



Independent Research

Investment-Studie

itelligence

Marktsegment: Prime All Share

Branche: IT-Services

April 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 28.04.2003

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

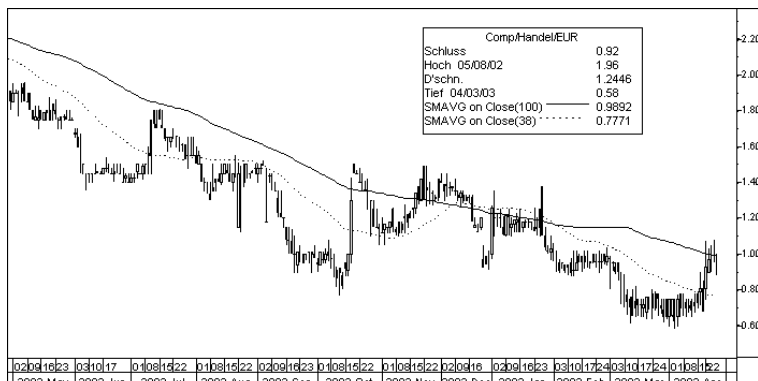
Halten

ITELLIGENCE

Ereignis:
Zahlen Q4 2002

Einschätzung:
Halten

IR	3	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



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

itelligence; 28. April 2003

- ⇒ **Das schwache Abschneiden in Q4 2002 ist kein Ereignis, das auf itelligence beschränkt ist. Ein Großteil des IT-Sektors wurde in Q4 2002 von Verschiebungen und der sich verringernden Investitionsbereitschaft der Kunden betroffen**
- ⇒ **Einen Schwachpunkt stellen weiterhin Teile des Auslandsgeschäfts dar**
- ⇒ **Die Stärke des Unternehmens liegt im Geschäftsfeld Outsourcing/Services. Hier konnte itelligence den Break Even erreichen**
- ⇒ **itelligence befindet sich zur Zeit in der Restrukturierung. In dieser Phase erwarten wir keinen nachhaltigen Kursaufschwung. Wir belassen unser Votum bei Halten. Bei erfolgreicher Beendigung der Restrukturierung besitzt die Aktie hohes Potenzial**

itelligence		IT-Services		Performance				
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	14,39			
Aktienanzahl	16,771	www.itelligence.de		Rel. 3 Monate	-23,96			
Ø Tagesumsatz	13032	Letzte Dividende	-	Rel. 6 Monate	-22,95			
WKN	730040	Marktkapt.Mio.Euro	15,4	Rel. 12 Monate	-13,98			
Kurs	0,92	Währung	EUR	Beta	0,92			
52W Hoch	1,96	Datum	08.05.2002	Prime All Share	0,002%			
52W Tief	0,58	Datum	03.04.2003	Prime Software	0,027%			
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:	3,81
2002	168,5	-3,5	-9,0	-16,1	-0,96	neg.	Div-Rendite 03e:	0,0%
2003e	166,1	0,8	-0,7	-0,9	-0,05	neg.	CAGR Umsatz 01-04e:	-1,6%
2004e	174,1	7,8	6,2	3,2	0,18	5,1	CAGR JÜ 01-04e:	-
Zahlen in Mio. Euro ausser EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen								RL: US-GAAP

