



Independent Research

Investment Research

itelligence

**Branche:
Software**

Juni 2004

Hauptsitz:

Independent Research -
Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH
Staufenstraße 46
60323 Frankfurt am Main

Tel.: 069/971490-0
Fax: 069/971490-90
E-Mail: info@irffm.de
www.irffm.de

Geschäftsführer:

Pierre Drach

Analyst:

Norbert Kretlow

Frankfurt, den 07.06.2004

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.

ITELLIGENCE

Kaufen

Ereignis:

Zahlen Q1 2004

Einschätzung:

Kaufen nach Spekulativ Kaufen



IR	2	2	2
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Norbert Kretlow
Telefon: 069 / 97 14 90-0

itelligence; 07. Juni 2004

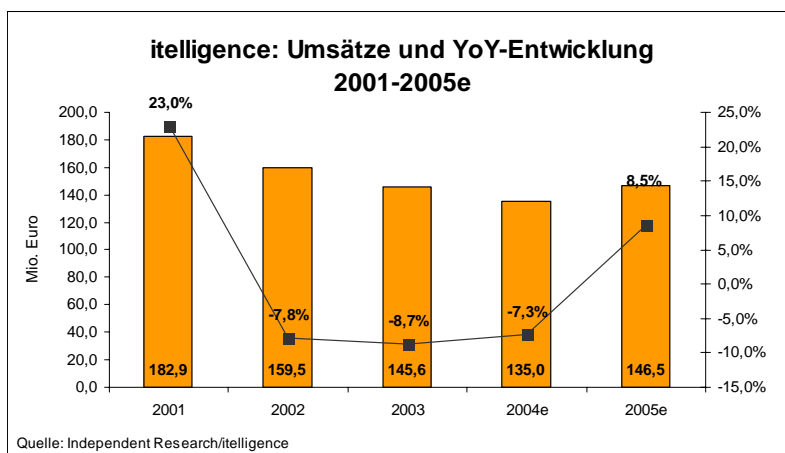
- ⇒ **itelligence hatte sich in 2003 restrukturiert und damit die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Turnaround geschaffen. Wir erwarten für das Gesamtjahr 2004 eine kontinuierliche Aufwärtsbewegung des operativen Geschäfts**
- ⇒ **Diese sollte von dem sich langsam verbessernden Marktumfeld begünstigt werden. Gegenwärtig liegen Anzeichen dafür vor, dass Kunden wieder bereit sind, verstärkt in IT-Projekte zu investieren**
- ⇒ **Die Bewertung nach dem DCF-Modell zeigt Potenzial für die Aktie. Auf Basis dieses Modells ergibt sich ein fairer Wert von 4,01 Euro pro Aktie**
- ⇒ **Wir passen das Kursziel auf 4,00 Euro (alt: 3,70) an und ändern unser Votum von Spekulativ Kaufen auf Kaufen**

itelligence		IT-Services		Performance				
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	-12,43			
Aktienanzahl (Mio.)	22,3	www.itelligence.de		Rel. 3 Monate	12,47			
Ø Tagesumsatz	94.584	Letzte Dividende	-	Rel. 6 Monate	68,94			
WKN	730040	Marktkapt.Mio.Euro	57,1	Rel. 12 Monate	137,12			
Kurs	2,56	Währung	EUR	Beta	0,76			
52W Hoch	3,20	Datum	15.04.2004	Prime All Share	0,005%			
52W Tief	0,76	Datum	10.06.2003	Prime Software	0,082%			
Aktionäre:	Wolfgang Schmidt 5,6%; Familie Vogel 11,9%; Julius Baer Multistock 8,3%; Nobel S.A. 6,1%; Freefloat 68,1%							
Beteiligungen:	28 Tochtergesellschaften im In- und Ausland zu je 100%; ITC Information Technology Consulting GmbH 56%; u.a.							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 05e:	0,31
2002	159,5	-1,5	-7,0	-16,1	-0,96	neg.	EV/EBIT 05e:	3,88
2003	145,6	-3,7	-5,5	-9,8	-0,59	neg.	Div-Rendite 04e:	0,0%
2004e	135,0	7,6	8,2	4,7	0,22	11,6	CAGR Umsatz 02-05e:	-2,8%
2005e	146,5	11,8	11,6	6,6	0,30	8,6	CAGR JÜ 02-05e:	-
Zahlen in Mio. Euro außer EpS, hist.KGVs auf Jahresdurchschnittskurse								RL: US-GAAP

