



Independent Research

Investment-Studie

itelligence

Marktsegment: Prime All Share

Branche: IT-Services

August 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 21.08.2003

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

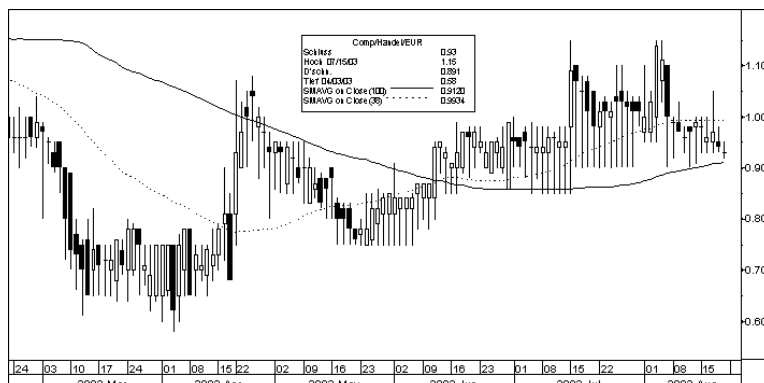
Spekulativ Kaufen

ITELLIGENCE

Ereignis:
Update Q2 2003

Einschätzung:
Spekulativ Kaufen nach Halten

IR	3	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



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

itelligence; 21. August 2003

- ⇒ **Das Q2 2003 brachte für itelligence eine starke Verbesserung in den USA**
- ⇒ **Operative Probleme traten im Kerngeschäft in Deutschland auf, im Europa-Geschäft zeichnet sich eine leichte Belebung ab**
- ⇒ **Die erforderlichen Restrukturierungsmaßnahmen sind aus unserer Sicht eingeleitet worden. Positive Effekte und neue Impulse für die Restrukturierung wird nach unserer Einschätzung auch die Bestellung von Jörg Vandreier als den neuen Finanzvorstand bringen**
- ⇒ **Aufgrund der sich abzeichnenden operativen Verbesserungen stufen wir die Aktie von Halten auf Spekulativ Kaufen herauf**
- ⇒ **Eine wesentliche Schwäche sehen wir in der Eigenkapitalbasis. itelligence hat dieses Problem erkannt und führt derzeit Gespräche mit Investoren, um das Eigenkapital zu stärken**

itelligence		IT-Services			Performance		
Land	GE	GJ		31. Dez	Rel. 1 Monat	-12,24	
Aktienanzahl (Mio.)	16,8	www.itelligence.de			Rel. 3 Monate	-5,16	
Ø Tagesumsatz	12.188	Letzte Dividende		-	Rel. 6 Monate	-30,69	
WKN	730040	Marktkapt.Mio.Euro	15,6		Rel. 12 Monate	-32,07	
Kurs	0,93	Währung	EUR		Beta	0,90	
52W Hoch	1,55	Datum	21.08.2002		Prime All Share	0,001%	
52W Tief	0,58	Datum	03.04.2003		Prime Software	0,022%	
Aktionäre:	Wolfgang Schmidt 16,2%, Familie Vogel 15,9%, Petra Berner 8,9%, Familie Frank 7,6%, Christel Lamb 6,0%, Freefloat 45,4%						
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	
2001	182,9	-7,9	-8,8	-5,7	-0,34	neg.	
2002	168,5	-3,5	-9,0	-16,1	-0,96	neg.	
2003e	145,2	-6,6	-8,1	-9,3	-0,55	neg.	
2004e	145,4	5,2	4,0	2,2	0,13	7,2	
						EV/Umsatz 04e:	0,13
						EV/EBIT 04e:	3,75
						Div-Rendite 03e:	0,0%
						CAGR Umsatz 01-04e:	-7,4%
						CAGR JÜ 01-04e:	-
Zahlen in Mio. Euro außer EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen						RL: US-GAAP	

