



Independent Research

Investment-Studie

itelligence

Marktsegment: Prime All Share

Branche: IT-Services

Mai 2003

Hauptsitz:

Independent Research -
Unabhängige Finanzmarkt-
analyse GmbH
Zeppelinallee 37
60325 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 27.05.2003

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.

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

AKTIEN DEUTSCHLAND - UPDATE

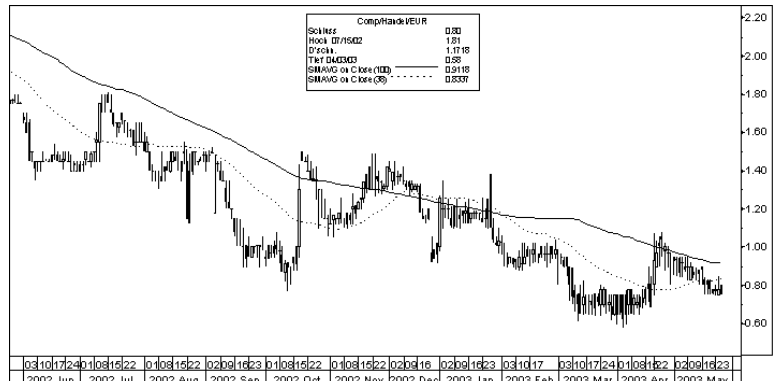
Halten

ITELLIGENCE

Ereignis:
Update Q1 2003

Einschätzung:
Halten

IR	3	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



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

itelligence; 27. Mai 2003

- ⇒ **Regional zeigt sich itelligence in Q1 2003 mit Umsatzeinbußen und operativen Verlusten in den regionalen Kernfeldern mit einer strukturellen Schwäche**
- ⇒ **Noch zeigen sich die Erfolge der Restrukturierung nur an einzelnen Stellen der für Q1 2003 vorgelegten Zahlen, wie z.B. bei der im Vergleich zu Q4 2002 deutlich verbesserten Rohmarge**
- ⇒ **Auch in Q2 2003 werden die Kostensenkungen auf der Bottom-Line noch durch die Kosten der Restrukturierung überdeckt werden**
- ⇒ **Potenzial für die Aktie erwarten wir erst mit den Q3-Zahlen, in denen die Erfolge der Restrukturierung bereits erkennbar sein sollten. Insgesamt bestätigen wir unser Votum Halten**

itelligence		IT-Services		Performance				
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	-21,51			
Aktienanzahl	16,771	www.itelligence.de		Rel. 3 Monate	-24,70			
Ø Tagesumsatz	10083	Letzte Dividende	-	Rel. 6 Monate	-28,18			
WKN	730040	Marktkapt.Mio.Euro	13,4	Rel. 12 Monate	-19,38			
Kurs	0,80	Währung	EUR	Beta	0,92			
52W Hoch	1,81	Datum	15.07.2002	Prime All Share	0,002%			
52W Tief	0,58	Datum	03.04.2003	Prime Software	0,024%			
Aktionäre:	Wolfgang Schmidt 16,2%, Familie Vogel 15,9%, Petra Berner 9,0%, Familie Frank 7,6%, Familie Lamb 7,5%, Freefloat 43,8%							
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	EV/Umsatz 04e:	0,17
2001	182,9	-7,9	-8,8	-5,7	-0,34	neg.	EV/EBIT 04e:	3,09
2002	168,5	-3,5	-9,0	-16,1	-0,96	neg.	Div-Rendite 03e:	0,0%
2003e	155,2	0,2	-1,3	-1,9	-0,11	neg.	CAGR Umsatz 01-04e:	-4,7%
2004e	158,1	8,5	7,4	5,4	0,32	2,5	CAGR JÜ 01-04e:	-
Zahlen in Mio. Euro ausser EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen								RL: US-GAAP

Das Unternehmen

Betätigung in drei Geschäftsbereichen: Consulting, Lizenzvermarktung und Outsourcing/Services

