



Independent Research

Investment Research

itelligence

**Branche:
Software**

April 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 07.04.2004

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

Spekulativ Kaufen

Ereignis:
Update

Einschätzung:
Spekulativ Kaufen



IR	2	2	2
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Norbert Kretlow
Telefon: 069 / 97 14 90-0

itelligence; 07. April 2004

- ⇒ **itelligence hat durch die Restrukturierung die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Turnaround geschaffen**
- ⇒ **Das Marktumfeld entspannt sich, gegenwärtig liegen Anzeichen dafür vor, dass Kunden wieder bereit sind, verstärkt in IT-Projekte zu investieren**
- ⇒ **Durch die erfolgten Kapitalmaßnahmen wurde die Eigenkapitalbasis – bisher ein wesentlicher Schwachpunkt – deutlich verstärkt**
- ⇒ **Auf Basis des DCF-Modells ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von rund 81,9 Mio. Euro. Wir sehen das Kursziel bei 3,70 Euro**

itelligence		IT-Services			Performance	
Land	GE	GJ		31. Dez	Rel. 1 Monat	12,98
Aktienanzahl (Mio.)	22,3	www.itelligence.de			Rel. 3 Monate	47,41
Ø Tagesumsatz	92.005	Letzte Dividende	-		Rel. 6 Monate	95,05
WKN	730040	Marktkapt.Mio.Euro	57,5		Rel. 12 Monate	138,62
Kurs	2,58	Währung	EUR		Beta	0,80
52W Hoch	2,80	Datum	05.04.2004		Prime All Share	0,005%
52W Tief	0,63	Datum	07.04.2003		Prime Software	0,081%
Aktionäre:	Wolfgang Schmidt 6,7%; Familie Vogel 14,4%; DWS Investment GmbH 6,1%; Julius Baer Multistock 5,1%; Freefloat 67,7%					
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
2002	159,5	-1,5	-7,0	-16,1	-0,96	neg.
2003	145,6	-3,7	-5,5	-9,8	-0,59	neg.
2004e	135,0	9,5	9,1	5,5	0,26	9,9
2005e	146,5	11,8	11,5	6,9	0,31	8,3
Zahlen in Mio. Euro außer EpS, hist.KGVs auf Jahresdurchschnittskurse						RL: US-GAAP
						EV/Umsatz 04e: 0,40
						EV/EBIT 04e: 5,02
						Div-Rendite 03e: 0,0%
						CAGR Umsatz 01-04e: -2,8%
						CAGR JÜ 01-04e: -

Das Unternehmen

Das Angebotsportfolio des Unternehmens umfasst im SAP-Umfeld das komplette Leistungsspektrum

itelligence ist ein IT-Komplettdienstleister, der sich auf den SAP-Markt fokussiert. Das Unternehmen zielt sowohl auf mittelständische Kunden mit einem jährlichen Umsatzvolumen von bis zu rund 130 Mio. Euro als auch auf Großunternehmen ab. Kunden mit einem Umsatzvolumen von max. 130 Mio. Euro trugen in 2003 zu 45% zum Umsatz bei, weitere 41% des Umsatzes wurden mit Kunden erwirtschaftet, deren jährliches Umsatzvolumen zwischen 130 Mio. Euro und 1 Mrd. Euro liegt. 14% der Umsätze wurden mit Kunden mit einem jährlichen Umsatz von über 1 Mrd. Euro erzielt. Das Angebotsportfolio des Unternehmens umfasst im SAP-Umfeld das komplette Leistungsspektrum. Im Bereich der Mittelstandskunden besitzt itelligence tiefe Branchenkenntnisse, dies ist ein wichtiger strategischer Erfolgsfaktor. Im Zuge der Restrukturierung hat sich itelligence auf seine Kernkompetenzen fokussiert. 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.

Operative Entwicklung und Restrukturierung

Durch Kostensenkungen sowie durch Skaleneffekte konnte ein positives EBITA erzielt werden

Itelligence hatte in 2003 einen Umsatz von 150,8 (168,5) Mio. Euro erzielt. Das EBITDA lag bei -2,8 (1,4) Mio. Euro und das EBIT belief sich auf -7,5 (-1,5) Mio. Euro. In Q4 2003 isoliert, lag der Umsatz bei 39,2 (40,4) Mio. Euro. Im Vergleich der Quartale 2003 zeigt sich, dass in Q4 2003 das Lizenzgeschäft entsprechend der typischen saisonalen Zyklus ansprang. Die Lizenzumsätze lagen mit 5,7 Mio. Euro weit über dem durchschnittlichen Quartalsumsätzen (zwischen 2,6 Mio. Euro und 4,4 Mio. Euro). Die Consulting- und Maintenance-Umsätze entwickelten sich seitwärts. Durch Kostensenkungen sowie durch Skaleneffekte konnte ein positives EBITA von 0,2 Mio. Euro erzielt werden, in den ersten drei Quartalen kumuliert war ein EBITA von -6,2 Mio. Euro erzielt worden. Diese Zahlen zeigen eine operative Aufwärtsbewegung des Unternehmens, sie reflektieren allerdings die alte Struktur.