Das Unternehmen

itelligence konzentriert sich auf drei Geschäftsfelder: Consulting, Lizenzvermarktung und Outsourcing/Services

itelligence ist ein international tätiges IT-Dienstleistungsunternehmen, das sich im SAP-Umfeld etabliert hat. 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 hat sich itelligence als Komplettanbieter positioniert, das Unternehmen versteht sich als strategischer Partner des Mittelstandes. Hier verkauft itelligence neben Dienstleistungen auch SAP-Software, die entsprechenden Umsätze werden getrennt ausgewiesen und machen rund 10% des Umsatzes im Konzern aus. Im Bereich der Mittelstandskunden besitzt itelligence profunde Branchenkenntnisse in den Sektoren Metall, Papier und Holz, in der diskreten Fertigungsindustrie, insbesondere Automobilzulieferer, in den Bereichen Service-Unternehmen sowie Prozessindustrie und im Handel. Wir halten die tiefe Branchenkenntnis für einen strategischen Erfolgsfaktor. Ein weiterer Erfolgsfaktor im Mittelstandsgeschäft sind Branchenlösungen. Über diese verfügt itelligence für die Sektoren Automotive, Handel, Holz- und Möbelindustrie, Konsumgüterindustrie, Maschinen und Anlagenbau, Prozessindustrie, Metall- und Kunststoffverarbeitung, Stahl- und Metallerzeugung sowie Lebensmittel- und die High-Tech-Industrie. itelligence baut das Angebot an Branchenlösungen kontinuierlich aus. So wurde Mitte Juni auf der Gießereifachmesse (GIFA) in Düsseldorf eine neue Branchen-Lösung für die Prozess-Steuerung der Gießerei-Industrie (it.cast) vorgestellt. 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. Im Rahmen der Restrukturierung nahm itelligence in H1 2003 Personalmaßnahmen vor. Zum 30.06.2003 waren noch 1.303 Personen beschäftigt, zum 31.12.2002 hatte das Unternehmen noch 1.465 Mitarbeiter gezählt. Insgesamt umfasst der Personalabbau 293 Mitarbeiter, wovon über 60% auf die Auslandsgesellschaften entfallen. In Q3 2003 enden noch weitere rund 130 Arbeitsverhältnisse. Mit dann noch rund 1.170 Mitarbeitern verfügt itelligence weiterhin über die erforderliche kritische Masse, um auch mit den großen Anbietern der Branche mithalten zu können. Dies wird dadurch ermöglicht, dass itelligence sich auf das Thema SAP konzentriert und deshalb im SAP-Umfeld auf erhebliche Ressourcen zurückgreifen kann. 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. Die globale Partnerschaft ermöglicht eine enge Zusammenarbeit zwischen itelligence und SAP.

Der Status als SAP Global Services Partner ermöglicht eine enge Partnerschaft mit SAP

Geschäftsentwicklung in Q2 2003

itelligence erzielte in Q2 2003 einen Umsatz von 37,7 Mio. Euro

Im zweiten Quartal 2003 erreichte itelligence einen Umsatz von 37,7 (43,0) Mio. Euro. Der größte Teil der Umsatzreduktion resultiert aus der Umsatzverminderung im Bereich Consulting. Hier war der Umsatz auf 25,9 (30,5) Mio. Euro gesunken. Diese Verminderung war im Wesentlichen bedingt durch die Restrukturierungsmaßnahmen im europäischen Auslandsgeschäft sowie durch die Nachfrageschwäche im Deutschland-Geschäft. Dagegen entwickelte sich das Outsourcing&Services-Geschäft in Q2 2003 mit einem Umsatz von 7,2 (8,2) Mio. Euro relativ stabil, vor allem gegenüber dem Q1 2003 (7,2 Mio. Euro) trat keine Umsatzveränderung auf. Das Lizenzgeschäft zeigte in Q2 2003 mit einem Umsatz von 4,4 Mio. Euro sowohl gegenüber Q2 2002 (3,9 Mio. Euro) als auch gegenüber Q1 2003 (3,7 Mio. Euro) eine Belebung. Der Rohertrag im Konzern betrug in Q2 2003 rund 7,2 (11,2) Mio. Euro, die Rohmarge betrug 19,2%. In Q1 2003 hatte der Rohertrag noch bei 10,0 Mio. Euro und die Rohmarge bei 25,8% gelegen. Im