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

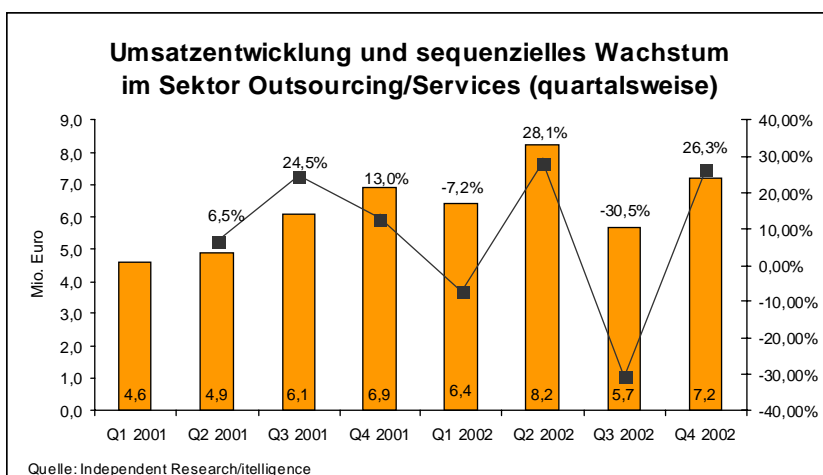
Das Unternehmen

itelligence ist ein international tätiger IT-Dienstleister. Das Unternehmen ist in den drei Geschäftsfeldern Consulting, Lizenzvertrieb sowie Outsourcing/Services tätig. In 2002 betrug der Umsatzanteil des Consulting im Konzern 72%, wovon rund 11 Prozentpunkte mit Individual IT-Beratung erzielt wurden, rund 61 Prozentpunkte mit SAP-Consulting. Die Bindung an SAP ist sehr eng. itelligence erhielt den Status als SAP Global Services Partner, den gegenwärtig weltweit nur 12 Unternehmen haben. Rund 60% der Umsätze werden im SAP-Geschäft mit Großkunden erwirtschaftet. Hier konzentriert sich itelligence auf Spezialthemen wie CRM oder e-Business sowie auf Projekte bei Konzern-Tochterunternehmen. Rund 40% des Consulting-Umsatzes werden mit Mittelstandskunden generiert. itelligence ist ein strategischer Partner des Mittelstandes. Im Mittelstandsgeschäft vertreibt itelligence auch die SAP-Software, die entsprechenden Umsätze werden getrennt ausgewiesen und machten in 2002 rund 10% des Umsatzes im Konzern aus. itelligence übernimmt die Projektverantwortung in komplexen Projekten und hat die erforderliche kritische Masse für internationale Roll outs. Das Unternehmen hat besondere Expertise 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. Das Produktportfolio wird durch Dienstleistungen im Bereich der Systemintegration abgerundet. Der Sektor Outsourcing/Services generierte in 2002 rund 18% des Umsatzes. itelligence erbringt hier primär Hosting- und Administrationsdienstleistungen im eigenen Rechenzentrum, aber auch Fernadministration. Dieser Sektor baute seinen Umsatzanteil im Konzern kontinuierlich aus und wurde von itelligence als wichtiges strategisches Wachstumsfeld identifiziert.

Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2002

Im Geschäftsjahr 2002 erzielte itelligence einen Umsatz von 168,5 (182,9) Mio. Euro. Vor allem das Q4 2002 verlief für das Unternehmen schwierig. Der Umsatzanteil des Quartals am Gesamtjahr sank auf rund 24,0%, in 2001 waren in Q4 rund 29,3% erzielt worden. Das Consulting-Geschäft entwickelte sich mit einem Umsatz von 27,5 (38,1) Mio. Euro schwach. Die Umsatzreduktion im YoY-Vergleich betrug -27,5%. In

den ersten drei Quartalen 2002 hatten sich die Regionen Deutschland, Schweiz, Zentral- sowie Osteuropa planmäßig entwickelt, lediglich West- und Südeuropa sowie die USA hatten unter Plan gelegen. Die Investitionszurückhaltung in Q4 2002 zeigte sich dagegen in sämtlichen Regionen. Es waren sämtliche Branchen betroffen. Die schwierige Situation im Consulting in Q4 2002 war dabei kein auf itelligence beschränktes Phänomen, vielmehr zeigte ein Großteil des Sektors ein ähnliches Bild. Wir sehen das schwache Abschneiden also nicht als strukturelles Defizit des Unternehmens an. Vielmehr zeigt das synchrone Auftreten der Nachfrageschwäche in sämtlichen Re-



