



Independent Research

Investment-Studie

itelligence

Marktsegment: Prime All Share

Branche: IT-Services

November 2003

Hauptsitz:

Independent Research -
Unabhängige Finanzmarkt-
analyse GmbH
Zeppelinallee 37
60325 Frankfurt am Main
ab 01.12.2003:
Staufenstraße 46
60323 Frankfurt am Main

Tel.: 069/971490-0
Fax: 069/971490-90

E-Mail: info@irffm.de

Geschäftsführer:

Pierre Drach

Analyst dieser Studie:

Norbert Kretlow
Frankfurt, den 25.11.2003

Disclaimer

Dieses Dokument ist im Auftrag der hier beschriebenen Gesellschaft erstellt worden. Die Independent Research GmbH ist nicht befugt, Aussagen oder Garantien im Namen der Gesellschaft abzugeben. Insbesondere sind die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen allein die der Autoren. Sie haben nur am heutigen Datum Gültigkeit und können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden.

DIESES DOKUMENT WIRD IHNEN AUSSCHLIESSLICH ZU IHRER INFORMATION ZUR VERFÜGUNG GESTELLT. DIESES DOKUMENT DARF WEDER ALS GANZES NOCH TEILWEISE REPRODUZIERT ODER AN EINE ANDERE PERSON WEITERVERTEILT WERDEN.

Es ist nicht auszuschließen, dass dieser Bericht noch wesentlich geändert wird. Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokuments nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung impliziert. Der Empfänger dieses Dokuments sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Weder die Independent Research GmbH noch die beschriebene Gesellschaft oder eine andere Person haftet für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokuments oder der darin enthaltenen Angaben oder sich anderweitig in Zusammenhang damit ergibt.

DIESES DOKUMENT STELLT WEDER EIN ANGEBOT NOCH EINE EINLADUNG ZUR ZEICHNUNG ODER ZUM KAUF EINES WERTPAPIERES DAR, NOCH BILDET DIESES DOKUMENT ODER DARIN ENTHALTENE INFORMATIONEN EINE GRUNDLAGE FÜR EINE VERTRAGLICHE ODER ANDERWEITIGE VERPFLICHTUNG IRGEND-EINER ART.

OFFENLEGUNG MÖGLICHER INTERESSENSKONFLIKTE NACH §34b WpHG IM ZEITPUNKT DER VERÖFFENTLICHUNG:

Weder Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen.

a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals,

b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.

c) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist eine vertragliche Beziehung zwischen dem hier dargestellten Unternehmen und Independent Research für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

AKTIEN DEUTSCHLAND - UPDATE

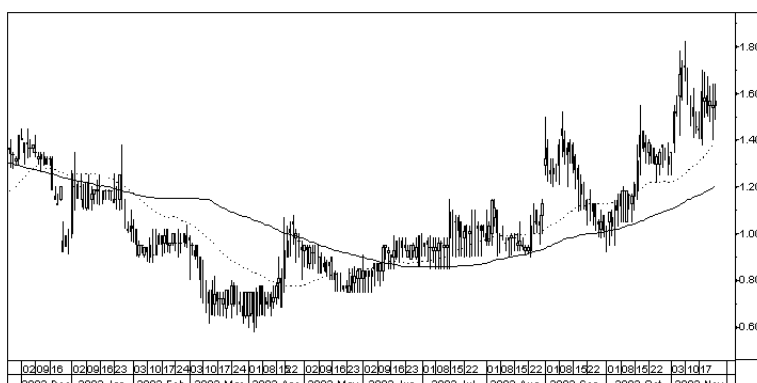
Spekulativ Kaufen

ITELLIGENCE

Ereignis:
Update Q3 2003

Einschätzung:
Spekulativ Kaufen

IR	3	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



Norbert Kretlow
Telefon: +49 (0)69 / 971490-0

itelligence; 25. November 2003

- ⇒ **In Q3 2003 zeigen sich weiterhin das europäische Auslandsgeschäft sowie das Kerngeschäft in Deutschland als Schwachpunkte**
- ⇒ **Das Amerika-Geschäft entwickelt sich dagegen sehr positiv und gibt einen Ausblick auf das Potenzial des Geschäftsmodells**
- ⇒ **Der SAP-Beratungsmarkt zeigt gegenwärtig eine Tendenz zur Stabilisierung**
- ⇒ **Aufgrund des sich abzeichnenden Turnaround sowie des operativen Hebels votieren wir unverändert mit Spekulativ Kaufen**