Auf der Basis der neuen Struktur hatte das Unternehmen in 2003 einen Umsatz von 136,3 Mio. Euro erzielt

Im Geschäftsjahr 2003 restrukturierte itelligence sich tiefgreifend. Das Unternehmen hatte mehrere Beteiligungen (itelligence Financial Solution; it-WPS Workplace Solutions, Honico Systems sowie die Gesellschaften in Italien) verkauft. Diese Beteiligungen wurden in der GuV 2003 als Discontinued Operations ausgewiesen. Der Umsatz ohne die verkauften Geschäftsbereiche betrug 145,6 (159,5) Mio. Euro, das EBITA lag bei -2,2 (-1,0) Mio. Euro. Neben den als beendete Geschäftsbereiche buchhalterisch ausgewiesenen Unternehmensteilen wurden in 2003 weitere Bereiche (der Non-SAP-Bereich sowie Landesgesellschaften in Frankreich, Norwegen und Brasilien) eingestellt. Erst die Bereinigung um diese Bereiche zeigt die gegenwärtige Struktur der itelligence. In dieser Form hatte das Unternehmen in 2003 einen Umsatz von 136,3 Mio. Euro bei einem EBITDA von 3,1 Mio. Euro und einem EBITA von 0,2 Mio. Euro ausgewiesen. In 2003 waren Restrukturierungskosten von 5,4 Mio. Euro angefallen, womit das EBITA vor Restrukturierungskosten 5,6 Mio. Euro betrug, die Marge lag bei 4,1%.

Prognosen

Wir erwarten für 2004 unverändert einen Umsatz von 138,2 Mio. Euro

Insbesondere die bereinigten Zahlen zeigen nach unserer Einschätzung, dass itelligence durch die Restrukturierung nun einen nachhaltigen Turnaround erzielen kann. Wir erwarten für 2004 einen Umsatz von 135,0 (alt: 138,2) Mio. Euro. Dabei gehen wir wie itelligence davon aus, dass das Consulting-Geschäft sich zunächst seitwärts bewegt. Das von SAP prognostizierte Umsatzwachstum im Software-Bereich wirkt sich bei SAP-Dienstleistern erst mit einer zeitlichen Verzögerung aus, so dass itelligence hiervon in 2004 noch nicht profitieren dürfte. Durch den Wegfall von Restrukturierungskosten sowie durch eine verbesserte Auslastung der Consulting-Mitarbeiter erwarten wir deutliche Skaleneffekte. Wir gehen von einem EBIT von 9,5 Mio. Euro aus. Dies entspricht einer Marge von 7,1% und liegt marginal über dem oberen Rand der Guidance von itelligence (4% bis 7%). Beim EpS gehen wir von 0,26 (alt: 0,25) Euro aus. Für 2005 prognostizieren wir einen Umsatz von 146,5 (alt: 148,6) Mio. Euro und ein EpS von 0,31 (alt: 0,33) Euro. Wir gehen nun von einem höheren Nettoergebnis von 6,9 (alt: 5,5) Mio. Euro aus. Zugleich steigt die Zahl der ausstehenden Aktien durch zwei Kapitalmaßnahmen auf 22,3 Mio. von 16,8 Mio.

Strategie

itelligence fokussiert sich auf Kernkompetenz

Die Verlustsituation des Unternehmens machte eine Neustrukturierung erforderlich. In deren Rahmen wurden nicht nur die defizitären Bereiche eingestellt oder verkauft, sondern auch operative Strukturen angepasst. Das Controlling wurde effizienter gestaltet, Arbeitsabläufe wurden optimiert und eine neue Führungsstruktur wurde geschaffen. Bei der Trennung von Geschäftsbereichen fokussiert sich itelligence auf die SAP-Beratung als Kernkompetenz. Als Wachstumsbereich wurde der Bereich Outsourcing und Service identifiziert.