Erste Restrukturierungserfolge im Bereich europäisches Ausland sind sichtbar

ersten Halbjahr 2003 hatte itelligence ein Restrukturierungsprogramm eingeleitet, in dessen Rahmen auch Freisetzungen von operativ tätigen Mitarbeitern vorgenommen worden waren. Diese Personalmaßnahmen waren in Q2 2003 nur zum Teil effektiv gewesen, was zusammen mit einer geringen Nachfrage zu einer niedrigen Auslastung geführt und damit die Rohmarge belastet hat. Zudem waren in Q2 2003 Restrukturierungskosten i.H.v. 0,8 Mio. Euro unter dem Posten Herstellungskosten gebucht worden. Weiterhin wurde die Rohmarge in Q2 2003 durch Sonderabschreibungen auf Softwarelizenzen belastet. Wir sehen die potenzielle Rohmarge im Konzern bei mindestens 26%. Unsere Modellierung ergibt für Q3 2003 bereits wieder eine Rohmarge von 26,9%, für Q4 2003 eine Rohmarge von 27,1%. In beiden Quartalen erwarten wir weiter sinkende Umsätze. Das EBIT erreichte in Q2 2003 rund -3,8 (0,5) Mio. Euro. Die gesamten betrieblichen Aufwendungen betragen in Q2 2003 rund 11,0 (10,7) Mio. Euro. Darin war der größere Teil der Restrukturierungsaufwendungen enthalten gewesen, in Q2 2003 hatten diese 1,4 Mio. Euro betragen. Auch hier sind in Zukunft signifikante Kostenreduktionen zu erwarten. Der Wegfall von Restrukturierungskosten sowie die mit zeitlicher Verzögerung realisierbaren Kosteneinsparungen sollten die gesamten betrieblichen Aufwendungen ab Q4 2004 unter 10 Mio. Euro drücken. Strukturell zeigte in Q2 2003 vor allem das Deutschland-Geschäft Schwäche. Der Umsatz in Deutschland reduzierte sich auf 18,7 (23,4) Mio. Euro, in Q1 2003 hatte er bei 20,5 Mio. Euro gelegen. Vor allem die operative Profitabilität war in Q2 2003 ein Problem. Das EBIT betrug -3,8 Mio. Euro, in Q1 2003 hatte es bei -0,5 Mio. Euro gelegen. Der Grund für die Verluste ist der Umsatzrückgang sowie der Umstand, dass der größte Teil der Restrukturierungskosten des Q2 2003 (rund 2,2 Mio. Euro) im Deutschland-Geschäft verbucht worden war. Dagegen zeigten sich im Bereich europäisches Ausland bereits Erfolge der Restrukturierung. Der Umsatz lag bei 10,3 (11,1) Mio. Euro und war damit gegenüber Q1 2003 stabil geblieben. Der EBIT-Verlust wurde auf -0,9 Mio. Euro reduziert, in Q1 2003 hatte er bei -1,3 Mio. Euro gelegen. Eine beträchtliche Performance zeigte das USA-Geschäft mit einem Umsatzwachstum von rund 20% auf 10,2 (8,5) Mio. Euro in Q2 2003. Bereinigt um Wechselkurseffekte dürfte das Wachstum im Bereich von rund 40% gelegen haben. Das EBIT im US-Geschäft hatte 1,0 Mio. Euro in Q2 2003 nach 0,4 Mio. Euro in Q1 2003 erreicht, die EBIT-Marge war auf 10,0% nach 4,5% gestiegen. Im Konzern betrug das EBT in Q2 2003 rund -4,1 (-0,4) Mio. Euro, das Nettoergebnis lag bei -4,5 (-0,8) Mio. Euro.

