleren zweistelligen Millionen-€-Bereich vorstellbar. Angesichts der Marktkapitalisierung in Höhe von etwa 80 Mio. € könnte GFT somit in neue Größenordnungen vorstoßen.

### Resourcing

Der Mangel an IT-Fachkräften ist nicht auf die Branchen begrenzt, die aktuell von GFT adressiert werden. Da die Lösung dieses Problems jedoch nicht branchenspezifisch ist, wird GFT versuchen, die führende Marktstellung auch auf Sektoren wie z. B. die Fertigungsindustrie, oder den Einzelhandel auszuweiten. Zusätzlich ist die Erschließung weiterer Marktpotenziale jenseits der bisherigen Regionen

**Partnerschaften ermöglichen  
zusätzliches Wachstum**

**GFT profitiert von Angebots-  
lücke, regionale Expansion**

### Potenzial des Unified Archiving soll möglichst schnell genutzt werden

schon eingeleitet (Großbritannien, Schweiz) und soll zügig vorangetrieben werden. Hier stehen auch Akquisitionen als strategische Mittel auf der Agenda.

### Software

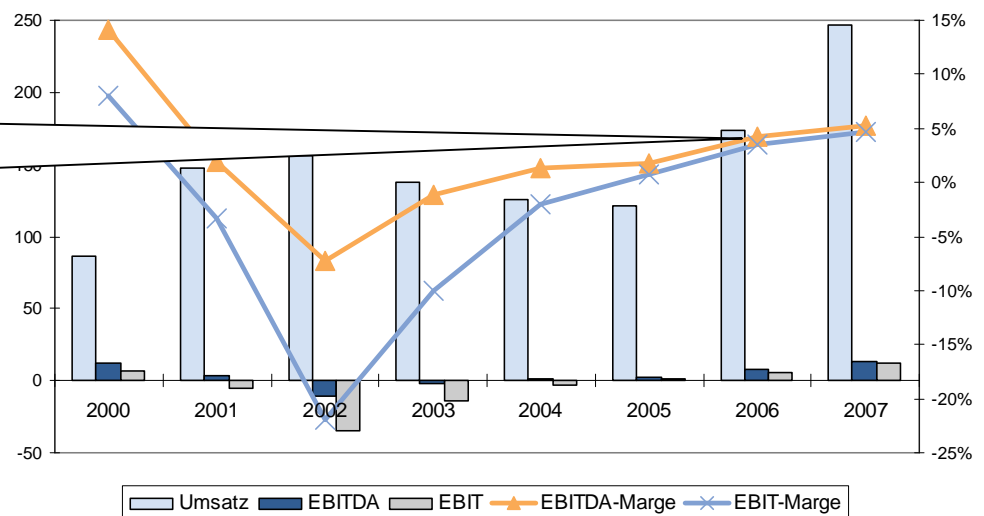
Nach der Neuausrichtung des Produktportfolios fußt die Strategie der GFT im Segment Software zunächst auf der Applikation inboxx zur Archivierung von E-Mails. Der Bekanntheitsgrad soll mittels diverser Maßnahmen (Pressearbeit, Analystenkontakt, Fokussierung auf Leadgenerierung) deutlich gesteigert werden und mittels einer neustrukturierten Vertriebsorganisation in Deutschland, Österreich, Schweiz, Großbritannien und Südeuropa möglichst schnell zur Neukundenakquisition genutzt werden. Da die E-Mail-Archivierung schon heute im Anwenderfokus steht, ist vor allem der möglichst schnelle Markteintritt die dringlichste Aufgabe. Darüber hinaus bietet inboxx aber noch umfangreiche Features, die auf zukünftige Anwendungen abzielt (Unified Archiving, E-Discovery) wodurch die Umsatzbasis mit bestehenden Kunden sukzessive ausgeweitet werden kann. Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass das Unified Archiving in Zukunft auch die vorhergesagte Bedeutung erlangt.

## Das Unternehmen in Zahlen

### Umsatz und Ergebnis auf Rekordniveau

Im 20sten Jahr des Firmenbestehens verzeichnete GFT mit 247 Mio. € den höchsten Umsatz der Firmenhistorie und kann auch hinsichtlich der Ertragsgrößen auf ein Rekordjahr verweisen. Auch wenn die Rekordmargen aus dem Hype um den Jahrtausendwechsel in weiter Ferne liegen, so konnte 2007 das fünfte Jahr in Folge ein verbessertes Ergebnisniveau erzielt werden, wie die nachfolgende Grafik veranschaulicht:

Umsatz- und Ertragshistorie



Kontinuierlich steigende Rentabilität nach geplatzter Internet-Blase

## Resourcing als Wachstumsmotor

Der Umsatzanstieg um 42% gegenüber dem Vorjahr wurde vor allem von dem Segment Resourcing getragen, das dank des unvermindert hohen Bedarfs an IT-Freiberuflern und der hohen Nachfrage eines Neukunden im Third Party Management einen Umsatzanstieg um 2/3 auf 140 Mio. € erzielen konnte. Das Segment Services profitierte von einer anhaltend guten Nachfrage bei Bestandskunden sowie Neukundenprojekten im Finanzsektor. Per saldo konnte das Segment den Umsatz um 22% auf 101 Mio. € ausweiten. Allerdings wirkte sich die Subprime-Krise im letzten Quartal leicht dämpfend auf die Nachfrage bei Kunden aus der Finanzdienstleistungsbranche aus. Enttäuschend entwickelte sich hingegen das Segment Software, dessen Umsätze mit 5,9 Mio. € 17% unter dem Vorjahresniveau lagen.

Noch deutlicher als den Umsatz konnte das operative Ergebnis (EBIT) gesteigert werden. Nach 6,15 Mio. im Vorjahr erzielte GFT 2007 ein EBIT in Höhe von 11,7 Mio. € - ein Zuwachs um 90%! Auch hier konnte das Segment Resourcing die höchste Dynamik aufweisen (+170%) während das Segment Services mit einem EBIT von rd. 10 Mio. € (+37%) in absoluter Betrachtung noch die weitaus größte Bedeutung besitzt. Bei beiden Segmenten schlug sich die bessere operative Auslastung und zusätzlich bei Resourcing die wegfallenden Integrationskosten der ehemaligen Parity-Gesellschaften positiv nieder. Umsatzbedingt blieb das Segment Software nach wie vor in der Verlustzone, zusätzlich belastete die Neuausrichtung des Bereichs auf die E-Mail-Archivierung die Kostenseite.

### 2007 Umsatz- und operatives Ergebnis im Überblick

Mio. €	Resourcing	Services	Software	Konzern
<b>Umsatz</b>	<b>140,4</b>	<b>100,8</b>	<b>5,9</b>	<b>247,1</b>
Δ ggü. Vj.	66,6%	22,4%	-16,9%	42,4%
<b>EBIT</b>	<b>3,49</b>	<b>10,25</b>	<b>-0,6</b>	<b>11,7</b>
EBIT-Marge	2,5%	10,2%	-10,2%	4,7%
Δ ggü. Vj.	171,4%	36,9%	n.m.	90,0%

Quelle: GFT, LBBW

Bei der Analyse der einzelnen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung fallen insbesondere die Auswirkungen der allgemeinen Knappheit von IT-Experten ins Auge. Während sich dieser Engpaß auf der Umsatzebene insbesondere im Segment Resourcing positiv niederschlägt, konnte auch GFT die eigene Mitarbeiterzahl nicht in dem Maße ausweiten wie ursprünglich geplant war. Dies wirkte sich positiv auf die Personalkostenquote aus, die sich um knapp 10%-Punkte auf 26% verringerte. Gleichzeitig musste zur Abarbeitung der Projekte aber verstärkt auf den Einsatz von externen Mitarbeitern zurückgegriffen werden. Daher stieg die Materialkostenquote von 50,2 auf 60,8%. Zusammengefasst machten diese beiden Kostenpositionen 2007 86,9% des Umsatzes aus, nach 85,8% im Vorjahr. Dass die EBITDA-Marge dennoch um 1%-Punkt auf 5,4% ausgeweitet werden konnte, lag vor allem an den nur leicht gestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen, dem dritten großen Kostenblock. Hier stiegen Betriebs- und Vertriebsaufwendungen unterproportional, was zusammen mit dem Wegfall weiterer (kleinerer) Kostenpositionen in der Summe zu einer um drei Prozentpunkte niedrigeren Kostenquote führte. Aufgrund einer höheren Steuerbelastung konnte die Nettomarge „nur“ um 0,7%-Punkte auf 3,5% gesteigert werden. Ab-

## Subprime-Krise in Q1 spürbar

solut verbesserte sich das Nettoergebnis somit um knapp 70% auf 8,6 Mio. € bzw. 0,33 € je Aktie.

Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres machten sich auf der Umsatzebene vor allem das durch die Finanzmarktkrise geprägte ökonomische Umfeld sowie Sondereffekte negativ bemerkbar. Zu nennen sind hier der Wegfall von Umsätzen durch den planmäßigen Abschluss des großen Implementierungsprojekts in Brasilien sowie die Entkonsolidierung einer indischen Tochtergesellschaft im Zuge der Konzentration der Offshore-Aktivitäten in Brasilien. Dies betraf insbesondere das Segment Services, das einen Umsatzrückgang um 12,4% auf 20,6 Mio. € auswies. Dank einer anhaltend positiven Entwicklung im Segment Resourcing (+15,3% auf 33,4 Mio.) und einem leichten Anstieg der Softwareumsätze konnte dies allerdings auf Konzernebene überkompensiert werden (+3% auf 55,4 Mio. €). Auf der Ergebnisseite gelang dies jedoch nicht. Zu den Sondereffekten in Höhe von 0,7 Mio. € (0,5 Mio. € durch Auslaufen den Brasilien-Projekts, 0,2 Mio. € durch Entkonsolidierung der indischen Tochtergesellschaft) kamen noch die negativen Marktbedingungen im Segment Services (0,4 Mio. €) sowie die steigenden Marketing- und Vertriebsaufwendungen im Segment Software (0,7 Mio. €) hinzu. Diesen Belastungen von zusammen 1,8 Mio. € stand eine Ergebnisverbesserung im Segment Resourcing von 0,1 Mio. € gegenüber, so dass sich per saldo ein um 1,7 Mio. € reduziertes Vorsteuerergebnis von 0,5 Mio. € ergab.

### Q1 2008 - Eckdaten

Mio. €	Q1 08	Q1 07	Delta
<b>Services</b>			
Umsatz	20,6	23,5	-12,4%
Segmentergebnis	0,9	1,7	-48,4%
<b>Resourcing</b>			
Umsatz	33,4	28,9	15,3%
Segmentergebnis	0,8	0,7	17,2%
<b>Software</b>			
Umsatz	1,5	1,4	7,0%
Segmentergebnis	-0,8	-0,2	432,9%
Umsatz	55,4	53,8	3,0%
Ergebnis der Segmente	0,9	2,2	-61,1%
EBITDA	1,0	2,5	-58,9%
EBIT	0,6	2,2	-72,2%
Nettoergebnis	0,1	1,3	-89,8%
Ergebnis je Aktie (in €)	0,01	0,05	-89,8%

Starker Ergebnisrückgang in Q1 zum Teil durch Sondereffekte bedingt

Quelle: GFT, LBBW

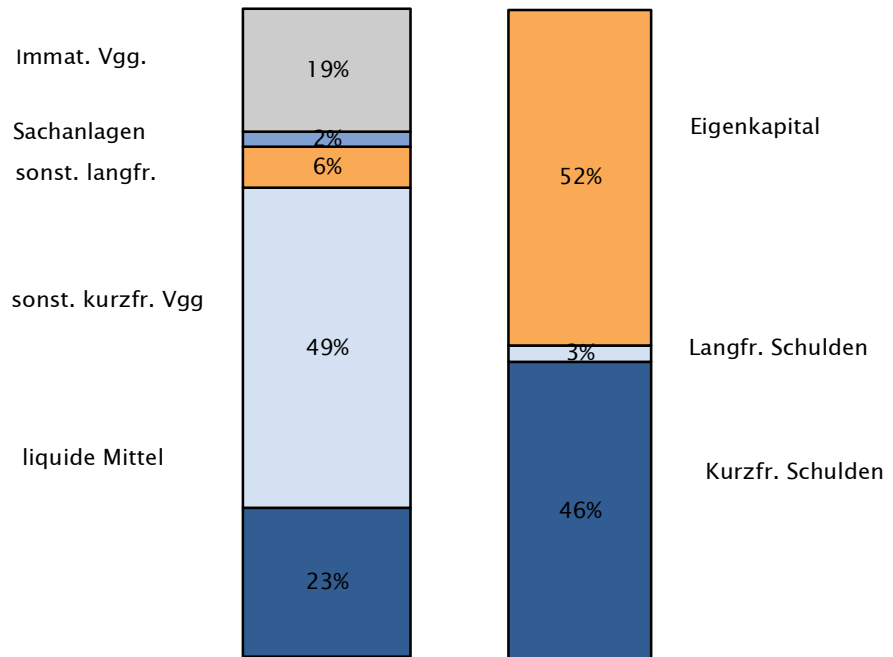
### Solide Bilanzrelationen

Trotz der um 21% gestiegenen Bilanzsumme lag die Eigenkapitalquote per Ende 2007 aufgrund der positiven Ergebnisentwicklung noch deutlich über der 50%-Marke (52% nach 53,5% im Vorjahr). Der Buchwert je Aktie beträgt somit 2,2 € bzw. 73% des Aktienkurses. Die Nettoliquidität stieg von 21,3 auf 27,7 Mio. € bzw. 1,05 € je Aktie, was ebenfalls auf die verbesserte Ergebnissituation zurück-

zuführen ist, die sich positiv auf den Cashflow auswirkte. Das Working Capital stieg zwar aufgrund des höheren Geschäftsvolumens an, gemessen am Umsatz liegt der Anteil mit 7,7% aber unter Vorjahr (10,7%). Alles in allem weist die GFT Technologies AG somit nach wie vor eine sehr solide Bilanzsituation auf.