itelligence		IT-Services		Performance			
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	10,85		
Aktienanzahl (Mio.)	16,8	www.itelligence.de		Rel. 3 Monate	41,83		
Ø Tagesumsatz	46.091	Letzte Dividende	-	Rel. 6 Monate	51,04		
WKN	730040	Marktkapt.Mio.Euro	26,3	Rel. 12 Monate	0,51		
Kurs	1,57	Währung	EUR	Beta	0,80		
52W Hoch	1,82	Datum	10.11.2003	Prime All Share	0,003%		
52W Tief	0,58	Datum	03.04.2003	Prime Software	0,036%		
Aktionäre:	Wolfgang Schmidt 16,2%; Familie Vogel 15,9%; Petra Berner 6,9%; Familie Frank 7,6%; Christel Lamb 6,0%; Freefloat 47,4%						
Beteiligungen:	28 Tochtergesellschaften im In- und Ausland zu je 100%: it-go GmbH 85%; ITC Information Technology Consulting GmbH 56%; HONICO SYSTEMS GmbH 51%; u.a.						
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	
2002	168,5	-3,5	-9,0	-16,1	-0,96	neg.	EV/Umsatz 04e: 0,28
2003e	144,5	-7,5	-9,1	-10,3	-0,61	neg.	EV/EBIT 04e: 3,88
2004e	138,2	8,5	7,3	4,2	0,25	6,3	Div-Rendite 03e: 0,0%
2005e	148,6	10,9	9,7	5,5	0,33	4,8	CAGR Umsatz 01-04e: -4,1%
							CAGR JÜ 01-04e: -
Zahlen in Mio. Euro außer EpS, hist.KGVs auf Jahresdurchschnittskurse							RL: US-GAAP

Das Unternehmen

itelligence bietet das komplette Leistungsspektrum im SAP-Umfeld an

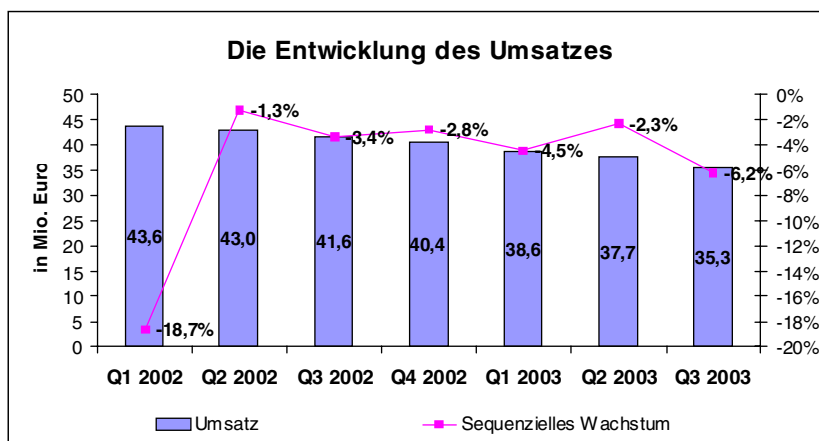
itelligence ist SAP Global Services Partner