Die Lizenzumsätze gingen in Q4 2002 um 37,2% auf 4,9 Mio. Euro zurück

gionen, Branchen und Kundengrößen eine außerordentliche Situation des Marktes auf. itelligence wurde dabei im Bereich der Lizenzumsätze noch härter getroffen als im Consulting Bereich. Das Niveau der Lizenzumsätze blieb in 2002 mit 17,0 (17,1) Mio. Euro nahezu konstant. In Q4 2002 erreichten die Lizenzumsätze rund 4,9 (7,8) Mio. Euro. Die Umsatzreduktion im YoY-Vergleich lag damit bei 37,2%. Der Anteil des in Q4 2002 erwirtschafteten Lizenzumsatzes fiel von 45,9% in 2001 auf 28,8%. Vor allem in den USA waren die Lizenzumsätze hinter den Erwartungen zurück geblieben. Ausgesprochen positiv entwickelte sich dagegen weiterhin der Bereich Outsourcing/Services. Der Umsatz im Gesamtjahr erreichte 27,5 (22,5) Mio. Euro. In Q4 2002 betrug der Umsatz 7,2 (6,9) Mio. Euro, was einer YoY-Steigerung um 4,4% entspricht. Der Umsatzanteil des Segments im Konzern erreichte in Q4 2002 rund 17,8% (12,9%). Die anvisierte Steigerung des Umsatzanteils von Outsourcing/Services im Konzern auf 20% in 2003 wird durch diese Entwicklung plausibilisiert. Der Rohertrag im Konzern erreicht in 2002 rund 41,5 (47,8) Mio. Euro. Die Rohmarge ging auf 24,6% (26,2%) zurück. Diese Reduktion resultiert allein aus der schwachen Entwicklung in Q4 2002. Hier betrug der Rohertrag lediglich 7,6 (14,7) Mio. Euro, die Marge sank auf 18,8% (27,4%). Das EBITDA im Gesamtjahr betrug 1,4 (-0,05) Mio. Euro, EBIT erreichte -3,5 (-7,9) Mio. Euro, das Nettoergebnis lag bei -16,1 (-5,7) Mio. Euro. Das Nettoergebnis wurde von Sonderfaktoren i.H.v. 12,5 Mio. Euro belastet. Sonderabschreibungen auf Finanzanlagen betragen 3,6 Mio. Euro und Impairments auf Firmenwerte erreichte 1,5 Mio. Euro. Die weitaus größte Position trug die Ausbuchung von aktivierten latenten Steuern im Volumen von 7,4 Mio. Euro bei. Diese erfolgte aufgrund der mehrjährigen Verlustsituation bei Auslandsgesellschaften. Der Cash Flow des Jahres 2002 betrug -0,3 (-0,3) Mio. Euro, der Bestand der liquiden Mittel am 31.12.2002 lag bei 6,7 (7,1) Mio. Euro. Der operative Cash Flow lag bei 5,2 (-3,6) Mio. Euro. Das Umlaufvermögen, insbesondere Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, wurde liquidiert, woraus sich Mittelzuflüsse in einer Gesamthöhe von 10,2 Mio. Euro ergaben. Zugleich wurden kurzfristige Verbindlichkeiten i.H.v. 4,5 Mio. Euro zurück geführt, womit aus dem Net Working Capital per Saldo 5,7 Mio. Euro an Mittelzuflüssen generiert wurden.

Prognosen

Für 2003 erwarten wir ein weiteres schwieriges Jahr für die IT-Branche. Die Anzeichen, die sich für das Q1 2003 aus dem Markt ergeben, deuten darauf hin, dass sich das Marktumfeld tendenziell weiter verschlechtert hat. Entsprechend halten wir es für möglich, dass das Q1 2003 auch für itelligence unbefriedigend verlief. Für das Gesamtjahr gehen wir von einer geringfügigen Umsatzreduktion um 1,5% auf 166,1 Mio. Euro aus. itelligence befindet sich voraussichtlich noch bis Ende Q2 2003 in einer Restrukturierung, in deren Rahmen weitere Anpassungen und Kostensenkungen erfolgen werden. Diese sollten in 2003 zu einer Verbesserung der Rohmarge auf das Niveau des Jahres 2001 führen. Wir erwarten einen Rohertrag von 43,4 (2002: 41,5; 2001: 47,9) Mio. Euro. Unter dieser Prämisse kann ein ausgeglichenes EBIT von 0,8 (-3,5) Mio. Euro und ein Nettoergebnis von -0,9 (-16,1) Mio. Euro erreicht werden. In 2004 sollten sich die positiven Effekte der Restrukturierung noch deutlicher zeigen, wir erwarten ein EBIT von 7,8 Mio. Euro und ein Nettoergebnis von 3,2 Mio. Euro.

