

Investment-Studie

itelligence

Marktsegment: Neuer Markt

itelligence

September 2002

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

Frankfurt, den 02.09.2002

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.

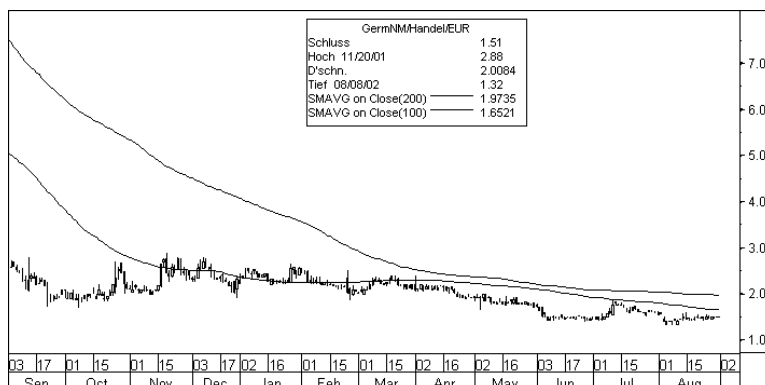
DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

AKTIEN DEUTSCHLAND - UPDATE

Übergewichten

ITELLIGENCE

Ereignis:
Zahlen zu Q2 2002
Einschätzung:
Marktneutral



IR	3	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

itelligence; 02. September 2002

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

- ⇒ **Die Zahlen des Q2 2002 zeigen, dass die Restrukturierung von itelligence erfolgreich ist. Insbesondere die Refokussierung auf das SAP-Geschäft, die von zentraler Bedeutung ist, dürfte geglückt sein**
- ⇒ **Die stärkere Konzentration auf das Mittelstandsgeschäft ist strategisch vielversprechend und sollte in steigende Consulting- und Outsourcingumsätze umgesetzt werden können. Die bestehende Positionierung in diesem Bereich sehen wir als die Stärke von Itelligence an**
- ⇒ **Die Schwachpunkte liegen in der deutlich geschwächten Bilanzstruktur und in Problemen im Auslandsgeschäft. Firmenwertabschreibungen auf Auslandsgesellschaften noch in 2002 sind möglich**
- ⇒ **Trotz der Schwachpunkte stufen wir die itelligence-Aktie mit Übergewichten ein, da die Bewertung im Vergleich der Peer-Group niedrig ist und die Restrukturierung sichtbare Erfolge zeigt. Kurzfristig dürfte aber die Gefahr von Goodwill-Impairments belasten**

itelligence		IT-Services			Performance	
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	-10,36	
Aktienanzahl	16,771	www.itelligence.de		Rel. 3 Monate	19,93	
Ø Tagesumsatz	12456	Letzte Dividende -		Rel. 6 Monate	16,88	
WKN	730040	Marktkapt.Mio.Euro	24,3	Rel. 12 Monate	-2,57	
Kurs	1,45	Währung	EUR	Beta	0,87	
52W Hoch	3,02	Datum	23.08.2001	Nemax All Share	0,092%	
52W Tief	1,32	Datum	08.08.2002	Nemax IT Service	2,718%	
Aktionäre:	Wolfgang Schmidt 16,2%, Familie Vogel 15,9%, Petra Berner 9,0%, Familie Frank 7,7%, Familie Lamb 7,5%, Freefloat 43,7%					
Beteiligungen:	19 Tochtergesellschaften im In- und Ausland zu je 100%, Sapryma S.L. (Spanien) 80%, Apcon Network Solutions 85%, Apcon Media 75%, ITC 56%, u.a.					
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV
2000	148,6	-1,8	-1,6	-1,7	-0,11	neg.
2001	182,9	-7,9	-8,8	-5,7	-0,34	neg.
2002e	181,5	4,7	2,7	1,1	0,07	21,9
2003e	204,1	7,9	6,5	3,6	0,22	6,7
						EV/Umsatz 03e: 0,44
						EV/EBIT 03e: 11,47
						Div-Rendite 02e: 0,0%
						CAGR Umsatz 00-03e: 11,1%
						CAGR JÜ 00-03e: -
Zahlen in Mio. Euro ausser EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen; Stand: 30.08.2002						RL: US-GAAP