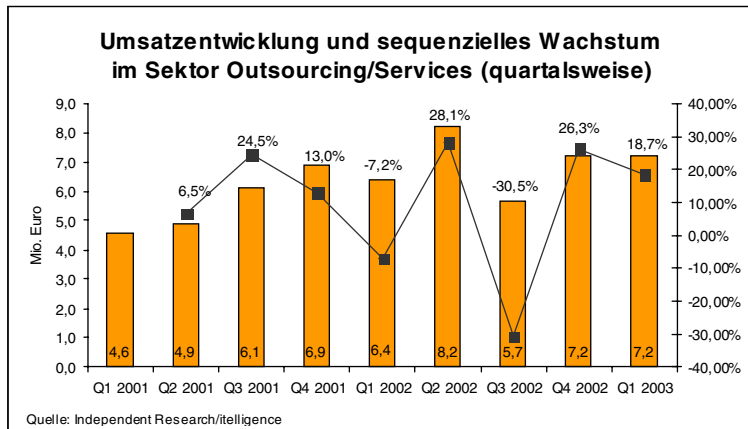
Der Status als SAP Global Services Partner ist wichtig

itelligence ist ein international tätiges IT-Dienstleistungsunternehmen, das in den drei Geschäftsfeldern Consulting, Lizenzvertrieb sowie Outsourcing/Services tätig ist. In Q1 2003 betrug der Umsatzanteil des Consulting im Konzern 70,8% (75,0%), der Umsatzanteil der Lizenzverkäufe erreichte 9,6% (8,5%), der Umsatzanteil Outsourcing/Services betrug 18,7% (14,7%). Damit liegt eine deutliche Verschiebung der Umsätze in den Bereich Outsourcing/Services vor. Kerngeschäft bleibt aber weiterhin die SAP-Beratung. Hier erzielt itelligence rund 60% der Umsätze mit Großkunden, 40% mit Mittelstandskunden. itelligence konzentriert sich auf das Thema SAP. Diese Fokussierung hat den Vorteil, dass ein großer Pool an Mitarbeitern im SAP-Bereich zur Verfügung steht. Hierdurch hat itelligence auch die kritische Masse große Projekte durchzuführen. Die Bindung an SAP ist insgesamt sehr eng. So erhielt itelligence im Januar 2003 den Status als SAP Global Services Partner, den gegenwärtig weltweit nur 11 Unternehmen haben. Durch die globale Partnerschaft wird die Zusammenarbeit zwischen itelligence und SAP weiter intensiviert. itelligence wird früh in die Vermarktung neuer SAP-Lösungen eingebunden und kann technisches know how aufbauen. Dies hat den Vorteil, dass sich itelligence auch in Zukunft früh im Bereich neuer Lösungen positionieren können. Dies sehen wir als Vorteil, denn so kann itelligence das Unternehmensprofil im Markt schärfen, und typischerweise ist der Kostendruck bei neuen Themen geringer als bei Standardprodukten. Dieser Effekt sollte auch dazu beigetragen haben, dass itelligence von einem relativ geringen Nachgeben der Tagessätze seit Q1 2002 berichtet, diese liegen für das Unternehmen im Durchschnitt bei knapp unter 1.000 Euro. Der Status als SAP Global Services Partner ist auch deshalb wichtig, da itelligence in 2000 versucht hatte, durch die Aufnahme weiterer Softwarelieferanten neben SAP eine breitere Positionierung und stärkeres Wachstum zu erreichen. Diese strategische Entscheidung stellte sich im Nachhinein als nachteilig heraus, da die Beziehung zu SAP und damit auch das SAP-Geschäft litt. Die anschließende Umorientierung sah eine Refokussierung auf SAP vor. Die Bestätigung zum SAP Global Services Partner zeigt, dass diese Refokussierung erfolgreich war. Im SAP-Geschäft ist eine tiefe Branchenexpertise ein wesentlicher strategischer Erfolgsfaktor. itelligence besitzt diese in den Branchen Metall, Papier und Holz, in der diskreten Fertigungsindustrie, insbesondere Automobilzulieferer, in den Bereichen Service-Unternehmen sowie Prozessindustrie und im Handel. Branchenlösungen bestehen für die Branchen Automotive, Handel, Holz- und Möbelindustrie, Konsumgüterindustrie, Maschinen und Anlagenbau, Prozessindustrie, Metall- und Kunststoffverarbeitung, Stahl- und Metallerzeugung sowie für die High-Tech-Industrie. In Q1 2003 stellte itelligence auf der Fachmesse Exponet in Österreich ihre von SAP neu qualifizierte Branchenlösung für die Holz- und Möbelindustrie it.wood All-in-One vor, auf der CeBit zeigte das Unternehmen ihre neue Lösung für die Lebensmittelindustrie (it.consumer). Im Sektor Outsourcing/Services erbringt itelligence primär Hosting- und Administrationsdienstleistungen im eigenen Rechenzentrum, aber auch Fernadministration und Systemmanagement im Rechenzentrum von Kunden. Dieser Sektor baute seinen Umsatzanteil im Konzern kontinuierlich aus und wurde von itelligence als wichtiges strategisches Wachstumsfeld identifiziert.