Das Unternehmen

Fokussierung auf den SAP-Markt

itelligence ist ein international tätiger IT-Komplettdienstleister, der sich auf den SAP-Markt fokussiert. Das Unternehmen operiert in den Bereichen mittelständische Kunden und Großunternehmen. Das Angebotsportfolio des Unternehmens umfasst im SAP-Umfeld ein breites Leistungsspektrum: von der SAP-Beratung, dem SAP-Lizenzvertrieb über Outsourcing & Services bis zu selbstentwickelten SAP-Branchenlösungen. Im Bereich der Mittelstandskunden besitzt itelligence tiefe Branchenkenntnisse, dies ist ein wichtiger strategischer Erfolgsfaktor. Als Kernbranchen wurden Automotive, Engineering & Construction sowie Consumer Products definiert. Ein weiterer Erfolgsfaktor im Mittelstandsgeschäft sind Branchenlösungen. Über diese verfügt itelligence in weltweit 18 Branchen. Im Bereich der Großkunden konzentriert sich itelligence auf Spezialthemen wie z.B. CRM, SCM oder Portale sowie auf Projekte bei Konzern-Tochterunternehmen. Diese Positionierung werten wir positiv, da der Markt für Spezialthemen höhere Tagessätze und Stabilität aufweist. Der Sektor Outsourcing und Services wurde von itelligence als Wachstumsbereich identifiziert. itelligence besitzt u.a. den Status als mySAP.com Channel-, Service- und Support-Alliance- sowie Hosting-Partner und Global Services Partner. Die Zertifizierungen stellen ein wichtiges Differenzierungskriterium im Wettbewerb dar.



Operative Entwicklung

Zahlen des Q1 2004 geprägt von der Restrukturierung des Unternehmens

itelligence hatte in Q1 2004 einen Umsatz von 32,8 (36,9) Mio.Euro erreicht. Die Umsatzentwicklung ist geprägt von der Restrukturierung des Unternehmens, die Ende 2003 abgeschlossen worden war. Das Unternehmen hatte 2003 mehrere Beteiligungen (itelligence Financial Solution; it-WPS Workplace Solutions, Honico Systems sowie die Gesellschaften in Italien) verkauft. Daneben wurden weitere Bereiche (der Non-SAP-Bereich sowie Landesgesellschaften in Frankreich, Norwegen und Brasilien) eingestellt. Zudem wirkten sich Wechselkurseffekte negativ aus. Bereinigt um diese Effekte lag der Umsatz im Konzern mit 32,8 (33,0) Mio. Euro geringfügig unter dem Q1 2003. Bei zusätzlicher Bereinigung um Wechselkurseffekte wuchs der Umsatz um rund 3%.

Strukturell zeigten die Sektoren Outsourcing & Services (+30% wechsellkursbereinigt) und Lizenzen (+8% wechsellkursbereinigt) eine positive operative Entwicklung, während die Umsatzreduktion aus dem umsatzstärksten Bereich Consulting (-18% wechsellkursbereinigt) stammt. Hier hatte die Restrukturierung im Wesentlichen stattgefunden, die durch eine operative Schwäche bei Auslandsbeteiligungen erforderlich geworden war. Bei zusätzlicher Bereinigung um die Veränderungen im Konsolidierungskreis sank der Umsatz des Segments um 5%. Die Restrukturierung zeigte mit einem EBIT von 1,2 (-0,5) Mio. Euro positive Effekte.

itelligence

Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)

	Einheit : Mio. Euro	2002	2003	2004e	2005e
	Geschäftsjahresende : 31. Dez				
	Rechnungslegungsstandard : US-GAAP				
Umsatzerlöse		159,5	145,6	135,0	146,5
Veränderung ggü. Vorjahr		-8%	-9%	-7%	9%
Materialaufwand / Herstellungsaufwand		118,1	107,4	96,5	104,4
in % Umsatz		74,0%	73,8%	71,5%	71,3%
Brutto-Ergebnis vom Umsatz		41,5	38,2	38,5	42,0
Rohmarge		26,0%	26,2%	28,5%	28,7%
Vertriebsaufwand		13,8	12,0	10,9	12,5
in % Umsatz		9,1%	8,3%	8,1%	8,5%
Allgemeiner Verwaltungsaufwand		26,3	27,4	19,4	17,3
in % Umsatz		17,3%	18,8%	14,4%	11,8%
Aufwand für F&E		1,1	0,9	0,4	0,4
in % Umsatz		0,6%	0,6%	0,3%	0,3%
Saldo Sonstige betr. Aufwendungen/Erträge		-5,5	-1,7	-0,2	-0,3
in % Umsatz		0,6%	-1,2%	-0,1%	-0,2%
Goodwill-Abschreibungen		0,56	1,47	0,00	0,00
in % Umsatz		0,00	0,01	0,00	0,00
EBIT; operatives Ergebnis		-1,5	-3,7	7,6	11,8
in % Umsatz		-0,9%	-2,6%	5,7%	8,1%
EBT		-7,0	-5,5	8,2	11,6
in % Umsatz		-5,3%	-3,8%	6,0%	7,9%
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag		-16,1	-9,8	4,7	6,6
in % Umsatz		-9,6%	-6,8%	3,4%	4,5%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)		16,8	16,8	21,2	22,3
Ergebnis je Aktie in Euro (bereinigt)		-0,96	-0,59	0,22	0,30

Quelle: itelligence; Independent Research

EpS-Schätzungen für 2004 auf 0,22 (alt: 0,26) Euro, für 2005 auf 0,30 (alt: 0,31) Euro angepaßt