itelligence ist ein IT-Komplettanbieter, der sich auf den SAP-Markt fokussiert. Das Angebotsportfolio des Unternehmens umfasst im SAP-Umfeld das komplette Leistungsspektrum. Als Komplettanbieter betreut itelligence seine Kunden über den gesamten Lebenszyklus der IT-Investition. Das Unternehmen zielt sowohl auf mittelständische Kunden mit einem jährlichen Umsatzvolumen von bis zu rund 130 Mio. Euro als auch auf Großunternehmen. Im Bereich der Mittelstandskunden besitzt itelligence profunde Branchenkenntnisse in den Zielbranchen. Wir halten diese für einen wichtigen strategischen Erfolgsfaktor. Ein weiterer Erfolgsfaktor im Mittelstandsgeschäft sind Branchenlösungen. Über diese verfügt itelligence in weltweit 18 Branchen. Auf der Systems 2003 stellte das Unternehmen eine neue Branchenlösung für die High-Tech und Elektroindustrie vor. Im Bereich der Großkunden hat sich itelligence als dedizierter Lösungsanbieter positioniert. itelligence konzentriert sich also auf Spezialthemen, wie z.B. CRM, SCM oder Portale, sowie auf Projekte bei Konzern-Tochterunternehmen. Das Produktportfolio von itelligence umfasst die drei Geschäftsfelder Consulting, Lizenzvertrieb sowie Outsourcing/Services. itelligence erhielt im Januar 2003 den Status als SAP Global Services Partner, den gegenwärtig weltweit nur 13 Unternehmen haben.

Operative Entwicklung

Das Outsourcing-Geschäft wies in Q3 2003 ein deutliches Umsatzwachstum aus

Im dritten Quartal 2003 erzielte itelligence einen Umsatz von rund 35,3 (41,6) Mio. Euro. Strukturell zeigen sich die Sektoren Consulting und Lizenzumsätze als Schwachpunkte. Der Umsatz im Bereich Consulting reduzierte sich auf 25,1 (30,6) Mio. Euro, die Reduktion lag also bei rund 18,0% im YoY-Vergleich. Noch deutlicher war die Umsatzreduktion bei den Lizenzumsätzen. In Q3 2003 betragen diese 2,6 (4,5) Mio. Euro. Die Lizenzumsätze sind damit auch im sequenziellen Vergleich deutlich gefallen. In Q2 2003 hatten diese noch bei rund 4,4 Mio. Euro gelegen. Das Outsourcing-Geschäft zeigte ein deutliches Umsatzwachstum auf 7,2 (5,7) Mio. Euro. Bei regionaler Betrachtung erwies sich das Geschäft in den USA als wachstums- und ertragsstark. Der Umsatz des Segments Amerika stieg in den ersten drei Quartalen 2003 auf 28,0 (23,5) Mio. Euro, das EBIT verbesserte sich auf 2,3 (-0,6) Mio. Euro. Dagegen verbuchte das Geschäft in Deutschland mit einem Umsatz von 57,8 (70,7) Mio. Euro eine deutliche Umsatzreduktion sowie mit einem EBIT von -5,7 (2,0) Mio. Euro einen deutlichen operativen Verlust. Auch in der Region Rest Europa zeigte sich eine Umsatzreduktion auf 29,3 (38,3) Mio. Euro sowie ein operativer Verlust von -4,0 (0,0) Mio. Euro. Hintergrund der Entwicklung war vor allem ein schwacher Absatz im Non-SAP-Bereich. Dort reduzierte sich der Umsatz in den ersten drei Quartalen 2003 um 8,3 Mio. Euro.