Geschäftsentwicklung in Q1 2003 und Prognosen

itelligence erzielte in Q1 2003 einen Umsatz von 38,6 Mio. Euro

Der Umsatz erreichte 38,6 (43,6) Mio. Euro, wobei die Consultingumsätze mit 27,3 (32,7) Mio. Euro einen Rückgang um 16,5% zeigten, die Umsätze mit Lizenzen blieben unverändert bei 3,7 Mio. Euro. Ein deutliches Wachstum erreichte der Sektor Outsourcing/



Die Restrukturierungsmaßnahmen sollen bis Q2 2003 eingeleitet werden

Services, dessen Umsätze um 12,5% auf 7,2 (6,4) Mio. Euro anstiegen. Regional entwickelte sich der Kernmarkt Deutschland sowie das europäische Ausland schwach. Der Umsatz in Deutschland sank um 13,3% auf 20,5 (23,7) Mio. Euro, es fiel ein EBIT-Verlust von 0,5 (+1,4) Mio. Euro an. Noch negativer war die Entwicklung im Europageschäft: der Umsatz sank um 25,3% auf 10,3 (13,8) Mio. Euro. Das EBIT fiel auf -1,3 (0,0) Mio. Euro. Damit lag die EBIT-Marge bei -12,5%. Dagegen zeigten sich in den USA deutliche Erfolge der Restrukturierung: Der Umsatz stieg auf 8,5 (7,4) Mio. Euro um 15,0% und es konnte ein positives EBIT von 0,4 (-1,1) Mio. Euro erzielt werden. Regional zeigt sich itelligence damit mit Umsatzeinbußen und signifikanten operativen Verlusten in den Kerngeschäften mit einer marktbedingten strukturellen Schwäche. Die straffe Restrukturierung zeigt im Konzern Erfolge. Die Rohmarge konnte in Q1 2003 bei 25,8% (26,2%) stabilisiert werden, nachdem sie in Q4 2002 auf 18,8% gesunken war. Dies wurde durch Einschnitte bei den Mitarbeitern erreicht, deren Zahl zum 31.03.2003 bei 1.382 lag, zum 31.12.2002 waren es noch 1.465 Mitarbeiter. Bei den operativen Kosten zeigt sich noch keine nachhaltige Entlastung, sie lagen bei 11,5 (11,4) Mio. Euro, in denen rund 0,5 Mio. Euro an Restrukturierungskosten enthalten waren. Im Konzern betrug das EBIT damit -1,6 (0,0) Mio. Euro, der Periodenverlust belief sich auf -2,3 (-0,4) Mio. Euro. itelligence befindet sich weiter in einer Restrukturierung, die bis Ende Q2 2003 abgeschlossen sein soll. Die Mitarbeiterzahl sollte bis auf rund 1.300 Personen absinken, die meisten Maßnahmen sind bereits durchgeführt. Das Restrukturierungsprogramm dürfte weitere Kosten i.H.v. rund 4,1 Mio. Euro verursachen, die in Q2 und Q3 2003 ergebniswirksam werden. Durch die Strukturanpassung werden auch Umsätze wegfallen, wir erwarten in den kommenden Quartalen eine Stabilisierung im Bereich von 37 bis 41 Mio. Euro. Unsere aktualisierte Umsatzschätzung für 2003 liegt bei 155,2 (alt: 166,1). Durch die Personalanpassung sollte die Rohmarge deutlich ansteigen, für 2003 erwarten wir 28,5%. Diese Rohmarge ist historisch betrachtet hoch (2001: 26,2%; 2002: 24,6%), angesichts der relativ hohen Marge in Q1 2003 von 25,8% aber realistisch, da ein erheblicher Teil der Kostenentlastung durch die Restrukturierung noch folgt. Auch bei den operativen Kosten gehen wir von weiteren Einsparungen aus, so dass wir im Gesamtjahr ein EBIT von 0,2 Mio. Euro erwarten. Das EpS schätzen wir auf -0,11 Euro. Während die erwarteten Kosteneinsparungen in den Quartalen zwei und drei 2003 noch durch Restrukturierungskosten aufgezehrt werden, werden diese in 2004 ergebniswirksam. Eine stabil hohe Rohmarge von rund 29% und Einsparungen bei den operativen Kosten sollten dann auch im Fall eines weiterhin schwachen Umfeldes eine deutliche Steigerung der Profitabilität ermöglichen. Wir gehen von einem Umsatz 2004 von 158,1 Mio. Euro bei einem EBIT von 8,5 Mio. Euro aus, was einer Marge von 5,4% entspricht. Die EpS-Schätzung liegt in diesem Szenario bei 0,32 Euro.