Prognosen

Auf Basis der eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen bestätigt unsere Modellrechnung die Guidance des Unternehmens für das Jahr 2003 (Umsatz 140 bis 145 Mio. Euro; EBITA-Marge -4% bis -6%). Wir erwarten einen Umsatz von 145,2 Mio. Euro bei einem EpS von -0,55 Euro. Für 2004 gehen wir von einem Umsatz von unverändert 145,4 Mio. Euro bei einem EpS von 0,13 Euro aus. Die Anpassung der Personalressourcen im Produktivbereich zusammen mit der Reduktion der weiteren betrieblichen Aufwendungen lässt operative Gewinne bereits unter der Prämisse einer Stabilisierung der Märkte realistisch erscheinen. Diese zeichnet sich gegenwärtig in Europa ab, während die operative Performance in den USA mit einer EBIT-Marge von rund 10,0% in Q2 2003 zeigt, dass der Turnaround bei geeigneten Maßnahmen und einem sich moderat verbessernden Umfeld schnell vollzogen werden kann.

Strategie

Die Restrukturierung wird fortgesetzt - die Verbesserung der Organisation des Unternehmens steht dabei im Fokus

Die langfristige Unternehmensstrategie von itelligence wird von der Positionierung als Komplettdienstleister im Mittelstand mit starker Branchenfokussierung sowie als Anbieter mit einem dedizierten Lösungsangebot für Großkunden reflektiert. 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. Dies wurde in Q2 2003 bereits umgesetzt. In Q3 wird der nächste Schritt der Restrukturierung umgesetzt. Dieser umfasst eine Verbesserung der Organisation des Unternehmens, zudem wird itelligence strategisch neu ausgerichtet. Die grundsätzliche Positionierung als IT-Komplettdienstleister im SAP-Umfeld wird dabei erhalten bleiben, allerdings wird die Positionierung in den einzelnen Regionen in Bezug auf die abgedeckten Branchen sowie Themen an die sich verändernden Kundenbedürfnisse angepasst.

Fazit

Das Q2 2003 brachte für itelligence eine starke Verbesserung in den USA verbunden mit operativen Problemen im Kerngeschäft Deutschland sowie einer sich abzeichnenden Belebung im Europa-Geschäft. Gerade die regionalen Sektoren, die in Q2 2003 noch

Bewertung nach dem DCF-Modell

in Mio. Euro	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatz	145,23	145,40	159,94	175,93	190,01	201,41	209,36	217,63	226,23	235,17
Wachstum Umsatz	-1,5%	0,1%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT-Marge	-4,6%	3,6%	5,9%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	-6,61	5,18	9,44	15,83	18,91	20,04	20,83	21,65	22,51	23,40
- Ertragssteuern	0,00	0,00	0,00	-1,89	-7,56	-8,02	-8,33	-8,66	-9,00	-9,36
+ Abschreibungen	3,00	3,47	3,76	4,08	4,36	4,59	4,75	4,91	5,08	5,26
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04
+/- 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	-3,59	8,67	13,22	18,05	15,74	16,65	17,28	17,94	18,63	19,34
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	2,50	0,00	-0,20	-0,22	-0,20	-0,16	-0,11	-0,12	-0,12	-0,13
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-2,30	-3,20	-3,52	-3,80	-4,03	-4,19	-4,35	-4,52	-4,70	-4,70
Free Cash Flow	-3,39	5,47	9,50	14,03	11,51	12,30	12,82	13,30	13,80	14,51
Barwerte	-3,20	4,41	6,54	8,24	5,77	5,26	4,68	4,15	3,67	3,29
Summe Barwerte	42,80									
Terminalwert	20,80									
										in % vom Gesamtwert : 33%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	63,61									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	4,42									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-21,07									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	46,96									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	16,8									
Kurs in Euro	2,80									
DCF-Bewertung										
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital :	75%	Fremdkapital :	25%	
risikofreie Rendite :	4,06%	Beta :	1,88	Risikoprämie FK :	6,00%
		Risikoprämie	8,0%	Tax-Shield :	40,0%
		Zins EK :	19,1%	Zins FK :	6,0%
Wachstumsrate FCF :	0,0%	WACC :	15,8%	Datum :	21.08.03