Die Restrukturierungsmaßnahmen sind nun weitgehend abgeschlossen

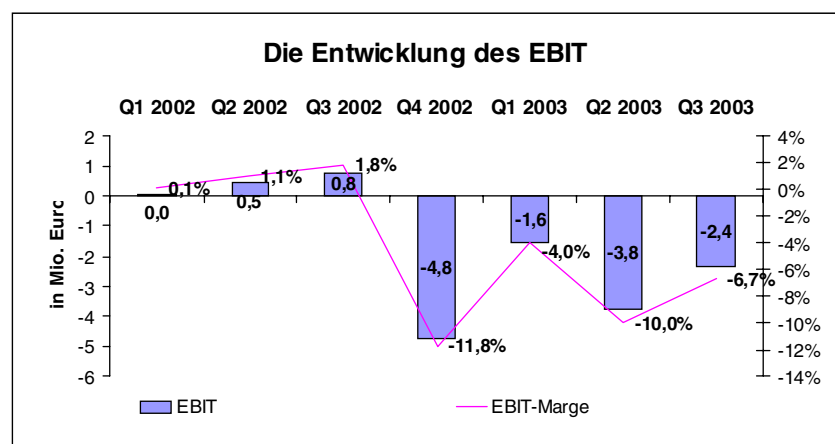
Die operativen Verluste in den Bereichen Deutschland und Rest Europa beruhen zu einem erheblichen Teil auch auf den Restrukturierungskosten von 3,8 Mio. Euro, die in den ersten drei Quartalen angefallen waren. Auf Konzernebene erreichte das EBIT in den ersten drei Quartalen -7,7 (1,3) Mio. Euro, in Q3 2003 isoliert lag das EBIT bei -2,4 (0,8) Mio. Euro. Dieses Ergebnis wurde von Restrukturierungskosten i.H.v. 1,1 Mio. Euro sowie Impairments auf aktivierte Firmenwerte i.H.v. rund 1,5 Mio. Euro belastet. Ohne diese Effekte lag das EBITA bei 0,2 Mio. Euro. Damit konnte itelligence in Q3 2003 ohne Sondereffekte bereits wieder operativ profitabel arbeiten. Der operative Cashflow des Q3 2003 lag bei +1,4 Mio. Euro wobei das Unternehmen rund 2,4 Mio. Euro aus dem NWC gewann, der Brutto-Cashflow lag bei -1,0 Mio. Euro.

Die Verlustsituation in Q3 2003 beruht damit im Wesentlichen auf Sondereffekten (Impairments und Restrukturierungskosten) sowie auf Problemen im europäischen Ausland und im Sektor Non-SAP. Die Restrukturierung des Konzerns ist nun weitgehend abgeschlossen. Die Effekte werden erst in 2004 voll sichtbar. Auf die Schwäche im Bereich Non-SAP reagiert das Unternehmen mit der Schließung dieses Bereichs zum Ende 2003. Damit sind aus unserer Sicht alle Voraussetzungen zur Rückkehr in die Profitabilität getroffen. Für 2003 erwarten wir einen Umsatz von 144,5 Mio. Euro, ein EBIT von -7,5 Mio. Euro und ein EpS von -0,61 Euro. Ab 2004 erwarten wir einen nachhaltigen Turnaround. Dann sollte durch die Restrukturierungsmaßnahmen eine Rohmarge im Bereich von 28% erzielbar sein, zugleich erwarten wir Skaleneffekte durch eine deutliche Reduktion im SG&A-Block. Wir erwarten in 2004 einen Umsatz von 138,2 Mio. Euro und ein EpS von 0,25 Euro. Für 2005 gehen wir von einem Umsatz von 148,6 Mio. Euro und einem EpS von 0,33 Euro aus.

Strategie

Die Neustrukturierung des Unternehmens führte zur Schließung des Non-SAP-Bereichs

Die gegenwärtige Branchenkrise macht eine Neustrukturierung erforderlich. In deren Rahmen wurde in einem ersten Schritt in H1 2003 die Organisation des Unternehmens sowie die Aufstellung kurzfristig angepasst. In Q1 2003 war das Controlling effizienter gestaltet worden. Hierdurch wurde es möglich, die Ressourcen schneller an Nachfrageänderungen und an damit verbundene Auslastungsschwankungen anzupassen. In Q3 beschloss das Unternehmen die Trennung vom Non-SAP-Bereich, da nicht absehbar ist, dass dieser kurzfristig in die Profitabilität zurückgeführt werden kann. Hierdurch fokussiert sich das Unternehmen stärker auf das SAP-Umfeld.