Strategie

itelligence befindet sich in einer Restrukturierungsphase, in der nach unserer Einschätzung die Verlustbringer im Konzern zur Disposition stehen. Dennoch soll der grundsätzliche Ansatz des Unternehmens erhalten bleiben. Dieser sieht eine Positionierung als

Aufgrund der schlechten Marktlage dürfte für itelligence Q1 2003 schwierig gewesen sein

itelligence befindet sich in einer Restrukturierungsphase

Für itelligence besitzt die Steigerung der Profitabilität höchste Priorität

globalen Anbieter kompletter Lösungen vor. Das langfristige Ziel, den Umsatzanteil der wiederkehrenden Umsätze zu steigern, wird durch einen weiteren Ausbau des Bereichs Outsourcing/Services operationalisiert. Kurzfristig besitzt für itelligence die Steigerung der Profitabilität strategische Priorität. Im Rahmen der Restrukturierung erwarten wir eine Verbesserung der Kostenstruktur. Dieser Bereich wurde als strategisches Wachstumsfeld identifiziert. Trotz der in der Vergangenheit stark eingebrochenen Preise für Outsourcing-Dienstleistungen konnte itelligence hier den Break Even erreichen. Das Geschäftsmodell bietet itelligence durch die hohen Skaleneffekte bei zusätzlichen Umsätzen in den bestehenden Rechenzentren Potenzial für eine Erhöhung der Margen. Langfristig soll der Umsatzanteil im Segment Outsourcing von gegenwärtig rund 18% auf rund 30% steigen.

Bewertung und Fazit

Das schwache Abschneiden in Q4 2002 ist kein Ereignis, das auf itelligence beschränkt ist. Ein Großteil des IT-Sektors wurde in Q4 2002 von Verschiebungen und der sich verringenden Investitionsbereitschaft der Kunden betroffen. Auch das synchrone Auftreten der Nachfrageschwäche über sämtliche Regionen, Branchen und Kundengrößen im itelligence Konzern deutet auf eine außerordentliche Situation des Marktes hin. Die Probleme sind also nicht auf eine strukturelle Schwäche von itelligence zurück zu führen. Einen Schwachpunkt stellen weiterhin Teile des Auslandsgeschäfts dar. itelligence befindet sich weiterhin in der Restrukturierung, diese soll in H1 2003 abgeschlossen werden. Die Stärke des Unternehmens sehen wir vor allem im Geschäftsfeld Outsourcing/Services. Hier konnte itelligence den Break Even erreichen. Das Geschäftsfeld bietet hohe Skaleneffekte und bietet hierdurch einen erheblichen Hebel für die Profitabilität. Das Geschäftsmodell erfordert allerdings auch Investitionen und hat hierdurch sowie durch den Hebel auch Risiken. Wir haben itelligence mit einem DCF-Modell bewertet. Unsere Prognosen

in Mio. Euro	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatz	166,06	174,11	195,00	214,50	231,66	245,56	255,26	265,35	275,83	286,72
Wachstum Umsatz	-1,5%	4,8%	12,0%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT-Marge	0,5%	4,5%	6,6%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	0,80	7,75	12,81	19,31	23,05	24,43	25,40	26,40	27,44	28,53
- Ertragssteuern	0,00	0,00	-1,07	-7,92	-9,42	-9,97	-10,36	-10,76	-11,18	-11,61
+ Abschreibungen	4,41	4,39	4,46	4,85	5,19	5,47	5,67	5,87	6,08	6,29
+/- 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)	0,20	0,30	0,33	0,36	0,39	0,42	0,43	0,45	0,47	0,49
Operativer Brutto Cash Flow	5,45	12,48	16,57	16,64	19,27	20,40	21,19	22,01	22,86	23,75
+/- Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	0,00	-0,24	-0,62	-0,58	-0,51	-0,41	-0,29	-0,30	-0,31	-0,32
+/- Investitionen in das Anlagevermögen	-4,04	-4,29	-4,29	-4,63	-4,91	-5,11	-5,31	-5,52	-5,73	-5,73
Free Cash Flow	1,41	7,95	11,66	11,43	13,85	14,88	15,60	16,20	16,82	17,69
Barwerte	1,24	5,85	7,18	5,88	5,96	5,35	4,69	4,07	3,53	3,11
Summe Barwerte	46,85									
Terminalwert	17,35									
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	64,20									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	6,37									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-20,44									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	50,14									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	16,8									
Kurs in Euro	2,99									
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Model:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital :	75%	Fremdkapital :	25%	
risikofreie Rendite :	3,90%	Beta :	2,25	Risikoprämie FK :	6,00%
		Risikoprämie	8,0%	Tax-Shield :	40,0%
		Zins EK :	21,9%	Zins FK :	5,9%
Wachstumsrate FCF :	0,0%	WACC :	17,9%	Datum :	15.04.03