Probleme machten, sollten mittelfristig sowohl von der Restrukturierung als auch von der sich abzeichnenden Marktlage profitieren. Im Europa-Geschäft zeigt die Restrukturierung bereits Erfolge. Im gegenwärtig besonders schwierigen Deutschland-Geschäft sollte das Unternehmen zusätzlich von der sich abzeichnenden Stabilisierung des Marktes profitieren. Positive Effekte und neue Impulse für die Restrukturierung wird nach unserer Einschätzung auch die Bestellung von Jörg Vandreier als neuen Finanzvorstand bringen. Die Aktie von itelligence zeigt damit ein interessantes Chance-Risiko-Profil. Mit der erwarteten Normalisierung in der IT-Branche 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 46,96 Mio. Euro oder 2,80 Euro pro Aktie. Eine wesentliche Schwäche sehen wir derzeit in der Eigenkapitalbasis. Mit einer Eigenkapitalquote von rund 17,3% zum 30.06.2003 ist diese an sich solide, bereinigt um Geschäfts- und Firmenwerte beträgt diese aber -5,8%. Die Gefahr signifikanter Impairments schätzen wir zwar als gering ein, dennoch dürfte dieser Umstand zunächst für Zurückhaltung am Markt sorgen. itelligence hat dieses Problem erkannt und führt derzeit Gespräche mit Investoren, um das Eigenkapital zu stärken. Die Liquiditätssituation ist mit rund 4,3 (4,4) Mio. Euro zum 30.06. unverändert befriedigend. Aufgrund der sich abzeichnenden operativen Verbesserungen stufen wir die Aktie von Halten auf Spekulativ Kaufen herauf.

Aufgrund der sich abzeichnenden operativen Verbesserungen stufen wir die Aktie von Halten auf Spekulativ Kaufen herauf

itelligence						
Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)						
	Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez US-GAAP	2001	2002	2003e	2004e
Umsatzerlöse			182,88	168,54	145,23	145,40
Veränderung ggü. Vorjahr			23,0%	-7,8%	-13,8%	0,1%
Materialaufwand / Herstellungsaufwand in % Umsatz			135,01 73,8%	127,05 75,4%	109,38 75,3%	104,20 71,7%
Brutto-Ergebnis vom Umsatz			47,87	41,49	35,85	41,20
Rohmarge			26,2%	24,6%	24,7%	28,3%
Sonstige operative Aufwendungen in % Umsatz			55,78 30,5%	45,01 26,7%	42,46 29,2%	36,00 24,8%
EBIT; operatives Ergebnis			-7,91	-3,52	-6,61	5,20
in % Umsatz			-4,3%	-2,1%	-4,5%	3,6%
Finanzergebnis			-0,87	-5,46	-1,53	-1,20
in % Umsatz			-0,5%	-3,2%	-1,1%	-0,8%
EBT			-8,78	-8,98	-8,14	4,00
in % Umsatz			-4,8%	-5,3%	-5,6%	2,8%
Steuern vom Einkommen und Ertrag in % EBT			-3,33 37,9%	6,08 -67,7%	1,51 -18,6%	1,60 40,0%
Jahresüberschuß/ -fehlbetrag vor Minderheitenanteile			-5,45	-15,06	-9,65	2,40
in % Umsatz			-3,0%	-8,9%	-6,6%	1,7%
Minderheitenanteile			0,20	-0,17	0,38	-0,20
Effekte aus Änderung der Rechnungslegungsvorschriften				-0,90		
Jahresüberschuß/ -fehlbetrag			-5,65	-16,13	-9,27	2,20
in % Umsatz			-3,1%	-9,6%	-6,4%	1,5%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)			16,5	16,8	16,8	16,8
Ergebnis je Aktie in Euro			-0,34	-0,96	-0,55	0,13

Quelle: Independent Research/itelligence

 Independent Research

Zeppelinallee 37
60325 Frankfurt am Main

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