Bewertung nach dem DCF-Modell										
in Mio. Euro	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatz	144,49	138,20	148,57	160,46	173,29	187,16	198,38	210,29	218,59	227,23
Wachstum Umsatz	-4,4%	-4,4%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	4,0%	4,0%
EBIT-Marge	-5,2%	6,1%	7,3%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	-7,47	8,46	10,90	14,44	17,24	18,62	19,74	20,92	21,75	22,61
- Ertragssteuern	0,00	0,00	0,00	-3,71	-6,90	-7,45	-7,90	-8,37	-8,70	-9,04
+ Abschreibungen	4,50	3,32	3,53	3,77	4,03	4,30	4,53	4,77	4,93	5,10
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,04	0,03	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto-Cash-Flow	-2,93	11,82	14,47	14,54	14,41	15,52	16,42	17,37	18,04	18,73
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	2,00	0,01	-0,02	-0,02	-0,03	-0,03	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-2,30	-2,97	-3,21	-3,47	-3,74	-3,97	-4,21	-4,37	-4,54	-4,54
Free Cash-Flow	-3,23	8,86	11,24	11,05	10,65	11,53	12,19	12,98	13,48	14,16
Barwerte	-3,18	7,42	8,01	6,70	5,49	5,06	4,55	4,12	3,64	3,26
Summe Barwerte	45,06									
Terminalwert	20,15									
										in % vom Gesamtwert : 31%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	65,21									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	4,17									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-20,20									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	49,18									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	16,8									
Kurs in Euro	2,93									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Model:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	75%	Fremdkapital:	25%	
risikofreie Rendite:	4,42%	Beta:	1,88	Risikoprämie FK:	6,00%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield:	40,0%
		Zins EK:	19,5%	Zins FK:	6,3%
Wachstumsrate FCF:	0,0%	WACC:	16,2%	Datum:	25.11.03

DCF-Bewertung
Quelle: Independent Research

Fazit

In Q3 2003 zeigen sich weiterhin das europäische Auslandsgeschäft sowie das Kerngeschäft in Deutschland als Schwachpunkte. Das Amerika-Geschäft entwickelt sich dagegen sehr positiv und gibt einen Ausblick auf das Potenzial des Geschäftsmodells. itelligence hat die Restrukturierung inzwischen größtenteils abgeschlossen. Deren Effekte werden erst in 2004 voll sichtbar. Ein wesentlicher Anteil der strukturellen Schwäche beruht auf dem Non-SAP-Bereich. Von diesem trennt sich das Unternehmen, womit ein weiterer Problemkreis eliminiert wird. Damit hat das Unternehmen aus unserer Sicht die erforderlichen Schritte unternommen, um nachhaltig in die Profitabilität zurückzukehren. Der SAP-Beratungsmarkt zeigt gegenwärtig eine Tendenz zur Stabilisierung. Die Überkapazitäten, die in den vergangenen Quartalen die Preise unter Druck gebracht haben, wurden zu einem erheblichen Teil abgebaut. Dieser Faktor sollte den Turnaround von itelligence unterstützen.

Das Unternehmen besitzt einen beträchtlichen operativen Hebel. Die Aktie von itelligence zeigt damit ein interessantes Chance-Risiko-Profil. Mit der erwarteten Normalisierung in der ITBranche sollte das Unternehmen mittelfristig wieder zu einer angemessenen Profitabilität zurückkehren können. Die potenzielle EBIT-Marge in der Branche sehen wir weiterhin im Bereich von rund 10%. Das von uns berechnete DCF-Modell zeigt ein erhebliches Potenzial für die Aktie. Auf Basis dieses Modells ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von rund 49,2 Mio. Euro oder 2,93 Euro pro Aktie. Eine wesentliche Schwäche sehen wir derzeit in der Eigenkapitalbasis. Aufgrund des sich abzeichnenden Turnaround sowie des operativen Hebels votieren wir unverändert mit Spekulativ Kaufen.