spiegeln ein Szenario mit nachhaltiger Steigerung der operativen Profitabilität wider. Aus den Prämissen errechnet sich ein Wert des Eigenkapitals von 50,1 Mio. Euro. Dies entspricht einem Kurs von 2,99 Euro je Aktie. Wir gehen davon aus, dass sich die Itelligence-Aktie mit einer nachhaltigen Rückkehr in die Profitabilität auf Quartalsbasis in diese Richtung bewegen wird. Während der Dauer der Restrukturierung erwarten wir allerdings noch keinen nachhaltigen Kursaufschwung. Zunächst belassen wir unser Votum deshalb bei Halten.

Itelligence								
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	166,06	174,11
Veränderung ggü. Vorjahr			-	32,2%	23,0%	-7,8%	-1,5%	4,9%
Materialaufwand / Herstellungsaufwand			82,49	111,59	135,01	127,05	122,60	125,90
in % Umsatz			73,4%	75,1%	73,8%	75,4%	73,8%	72,3%
Brutto-Ergebnis vom Umsatz			29,96	37,05	47,87	41,49	43,46	48,21
Rohmarge			26,6%	24,9%	26,2%	24,6%	26,2%	27,7%
Vertriebsaufwand			8,16	14,53	18,64	15,28	15,10	15,50
in % Umsatz			7,3%	9,8%	10,2%	9,1%	9,1%	8,9%
Allgemeiner Verwaltungsaufwand			10,36	18,10	26,16	29,16	27,50	25,10
in % Umsatz			9,2%	12,2%	14,3%	17,3%	16,6%	14,4%
Aufwand für F&E			0,00	4,91	5,08	1,06	0,50	0,50
in % Umsatz			0,0%	3,3%	2,8%	0,6%	0,3%	0,3%
Saldo Sonstige betr. Aufwendungen/Erträge			0,03	0,41	-2,58	1,04	1,00	1,20
in % Umsatz			0,0%	0,3%	-1,4%	0,6%	0,6%	0,7%
Goodwill-Abschreibungen			0,57	1,76	3,32	0,56	0,56	0,56
in % Umsatz			0,5%	1,2%	1,8%	0,3%	0,3%	0,3%
EBIT; operatives Ergebnis			10,90	-1,84	-7,91	-3,52	0,80	7,75
in % Umsatz			9,7%	-1,2%	-4,3%	-2,1%	0,5%	4,5%
Finanzergebnis			0,36	0,21	-0,87	-5,46	-1,50	-1,60
in % Umsatz			0,3%	0,1%	-0,5%	-3,2%	-0,9%	-0,9%
EBT			11,26	-1,63	-8,78	-8,98	-0,70	6,15
in % Umsatz			10,0%	-1,1%	-4,8%	-5,3%	-0,4%	3,5%
Steuern vom Einkommen und Ertrag			6,28	0,00	-3,33	6,08	0,00	2,68
in % EBT			55,8%	0,1%	37,9%	67,7%	0,0%	43,6%
Jahresüberschuß/ -fehlbetrag vor Minderheitenanteile			4,98	-1,63	-5,45	-15,06	-0,70	3,47
in % Umsatz			4,4%	-1,1%	-3,0%	-8,9%	-0,4%	2,0%
Minderheitenanteile			0,09	0,12	0,20	-0,17	-0,20	-0,30
Effekte aus Änderung der Rechnungslegungsvorschriften						-0,90		
Jahresüberschuß/ -fehlbetrag			4,89	-1,74	-5,65	-16,13	-0,90	3,17
in % Umsatz			4,3%	-1,2%	-3,1%	-9,6%	-0,5%	1,8%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)			16,4	16,4	16,5	16,8	16,8	17,8
Ergebnis je Aktie in Euro			0,30	-0,11	-0,34	-0,96	-0,05	0,18

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