### Bilanzrelationen GFT Technologies 2007

#### Solide Bilanzrelationen



Quelle: GFT

### Umsatz- und Ergebnisprognose

Nach der sehr dynamischen Entwicklung der letzten Jahre dürften die Umsätze 2008 organisch nur im einstelligen Prozentbereich zulegen. Wie bereits im Geschäftsbericht 2007 dargestellt, wirkt sich die angespannte Lage in der Finanzdienstleistungsbranche und an den Kapitalmärkten bremsend auf die Geschäftsentwicklung aus. Vor allem die Bankkunden legen eine gewisse Zurückhaltung bei Investitionen in neue Projekte an den Tag. Wir gehen daher davon aus, dass der Konzernumsatz nur um etwa 3% auf 255 Mio. € zulegen dürfte. Das Management hat als Guidance eine Spanne von 250 bis 270 Mio. € vorgegeben. Die Rentabilität, gemessen als Vorsteuerergebnis in Relation zum Umsatz, wird unseres Ermessens leicht rückläufig sein, so dass wir absolut mit einem Betrag in Höhe von 11 Mio. € rechnen (Unternehmensguidance: 12,5 bis 13,5 Mio. €, Vorjahr 12,5 Mio. €). Bei einer von uns unterstellten Steuerquote von 30% ergibt sich somit ein Ergebnis je Aktie, das mit 0,29 € ebenfalls leicht unter dem Vorjahresniveau (0,33 €) liegen sollte. Die Diskrepanz bezüglich der Unternehmensguidance resultiert aus einer pessimistischeren Einschätzung der Nachfragesituation aus der Finanzdienstleistungsbranche. So erwartet das Management im Service-Segment einen Umsatz in Höhe des Vorjahresniveaus (100,8 Mio. €) und ein Ergebnis von etwa 8,6 Mio. €, wir haben hingegen für dieses Segment für 2008 nur einen Umsatz von 95 Mio. € und ein Ergebnis von 7,4 Mio. € unterstellt. Zusätzlich sind wir auch hinsichtlich der Entwicklung der Umsätze und

#### Unternehmensguidance u.E. etwas zu optimistisch

Erträge im Segment Software etwas zurückhaltender.

#### Umsatz- und Ergebnisprognose 2008 GFT Technologies

Mio. €	Q1	Q2e	Q3e	Q4e	2008e	Vorjahr
<b>Services</b>						
Umsatz	20,6	22,5	25	27,0	95,1	100,8
Segmentergebnis	0,9	1,5	2,6	2,4	7,4	10,3
<b>Resourcing</b>						
Umsatz	33,4	37,0	41,0	40,0	151,4	140,4
Segmentergebnis	0,8	1,2	1,6	1,4	5,0	3,5
<b>Software</b>						
Umsatz	1,5	1,8	2,2	3,0	8,5	5,9
Segmentergebnis	-0,8	-0,5	-0,1	0,7	-0,7	-0,6
<b>Konzern</b>						
Umsatz	55,4	61,3	68,2	70,0	254,9	247,0
Ergebnis der Segmente	0,9	2,2	4,1	4,5	11,7	13,1
EBITDA	1,0	2,0	4,3	4,6	11,9	13,2
EBIT	0,6	1,6	3,9	4,2	10,3	11,8
Nettoergebnis	0,1	1,2	2,9	3,5	7,7	8,6
Ergebnis je Aktie (in €)	0,01	0,04	0,11	0,13	0,29	0,33

Quelle: GFT, LBBW

Hinsichtlich der Entwicklung in den einzelnen Segmenten ist im Bereich Services vor allem das Projekt in Brasilien verantwortlich für einen leichten Rückgang von Umsatz und Ergebnis. Die Implementierung dieses Projekts führte im Vorjahr zu einem sehr guten Geschäftsverlauf, der sich so in diesem Jahr nicht wiederholen lassen dürfte. Zudem wirkt sich die oben schon angesprochene Zurückhaltung der Finanzdienstleister aufgrund der Abnehmerstruktur bei Services dämpfend aus. Das Segment Resourcing wird unseres Erachtens auch weiterhin von dem Fachkräftemangel im IT-Sektor sowie der laufenden Internationalisierung profitieren. Vor diesem Hintergrund sollte die Normalisierung der Auftragslage im Third Party Management – im Vorjahr konnte ein Großauftrag von einer Frankfurter Großbank akquiriert werden, der im weiteren Verlauf noch kräftig aufgestockt wurde – überkompensiert werden können. Zudem sollte sich der Umsatzmix zwischen den beiden Bereichen (TPM, Resource Management) dadurch zugunsten des Resource Management verlagern, was sich positiv auf die Segmentmarge auswirken dürfte. Das mit Abstand kleinste Segment Software sollte zwar das dynamischste Umsatzwachstum aufweisen können, die hohen Aufwendungen in Vertrieb und Marketing werden unseres Ermessens allerdings noch keine Rückkehr in die Gewinnzone erlauben.