Die Aktie besitzt ein interessantes Chance-Risiko-Profil - Wir votieren unverändert mit Spekulativ Kaufen

Intelligence									
Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)									
	Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez US-GAAP	1999	2000e	2001	2002	2003e	2004e	2005e
Umsatzerlöse			112,45	148,64	182,88	168,54	144,49	138,20	148,57
Veränderung ggü. Vorjahr			-	32%	23%	-8%	-14%	-4%	8%
Materialaufwand / Herstellungsaufwand in % Umsatz			82,49 73,4%	111,59 75,1%	135,01 73,8%	127,05 75,4%	109,11 75,5%	99,14 71,7%	106,47 71,7%
Brutto-Ergebnis vom Umsatz			29,96	37,05	47,87	41,49	35,38	39,06	42,10
Fohrmarge			26,6%	24,9%	26,2%	24,6%	24,5%	28,3%	28,3%
Vertriebsaufwand in % Umsatz			8,16 7,3%	14,53 9,8%	18,64 10,2%	15,28 9,1%	13,95 9,7%	13,30 9,6%	14,20 9,6%
Allgemeiner Verwaltungsaufwand in % Umsatz			10,36 9,2%	18,10 12,2%	26,16 14,3%	29,16 17,3%	26,07 18,0%	16,60 12,0%	16,30 11,0%
Aufwand für F&E in % Umsatz			0,00 0,0%	4,91 3,3%	5,08 2,8%	1,06 0,6%	0,98 0,7%	0,70 0,5%	0,70 0,5%
Saldo Sonstige betr. Aufwendungen/Erträge in % Umsatz			0,03 0,0%	0,41 0,3%	-2,58 -1,4%	1,04 0,6%	-0,38 -0,3%	0,0%	0,0%
Goodwill-Abschreibungen in % Umsatz			0,57 0,5%	1,76 1,2%	3,32 1,8%	0,56 0,00	1,47 0,01	0,00	0,00
EBIT; operatives Ergebnis			10,90	-1,84	-7,91	-3,52	-7,47	8,46	10,90
in % Umsatz			9,7%	-1,2%	-4,3%	-2,1%	-5,2%	6,1%	7,3%
Finanzergebnis			0,36	0,21	-0,87	-5,46	-1,67	-1,20	-1,20
in % Umsatz			0,3%	0,1%	-0,5%	-3,2%	-1,2%	-0,9%	-0,8%
EBT			11,26	-1,63	-8,78	-8,98	-9,14	7,26	9,70
in % Umsatz			10,0%	-1,1%	-4,8%	-5,3%	-6,3%	5,3%	6,5%
Steuern vom Einkommen und Ertrag in % EBT			6,28 55,8%	0,00 0,1%	-3,33 37,9%	6,08 55,0%	1,54 1,1%	2,90 2,1%	3,88 2,6%
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag vor Minderheitenanteilen			4,98	-1,63	-5,45	-15,06	-10,68	4,36	5,82
in % Umsatz			4,4%	-1,1%	-3,0%	-8,9%	-7,4%	3,2%	3,9%
Minderheitenanteile			0,09	0,12	0,20	-0,17	0,42	-0,20	-0,29
Effekte aus Änderung der Rechnungslegungsvorschriften						-0,90			
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag			4,89	-1,74	-5,65	-16,13	-10,26	4,16	5,53
in % Umsatz			4,3%	-1,2%	-3,1%	-9,6%	-7,1%	3,0%	3,7%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)			16,4	16,4	16,5	16,8	16,8	16,8	16,8
Ergebnis je Aktie in Euro (bereinigt)			0,30	-0,11	-0,34	-0,96	-0,61	0,25	0,33

Quelle: Intelligence; Independent Research

 Independent Research

Zeppelinallee 37
60325 Frankfurt am Main

ab 01.12.2003:
Staufenstraße 46
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de