Betätigung in drei Geschäftsbereichen

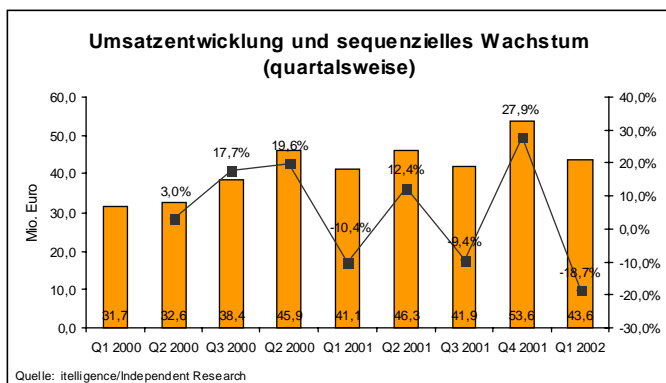
Das Unternehmen

itelligence entstand in 2000 aus der Verschmelzung der beiden IT-Dienstleister SVC Schmidt Vogel und Apcon. Das Unternehmen ist in drei Geschäftsbereichen tätig: Der grösste Bereich mit einem Umsatzanteil von rund 73,0% im ersten Halbjahr 2002 ist das Segment Consulting. Hier bietet das Unternehmen SAP-Consulting sowie Individual-IT-Beratung. Das SAP-Consulting hat schätzungsweise über 60% des Konzernumsatzes in H1 2002 erbracht. Rund 60% hiervon wurden mit Grosskunden gemacht. itelligence betreibt hier Projektgeschäft. Umsätze werden ausschliesslich mit Dienstleistungen generiert, Lizenzen werden nicht umgesetzt. Die restlichen 40% des SAP-Consulting-Umsatzes erwirtschaftet itelligence gegenwärtig mit Mittelstandskunden. Neben den Dienstleistungen werden hier Umsätze auch mit dem Verkauf von Lizenzen (gegenwärtig beinahe ausschliesslich mySAP All-in-one) erwirtschaftet. Die Lizenzumsätze werden isoliert ausgewiesen. In H1 2002 machten sie 8,8% des Konzernumsatzes aus. Rund 10% des Konzernumsatzes stammen aus der Individual-IT-Beratung. Dieser Bereich wird als Bestandteil des Consulting-Bereichs ausgewiesen. Der Bereich Outsourcing/Services generierte in H1 2002 rund 16,9% des Umsatzes. itelligence erbringt hier primär Hosting- und Administrationsdienstleistungen im eigenen Rechenzentrum, aber auch Fernadministration. Sonstiges trug in H1 2002 rund 1,4% zum Umsatz bei.