Über das Jahr 2008 hinaus gehen wir auf Konzernebene von einem durchschnittlichen Umsatzzuwachs im mittleren einstelligen Prozentbereich aus. In dieser betont konservativen Prognose spiegelt sich unsere Zurückhaltung angesichts der Auswirkungen einer möglichen längeren Rezession in den USA wider. Obwohl die USA für GFT keine ausschlaggebende Bedeutung besitzt, würde ein Übergreifen der Rezession auf Europa auch an GFT nicht spurlos vorübergehen. Aber auch in einem solchen Umfeld sollte es GFT gelingen, weitere Umsatzzuwächse zu generieren. Dafür sprechen die bereits angesprochenen Trends in den Märkten von GFT sowie die Ausweitung der Geschäftstätigkeit in neue Regionen bzw. neue Abnehmerbranchen. Eine mögliche sehr dynamische Umsatzentwicklung der Lizenzerlöse im Software Segment haben wir dabei ebenfalls bewusst nicht berücksichtigt, da dies unseres Erachtens aufgrund der frühen

Resourcing kompensiert erwartete Schwäche im IT-Service

Phase im Produktlebenszyklus von inboxx noch nicht seriös prognostizierbar ist. Somit bildet inboxx in unserer Betrachtung (ebenso wie bei der noch folgenden Bewertung) eine zusätzliche Option für die Zukunft. Wenn wir unseren für 2009 erwarteten Umsatz in Höhe von 285 Mio. € auf 2011 extrapolieren ergibt sich ein Wert von etwa 300 Mio. €. Dieser Wert liegt deutlich unter dem vom Management für 2011 angestrebten Umsatz in Höhe von 350 Mio. €, was unseres Erachtens allerdings keinen Widerspruch darstellt. Erstens könnte die Lücke durch Akquisitionen aufgefüllt werden, die wir in unserer Projektion nicht berücksichtigt haben und zweitens könnte das Softwaresegment mit inboxx noch für manche positive Überraschung sorgen.

#### Umsatz- und Ergebnisprognose GFT Technologies - Basisszenario

Mio. €	08e	09e	10e	11e
Services	95	102	109	116
Resourcing	151	157	168	178
Software	9	11	13	16
<b>Konzernumsatz</b>	<b>255</b>	<b>270</b>	<b>290</b>	<b>310</b>
Services	7,8%	7,9%	8,3%	8,5%
Resourcing	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%
Software	-8,2%	-4,0%	4,0%	10,0%
<b>Operative Marge</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,7%</b>
Services	7,4	8,1	9,0	9,9
Resourcing	5,0	5,3	5,9	6,2
Software	-0,7	-0,4	0,5	1,6
<b>Ergebnisse der Segmente</b>	<b>11,7</b>	<b>13,0</b>	<b>15,4</b>	<b>17,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11,9</b>	<b>13,0</b>	<b>15,5</b>	<b>18,0</b>
EBITDA-Marge	4,7%	4,8%	5,3%	5,8%
<b>EBIT</b>	<b>10,3</b>	<b>11,3</b>	<b>13,6</b>	<b>16,0</b>
EBITDA-Marge	4,0%	4,2%	4,7%	5,2%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>10,2</b>	<b>12,0</b>
Nettomarge	3,0%	3,1%	3,5%	3,9%
<b>Ergebnis je Aktie (in €)</b>	<b>0,29</b>	<b>0,32</b>	<b>0,39</b>	<b>0,46</b>

Quelle: LBBW

Bezogen auf die Ergebnisentwicklung rechnen wir tendenziell mit positiven Volumeneffekten auf der Kostenseite und einem schrittweise reduzierten Einsatz von Fremdleistungen, so dass die Rentabilität im Zeitablauf sukzessive ansteigen sollte. Für 2010 erwarten wir eine EBIT-Marge von 5,2% gegenüber 4,0% im abgelaufenen Geschäftsjahr. Aber auch hier ist ein durchschlagender Erfolg des Software-Segments nicht berücksichtigt. Sollte es GFT gelingen, hier in erheblichem Umfang neue Kunden zu gewinnen, würde sich das nicht nur auf der Umsatzseite sondern dank der hohen Rentabilität insbesondere in einer deutlich höheren Marge niederschlagen. Um dieses Potenzial zu verdeutlichen, stellen wir unserem Basisszenario eine optimistischere Variante gegenüber:

Kontinuierlicher Umsatz- und Ergebniszuwachs erwartet, inboxx zusätzliche Option

**Optimistisches Szenario**

Mio. €	08e	09e	10e	11e
Services	95,1	102,0	109,0	116,0
Resourcing	151,4	157,0	168,0	178,0
Software	11,0	14,3	20,0	25,0
<b>Konzernumsatz</b>	<b>258</b>	<b>273</b>	<b>297</b>	<b>319</b>
Services	7,8%	7,9%	8,3%	8,5%
Resourcing	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%
Software	-4,0%	8,0%	15,0%	20,0%
<b>Operative Marge</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,6%</b>
Services	7,4	8,1	9,0	9,9
Resourcing	5,0	5,3	5,9	6,2
Software	-0,4	1,1	3,0	5,0
<b>Ergebnis der Segmente</b>	<b>12,0</b>	<b>14,5</b>	<b>17,9</b>	<b>21,1</b>
<b>Abweichung ggü. Basisszenario</b>	<b>2,2%</b>	<b>12,2%</b>	<b>16,1%</b>	<b>19,2%</b>

Quelle: LBBW

Wie sich aus obiger Tabelle ablesen lässt, könnte das operative Ergebnis (Summe der Segmentergebnisse) u. E. bis 2010 um etwa 16% über unserem Basisszenario liegen, 2011 sogar knapp 20% darüber, wenn der GFT Technologies mit inboxx ein durchschlagender Erfolg gelingen sollte. In diesem Fall würde unser 6-Monatskursziel nicht tangiert werden, der nach unseren absoluten Bewertungsmodellen ermittelte faire Wert Aktie jedoch um etwa 15% höher liegen. Noch deutlicher wird das Potenzial von inboxx wenn man sich die Bewertung von vergleichbaren Anbietern in den USA (Comm Vault, Iron Mountain) vergegenwärtigt, die aktuell mit dem 2,5 bis 3fachen des für 2008 erwarteten Umsatzes bewertet werden. Geht man nun in einem optimistischen Szenario davon aus, dass das Software-Segment 2009 einen Umsatz von knapp 15 Mio. € erzielen kann, würde die bedeuten, dass dieses Segment im Verlauf des nächsten Jahres an der Börse auf Stand-alone-Basis mit etwa 40 Mio. € bewertet werden würde. Zum Vergleich: Der aktuelle Börsenwert von GFT (Enterprise Value) liegt bei knapp 50 Mio. €.

In einem pessimistischen Szenario würden wir weniger ein Scheitern der inboxx-Software als größtes Risiko ansehen sondern vielmehr eine längere Investitionszurückhaltung der Banken. Hierunter würde insbesondere die Umsatzentwicklung im Segment IT-Services leiden, allerdings hielten wir absolute Umsatzrückgänge auch in diesem Fall für eher unwahrscheinlich. Der wesentliche Grund für diese Annahme liegt in der Kooperation mit der Software AG in Brasilien, die negative Entwicklungen in den Kernmärkten zumindest kompensieren sollte. Dank des hohen Anteils von freiberuflich Beschäftigten halten wir auch einen drastischen Margenverfall nicht für realistisch. Das Resourcing Segment sollte aufgrund der Fokussierung auf die Vermittlung von IT-Spezialisten am wenigsten von einer konjunkturellen Eintrübung betroffen sein, da die Angebotslücke in diesem Marktsegment unseres Ermessens mittelfristig auch bei einer rückläufigen Nachfrage nicht wesentlich kleiner werden dürfte. Das Software Segment dürfte in einem pessimistischen Szenario nicht an die aus der aktuellen Vertrieboffensive resultierenden Umsatzzuwächse anknüpfen können und ab 2009 nur noch knapp zweistellige Zuwachsraten aufweisen können mit entsprechenden Folgen für die Rentabilität. Per Saldo würden sich die Folgen schon im lau-

**Kurzfristig liegen die größten Risiken im Segment IT-Services**

fenden Jahr im Zahlenwerk spürbar machen und zu einem etwa 10% niedrigeren operativen Ergebnis (der Segmente) führen. Somit wäre unser Kursziel von 3,40 € eindeutig zu hoch. Der faire Wert hingegen würde sich nur im einstelligen Prozentbereich verringern, da sich an unseren langfristigen Annahmen keine allzu großen Veränderungen ergeben würden.

### Pessimistisches Szenario

Mio. €	08e	09e	10e	11e
Services	93,0	95,0	100,0	108,0
Resourcing	151,4	157,0	168,0	178,0
Software	8,0	10,0	11,5	13,0
<b>Konzernumsatz</b>	<b>252</b>	<b>262</b>	<b>280</b>	<b>299</b>
Services	7,0%	7,3%	7,6%	8,0%
Resourcing	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%
Software	-9,0%	-5,0%	1,0%	5,0%
<b>Operative Marge</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,2%</b>
Services	6,5	6,9	7,6	8,6
Resourcing	5,0	5,3	5,9	6,2
Software	-0,7	-0,5	0,1	0,7
<b>Ergebnis der Segmente</b>	<b>10,8</b>	<b>11,8</b>	<b>13,6</b>	<b>15,5</b>
<b>Abweichung ggü. Basisszenario</b>	<b>-7,8%</b>	<b>-9,1%</b>	<b>-12,0%</b>	<b>-12,3%</b>