Strategie

itelligence hat sich als globaler Anbieter kompletter Lösungen positioniert. Als Wachstumssegment wurde primär der Bereich Outsourcing/Services identifiziert. Wie die mit ZF Batavia vereinbarte Kooperation auf diesem Gebiet zeigt, arbeitet itelligence weiter er-

Die Rückführung des europäischen Auslandsgeschäfts in die Gewinnzone hat Priorität

folgreich an dem strategischen Ziel, den Umsatzanteil in diesem Segment auf rund 30% zu steigern. itelligence befindet sich in einer Restrukturierungsphase, in der nach unserer Einschätzung die Verlustbringer im Konzern zur Disposition stehen. Priorität genießen dabei die Rückführung des europäischen Auslandsgeschäfts in die Gewinnzone. Dieser Ansatz ist nach unserer Einschätzung richtig. Die Zahlen zu Q1 2003 zeigen in diesem Segment die deutlichsten Verluste. Weitere Themen der Restrukturierung sind die Senkung der Kosten der zentralen Steuerung sowie die Kostensenkung im Inland.

Bewertung und Fazit

Wir haben itelligence mit einem DCF-Modell bewertet. Unsere Prognosen spiegeln ein Szenario mit nachhaltiger Steigerung der operativen Profitabilität wider. Aus den Prämissen errechnet sich ein Wert des Eigenkapitals von 54,4 Mio. Euro. Dies entspricht einem Kurs von 3,24 Euro je Aktie. Trotz Preisdruck und schwacher Nachfragesituation sind in dem Geschäftsfeld von itelligence auch in der gegenwärtigen Situation EBIT-Margen im mittleren einstelligen Prozentbereich erreichbar. Durch die noch andauernde Restrukturierung des itelligence-Konzerns sollten mittelfristig die Ertragspotenziale des Unternehmens gehoben werden. Wir haben unseren Prognosen das Szenario einer erfolgreichen Restrukturierung zugrunde gelegt. Unter dieser Prämisse zeigt die itelligence-Aktie ein beachtliches Aufwärtspotenzial. Noch zeigen sich die Erfolge der Restrukturierung aber nur an einzelnen Stellen der für Q1 2003 vorgelegten Zahlen, wie z.B. bei der im Vergleich zu Q4 2002 deutlich verbesserten Rohmarge. Auch in Q2

Bewertung nach dem DCF-Modell

in Mio. Euro	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatz	155,18	158,10	173,91	191,30	206,61	219,00	227,65	236,64	245,99	255,71
Wachstum Umsatz	-1,5%	1,9%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT-Marge	0,1%	5,4%	9,9%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	0,22	8,51	17,22	17,22	20,56	21,79	22,65	23,55	24,48	25,44
- Ertragssteuern	0,00	0,00	-3,61	-7,09	-8,42	-8,92	-9,26	-9,62	-9,99	-10,38
+ Abschreibungen	3,20	3,72	4,04	4,39	4,69	4,94	5,11	5,29	5,48	5,67
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
+/- Sonstiges (Minderheitenanteile)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cash Flow	3,46	12,27	17,69	14,56	16,88	17,86	18,55	19,27	20,02	20,79
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	2,50	-0,01	-0,05	-0,05	-0,05	-0,04	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1,90	-3,48	-3,83	-4,13	-4,38	-4,55	-4,73	-4,92	-5,11	-5,11
Free Cash Flow	4,06	8,78	13,81	10,37	12,45	13,27	13,80	14,32	14,87	15,65
Barwerte	3,66	6,66	8,82	5,57	5,63	5,05	4,41	3,85	3,37	2,98
Summe Barwerte	50,00									
Terminalwert	17,25									
										in % vom Gesamtwert : 26%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	67,26									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	5,43									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-18,27									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	54,41									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	16,8									
Kurs in Euro	3,24									
DCF-Bewertung										
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Model:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital :	75%	Fremdkapital :	25%	
risikofreie Rendite :	3,93%	Beta :	2,14	Risikoprämie FK :	6,00%
		Risikoprämie	8,0%	Tax-Shield :	40,0%
		Zins EK :	21,1%	Zins FK :	6,0%
Wachstumsrate FCF :	0,0%	WACC :	17,3%	Datum :	27.05.03