Wir halten unsere Umsatzerwartung von 135 Mio. Euro für 2004 auf Basis der Q1-Zahlen für konservativ. In Q1 2004 waren hier 24,3% generiert worden. Unsere EBIT-Prognose von 9,5 Mio. Euro erscheint dagegen etwas zu hoch. Wir senken sie auf 7,6 Mio. Euro. Damit müssen in den Quartalen 2 bis 4 2004 noch rund 6,4 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Wir sehen weiteres Einsparpotenzial bei den sonstigen operativen Kosten. Zudem erwarten wir eine Steigerung der operativen Profitabilität in den USA sowie in Deutschland. Unsere EpS-Schätzungen senken wir auf 0,22 (alt: 0,26) Euro. Für 2005 erwarten wir unverändert einen Umsatz von 146,5 Mo. Euro bei einem EpS von 0,30 (alt: 0,31) Euro.

Strategie

itelligence fokussiert sich auf Kernkompetenz

Im Zuge der Restrukturierung fokussierte sich itelligence auf die SAP-Beratung als Kernkompetenz. Hier will das Unternehmen vor allem im Mittelstandsmarkt wachsen. Diese Strategie sehen wir als valide an. Der Bereich Mittelstand gewinnt für SAP durch die Mittelstandsstrategie zunehmend an Bedeutung und bietet itelligence damit Wachstumspotenzial. Als Wachstumsbereich wurde zudem der Sektor Outsourcing und Service identifiziert. Hier besitzt das Unternehmen eine günstige Kostenstruktur in den Rechenzentren. Das betrachten wir als einen wichtigen Erfolgsfaktor. Wir rechnen mit einer anhaltend positiven Entwicklung des Bereichs.

Fazit

Kursziel bei 4,00 Euro

itelligence hatte sich in 2003 restrukturiert und damit die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Turnaround geschaffen. Wir erwarten für das Gesamtjahr 2004 eine kontinuierliche Aufwärtsbewegung des operativen Geschäfts. Diese sollte von dem sich langsam verbessernden Marktumfeld begünstigt werden. Gegenwärtig liegen Anzeichen dafür vor, dass Kunden wieder bereit sind, verstärkt in IT-Projekte zu investieren. Die enge Partnerschaft zwischen SAP und itelligence sehen wir als strategischen Vorteil für itelligence. SAP wird auch in Zukunft nicht verstärkt als Wettbewerber im Consulting-Geschäft auftreten. Dies würde Channel-Konflikte generieren und SAP wird langfristig auf Vertriebspartner angewiesen sein. Durch die erfolgten Kapitalmaßnahmen wurde die Eigenkapitalbasis – bisher ein wesentlicher Schwachpunkt – deutlich verstärkt. Wir erwarten für das Q2 2004 eine Eigenkapitalquote von rund 30%. Das von uns berechnete DCF-Modell zeigt Potenzial für die Aktie. Auf Basis dieses Modells ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von rund 89,39 Mio. Euro oder 4,01 Euro pro Aktie. Wir passen das Kursziel auf 4,00 Euro (alt: 3,70) an und ändern unser Votum von Spekulativ Kaufen auf Kaufen.

DCF - Bewertung: itelligence**Bewertung nach dem DCF-Modell**

in Mio. Euro	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatz	135,00	146,48	158,19	167,68	176,07	183,11	190,44	198,05	205,98	214,21
Wachstum Umsatz		8,5%	8,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT-Marge	5,7%	8,1%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	7,64	11,84	14,24	16,70	17,54	18,24	18,97	19,73	20,52	21,34
- Ertragssteuern	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,87	-7,30	-7,59	-7,89	-8,21	-8,53
+ Abschreibungen	3,20	4,08	4,36	4,58	4,79	4,95	5,13	5,31	5,50	5,70
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	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	10,87	15,95	18,64	21,33	20,49	15,95	16,56	17,20	17,87	18,56
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-3,00	-2,50	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-3,47	-4,40	-4,62	-4,81	-4,98	-5,15	-5,34	-5,53	-5,72	-5,70
Free Cash-Flow	4,40	9,05	13,99	16,50	15,50	10,78	11,21	11,66	12,13	12,84
Barwerte	4,03	7,11	9,43	9,53	7,67	4,58	4,08	3,64	3,24	2,95
Summe Barwerte	56,26									
Terminalwert	19,13									
										in % vom Gesamtwert : 25%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	75,39									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	5,50									
- Fremdkapital in Mio. Euro	8,50									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	89,39									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	22,3									
Kurs in Euro	4,01									
DCF-Bewertung										
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	70%	Fremdkapital:	30%	
risikofreie Rendite:	4,30%	Beta:	1,88	Risikoprämie FK:	6,00%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield:	40,0%
		Zins EK:	19,3%	Zins FK:	6,2%
Wachstumsrate FCF:	0,0%	WACC:	15,4%	Datum:	07.06.2004

 Independent Research

Staufenstraße 46
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0

Telefax: +49 (69) 971490-90

E-Mail: info@irffm.de

www.irffm.de