Quelle: LBBW

## Anhang

### Gewinn- und Verlustrechnung

	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>174</b>	<b>247</b>	<b>255</b>	<b>270</b>	<b>290</b>
Veränderung (%)	43,6	42,3	3,2	5,9	7,4
Bestandserhöhungen und andere aktivierte Eigenleistungen	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>174</b>	<b>247</b>	<b>255</b>	<b>270</b>	<b>290</b>
Materialkosten	(87)	(150)	(154)	(164)	(176)
Personalkosten	(62)	(65)	(71)	(73)	(77)
Sonstige betriebliche Erträge	3	2	2	2	2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(20)	(21)	(20)	(22)	(24)
<b>EBITDA</b>	<b>7,6</b>	<b>13,2</b>	<b>11,9</b>	<b>13,0</b>	<b>15,5</b>
Marge (%)	4,4	5,4	4,7	4,8	5,3
Abschreibungen	(1,2)	(1,4)	(1,6)	(1,7)	(1,9)
<b>EBIT</b>	<b>6,4</b>	<b>11,8</b>	<b>10,3</b>	<b>11,3</b>	<b>13,6</b>
Finanzergebnis	0,2	0,5	0,7	0,8	0,9
<b>Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,7</b>	<b>12,4</b>	<b>11,0</b>	<b>12,1</b>	<b>14,5</b>
<b>Vorsteuerergebnis</b>	<b>6,7</b>	<b>12,4</b>	<b>11,0</b>	<b>12,1</b>	<b>14,5</b>
EE-Steuern	(2)	(4)	(3)	(4)	(4)
Steuerquote (%)	23,3	30,5	30,0	30,0	30,0
<b>Ergebnis fortgeführtes Geschäft vor Anteilen Dritter</b>	<b>5,1</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>10,2</b>
Anteile Dritter	0	0	0	0	0
<b>Ergebnis fortgeführtes Geschäft</b>	<b>5,1</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>10,2</b>
Nicht fortgeführte Aktivitäten	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>5,1</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>10,2</b>
Veränderung (%)	380,0	68,2	(10,1)	9,8	20,0
Anzahl der Aktien	26	26	26	26	26
<b>Jahresüberschuss pro Stammaktie (€)</b>	<b>0,19</b>	<b>0,33</b>	<b>0,29</b>	<b>0,32</b>	<b>0,39</b>
Veränderung (%)	375,0	73,7	(12,1)	10,3	21,9

**Bilanz**

<b>Aktiva</b>	12/2005	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>32</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	16	21	21	21	21	21
davon Goodwill	15	20	20	20	20	20
Sachanlagen	2	2	3	3	3	4
Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0
Sonstige Vermögensgegenstände	0	1	1	1	1	1
Latente Steuern	6	6	6	6	6	6
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>54</b>	<b>61</b>	<b>81</b>	<b>88</b>	<b>98</b>	<b>109</b>
Vorräte	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23	34	48	50	52	55
Sonstige Vermögensgegenstände	3	3	4	5	5	5
Wertpapiere	8	4	3	3	3	3
Flüssige Mittel	21	20	26	31	37	46
<b>Vermögenswerte aus Absatzfinanzierung</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Vermögenswerte der nicht fortgeführten Aktivitäten</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>78</b>	<b>92</b>	<b>112</b>	<b>120</b>	<b>130</b>	<b>142</b>

**Passiva**

<b>Eigenkapital</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>69</b>	<b>76</b>
in % der Bilanzsumme	56,7	53,5	51,6	52,4	53,0	53,4
Gezeichnetes Kapital	26	26	26	26	26	26
Eigene Aktien (Nennwert)	0	0	0	0	0	0
Kapitalrücklage	67	67	42	42	42	42
Gewinnrücklage	2	2	2	0	0	7
Bilanzverlust	(52)	(47)	(13)	(5)	0	0
Sonstige Eigenkapitalveränderungen	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)
EK der nicht fortgeführten Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0	0
<b>Genußrechtskapital</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Pensionsrückstellungen	1	1	1	1	1	1
Übrige Rückstellungen	1	2	1	2	2	2
Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten	1	0	0	0	0	0
Latente Steuern	0	0	1	1	1	1
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>57</b>	<b>62</b>
Übrige Rückstellungen	10	13	14	16	17	19
Finanzverbindlichkeiten	0	2	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10	16	29	29	31	34
Sonstige Verbindlichkeiten	9	9	9	9	9	9
<b>Verpflichtungen aus Absatzfinanzierung</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Verbindlichkeiten der nicht fortgeführten Aktivitäten</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>78</b>	<b>92</b>	<b>112</b>	<b>120</b>	<b>130</b>	<b>142</b>