Wie bestätigen unser Votum
Halten

2003 werden die Kostensenkungen auf der Bottom-Line noch durch die Kosten der Restrukturierung überdeckt werden. Potenzial für die Aktie erwarten wir erst mit den Q3-Zahlen, in denen die Erfolge der Restrukturierung bereits erkennbar sein sollten. Insgesamt gehen wir trotz der sehr niedrigen Bewertung kurzfristig nur von einer neutralen Performance aus und bestätigen unser Votum Halten.

Intelligence								
Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)								
	Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez US-GAAP	1999	2000e	2001	2002	2003e	2004e
Umsatzerlöse			112,45	148,64	182,88	168,54	155,18	158,10
Veränderung ggü. Vorjahr			-	32,2%	23,0%	-7,8%	-7,9%	1,9%
Materialaufwand / Herstellungsaufwand			82,49	111,59	135,01	127,05	110,93	112,09
in % Umsatz			73,4%	75,1%	73,8%	75,4%	71,5%	70,9%
Brutto-Ergebnis vom Umsatz			29,96	37,05	47,87	41,49	44,25	46,01
Rohmarge			26,6%	24,9%	26,2%	24,6%	28,5%	29,1%
Vertriebsaufwand			8,16	14,53	18,64	15,28	15,07	15,50
in % Umsatz			7,3%	9,8%	10,2%	9,1%	9,7%	9,8%
Allgemeiner Verwaltungsaufwand			10,36	18,10	26,16	29,16	28,46	20,50
in % Umsatz			9,2%	12,2%	14,3%	17,3%	18,3%	13,0%
Aufwand für F&E			0,00	4,91	5,08	1,06	1,20	1,50
in % Umsatz			0,0%	3,3%	2,8%	0,6%	0,8%	0,9%
Saldo Sonstige betr. Aufwendungen/Erträge			0,03	0,41	-2,58	1,04	-0,70	0,00
in % Umsatz			0,0%	0,3%	-1,4%	0,6%	-0,5%	0,0%
EBIT; operatives Ergebnis			10,90	-1,84	-7,91	-3,52	0,22	8,51
in % Umsatz			9,7%	-1,2%	-4,3%	-2,1%	0,1%	5,4%
Finanzergebnis			0,36	0,21	-0,87	-5,46	-1,50	-1,15
in % Umsatz			0,3%	0,1%	-0,5%	-3,2%	-1,0%	-0,7%
EBT			11,26	-1,63	-8,78	-8,98	-1,28	7,36
in % Umsatz			10,0%	-1,1%	-4,8%	-5,3%	-0,8%	4,7%
Steuern vom Einkommen und Ertrag			6,28	0,00	-3,33	6,08	0,80	2,80
in % EBT			55,8%	0,1%	37,9%	-67,7%	-62,4%	38,0%
Jahresüberschuß/ -fehlbetrag vor Minderheitenanteile			4,98	-1,63	-5,45	-15,06	-2,08	4,56
in % Umsatz			4,4%	-1,1%	-3,0%	-8,9%	-1,3%	2,9%
Minderheitenanteile			0,09	0,12	0,20	-0,17	0,20	0,80
Effekte aus Änderung der Rechnungslegungsvorschriften						-0,90		
Jahresüberschuß/ -fehlbetrag			4,89	-1,74	-5,65	-16,13	-1,88	5,36
in % Umsatz			4,3%	-1,2%	-3,1%	-9,6%	-1,2%	3,4%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)			16,4	16,4	16,5	16,8	16,8	16,8
Ergebnis je Aktie in Euro			0,30	-0,11	-0,34	-0,96	-0,11	0,32

Quelle: Independent Research/Intelligence

 Independent Research

Zeppelinallee 37
60325 Frankfurt am Main

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