Fazit

Kursziel bei 3,70 Euro

itelligence hat durch die Restrukturierung die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Turnaround geschaffen. Das Unternehmen besitzt einen beträchtlichen operativen Hebel. Denn auf Basis der Positionierung und des sich verbessernden Marktumfeldes halten wir mittelfristig EBIT-Margen von über 10% für möglich. Gegenwärtig liegen Anzeichen dafür vor, dass Kunden wieder bereit sind, verstärkt in IT-Projekte zu investieren. Wir bewerten auch die verstärkte Orientierung von SAP in den Mittelstandsmarkt positiv. Wir erwarten nicht, dass SAP seinen Dienstleistungsbereich signifikant in den Mittelstandsmarkt ausdehnen wird. Dies würde Channel-Konflikte generieren und SAP wird langfristig auf Vertriebs-

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	-4,4%	8,5%	8,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT-Marge	7,1%	8,1%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	9,54	11,79	10,90	16,70	17,54	18,24	18,97	19,73	20,52	21,34
- Ertragssteuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-4,07	-7,59	-7,89	-8,21	-8,53
+ Abschreibungen	2,90	3,49	3,72	3,91	4,08	4,22	4,37	4,52	4,68	4,84
+/- 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	12,48	15,32	14,67	20,66	21,66	18,44	15,80	16,41	17,04	17,70
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-2,54	-3,16	-3,35	-3,52	-3,66	-3,81	-3,96	-4,12	-4,28	-4,28
Free Cash-Flow	9,94	12,13	11,29	17,12	17,99	14,62	11,82	12,27	12,74	13,40
Barwerte	8,85	9,22	7,32	9,47	8,50	5,89	4,07	3,60	3,19	2,87
Summe Barwerte	62,98									
Terminalwert	18,10									
										in % vom Gesamtwert : 22%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	81,08									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	17,30									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-16,50									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	81,88									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	22,3									
Kurs in Euro	3,67									
DCF-Bewertung										
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Model:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	75%	Fremdkapital:	25%	
risikofreie Rendite:	4,07%	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:	07.04.2004

partner angewiesen sein. Das von uns berechnete DCF-Modell zeigt ein Potenzial für die Aktie. Auf Basis dieses Modells ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von rund 81,9 Mio. Euro oder 3,67 Euro pro Aktie. Durch die erfolgten Kapitalmaßnahmen wurde die Eigenkapitalbasis – bisher ein wesentlicher Schwachpunkt – deutlich verstärkt. Dem Unternehmen fließen durch zwei Kapitalmaßnahmen brutto rund 9,4 Mio. Euro zu. Wir sehen das Kursziel bei 3,70 Euro und behalten unser Votum Spekulativ Kaufen bei.

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	96,7	104,6
in % Umsatz		74,0%	73,8%	71,6%	71,4%
Brutto-Ergebnis vom Umsatz		41,5	38,2	38,3	41,9
Rohmarge		26,0%	26,2%	28,4%	28,6%
Vertriebsaufwand		13,8	12,0	12,2	13,4
in % Umsatz		9,1%	8,3%	9,0%	9,1%
Allgemeiner Verwaltungsaufwand		26,3	27,4	16,1	16,2
in % Umsatz		17,3%	18,8%	11,9%	11,1%
Aufwand für F&E		1,1	0,9	0,5	0,5
in % Umsatz		0,6%	0,6%	0,4%	0,3%
Saldo Sonstige betr. Aufwendungen/Erträge		-5,5	-1,7	0,0	0,0
in % Umsatz		0,6%	-1,2%	0,0%	0,0%
EBIT; operatives Ergebnis		-1,5	-3,7	9,5	11,8
in % Umsatz		-0,9%	-2,6%	7,1%	8,1%
Finanzergebnis		-5,5	-1,8	-1,2	-1,2
in % Umsatz		-3,4%	-1,2%	-0,9%	-0,8%
EBT		-7,0	-5,5	9,1	11,5
in % Umsatz		-5,3%	-3,8%	6,8%	7,9%
Steuern vom Einkommen und Ertrag		5,9	1,1	3,7	4,6
in % EBT		55,0%	0,7%	2,7%	3,2%
Discontinued Operations		-3,3	-2,2	0,0	0,0
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag		-16,1	-9,8	5,5	6,9
in % Umsatz		-9,6%	-6,8%	4,1%	4,7%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)		16,8	16,8	21,0	22,3
Ergebnis je Aktie in Euro (bereinigt)		-0,96	-0,59	0,26	0,31

Quelle: itelligence; Independent Research

 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