## Kennzahlen

### Kennzahlen

	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
<b>Investment Kennzahlen</b>					
KGV	13,3	9,5	8,7	7,9	6,5
EPS Wachstum (%)	375,0	73,7	(12,1)	10,3	21,9
Kurs / Buchwert	1,3	1,4	1,1	1,0	0,9
Enterprise Value / Umsatz	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
Enterprise Value / EBITDA	8,0	5,6	4,4	4,0	3,4
Enterprise Value / EBIT	9,5	6,2	5,1	4,6	3,8
<b>Bonitätskennziffern</b>					
Nettoverschuldung / EBITDA	(0,7)	(0,7)	(1,2)	(1,6)	(1,6)
Gearing (%)	(11,4)	(16,3)	(22,4)	(29,4)	(33,6)
EK-Quote adjustiert (%)	71,3	59,4	56,9	60,1	63,5

### Cash flow

	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
<b>Jahresüberschuß vor Anteilen Dritter</b>	<b>5,1</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>10,2</b>
Abschreibungen	1	1	2	2	2
Veränderung Rückstellungen	3	0	2	2	2
Veränderung Working capital	(9)	(2)	(2)	(1)	(0)
Veränderung latente Steuern (Bilanz)	(1)	0	0	0	0
Veränderung Vermögenswerte nicht fortgeführter Aktivitäten	0	0	0	0	0
<b>Operativer Cash flow</b>	<b>(0,5)</b>	<b>9,2</b>	<b>9,7</b>	<b>11,2</b>	<b>14,1</b>
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
Investitionen in Sachanlagen	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
Investitionen in Finanzanlagen	0	0	0	0	0
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(5)	0	0	0	0
<b>Cash flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>(6,5)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(2,3)</b>
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0
Dividendensumme	0	0	0	(3)	(3)
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	2	(2)	0	0	0
Veränderung Vermögenswerte aus Absatzfinanzierung	0	0	0	0	0
Veränderung Verbindlichkeiten nicht fortgeführter Aktivitäten	0	0	0	0	0
<b>Cash flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>2,4</b>	<b>(2,4)</b>	<b>0,1</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,2)</b>
Sonstiges	(0)	(0)	(3)	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel incl. Wertpapiere</b>	<b>(4,8)</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>6,5</b>	<b>8,7</b>
Zinsaufwand	0	0	0	0	0
<b>Free Cash flow</b>	<b>(6,9)</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>9,2</b>	<b>11,9</b>

**Details zum Peer group-Vergleich**

Unternehmen	Enterprise Value	Umsatz (Mio. LW)		EBITDA (Mio. LW)		EV/Umsatz		EV/EBITDA	
	Mio. LW	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e
IDS Scheer	183	404	420	38	45	0,45	0,44	4,80	4,03
Realtech	52	71	76	8	9	0,74	0,69	6,28	5,61
AC-Service	26	84	89	6	6	0,32	0,30	4,82	4,27
Canit AG	53	79	85	11	12	0,67	0,63	5,05	4,29
Bechtle	383	1489	1578	76	84	0,26	0,24	5,04	4,55
Cancom IT Syst.	48	338	361	9	10	0,14	0,13	5,25	4,93
Sinner Schrader	11	22	24	2	3	0,49	0,46	4,57	3,91
syskoplan	25	63	69	8	8	0,40	0,37	3,23	3,02
<b>Mittelwert IT-Service/Software Peer group</b>						<b>0,43</b>	<b>0,41</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>
Hays	1578	2556	2790	261	276	0,62	0,57	6,04	5,71
Michael Page	935	963	1047	171	173			5,46	5,40
Robert Walters	112	354	386	27	30	0,32	0,29	4,16	3,76
Adecco	12570	34289	35319	1728	1714	0,37	0,36	7,27	7,34
SThree	266	618	693	67	76			3,95	3,51
Manpower	5314	23578	24778	875	919	0,23	0,21	6,07	5,78
Robert Half Int.	3431	4884	5043	511	509			6,71	6,75
Randstad Hold	4614	9425	9491	596	602	0,49	0,49	7,75	7,66
Vedior	3650	8720	9224	426	428	0,42	0,40	8,57	8,53
Empresaria	39	202	223	10		0,19	0,17	3,75	
Healthcare Locums	161	175	201	21	24			7,75	6,59
Penna Consult.	23	45	49	3	4			9,04	6,46
Spring Group	43	495	563	12	14	0,09	0,08	3,63	3,04
<b>Mittelwert Resourcing Peer group</b>						<b>0,34</b>	<b>0,32</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>

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

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: 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.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW		
Kaufen	Halten	Verkaufen
55,1 %	33,0 %	12,0 %

### Rating-Chronik

Datum	Rating
27.05.2008	Kaufen

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