Aktuelle Geschäftsentwicklung

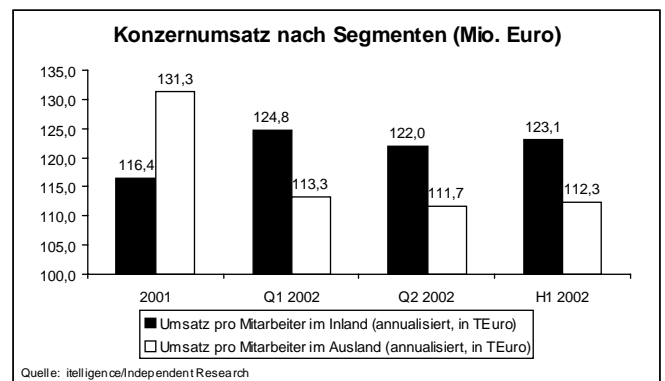
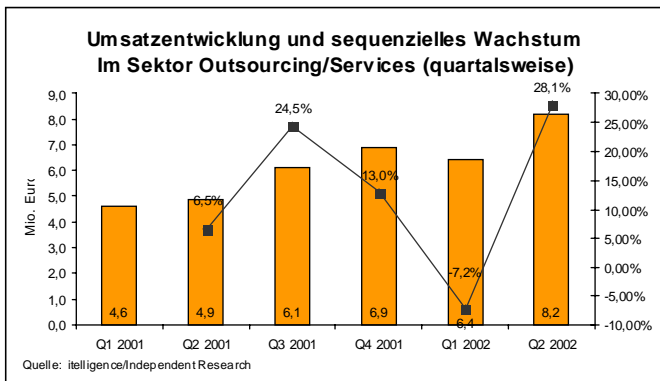
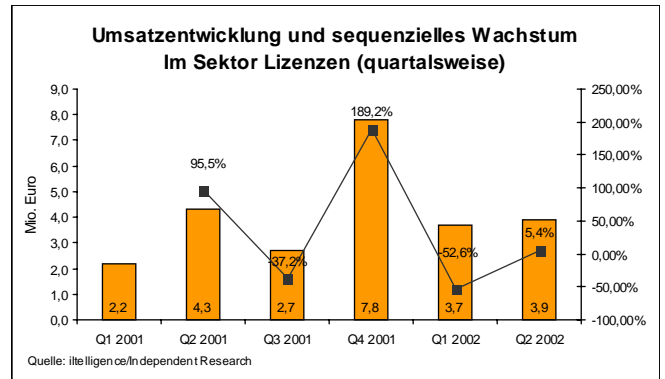
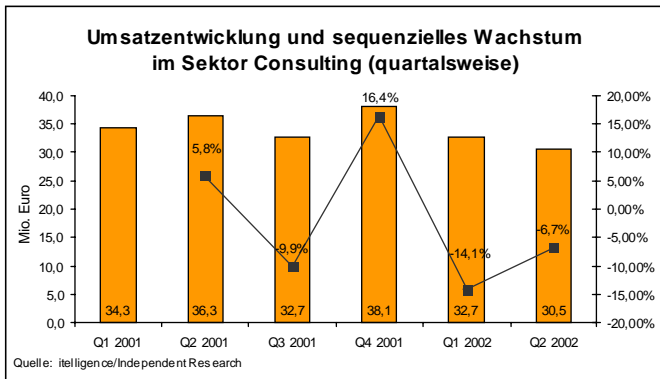
itelligence erzielte in H1 2002 einen Umsatz von 86,6 (87,4) Mio. Euro. Bei Betrachtung der Quartalsentwicklung zeigt der Sektor Consulting eine relativ schwache Entwicklung. Im Vergleich der letzten sechs Quartale weist der Bereich eine leicht rückläufige Tendenz auf. Dies ist auf Umsatzeinbussen des Bereichs Individual-IT-Beratung sowie auf einen deutlichen Umsatzrückgang in den USA zurückzuführen. Der Bereich Individual-IT wurde von der Apcon in den itelligence-Konzern eingebracht. Nach der Verschmelzung verliessen vermehrt Mitarbeiter itelligence. Es erfolgte eine Refokussierung auf das SAP-Geschäft. itelligence veröffentlicht keine präzisen Zahlen zu den Umsätzen in den einzelnen Untersektoren des Consulting-Bereichs. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Umsatzentwicklung auch im reinen SAP-Geschäft innerhalb der letzten sechs Quartale leicht rückläufig war. Die Lizenzumsätze entwickelten sich auf Quartalsbasis volatil mit der typischen Tendenz zu einem starken Jahresendgeschäft. Sie betragen in H1 2002 aktuell 7,6 (6,5) Mio. Euro. Eine deutlich positive Tendenz zeigten die Umsätze im Sektor Outsourcing/Services. In H1 2002 betragen die Umsätze 14,6 (9,5) Mio. Euro. Der Umsatzanteil betrug 16,9% (10,9%), die Tendenz ist steigend. Der Inlandsumsatz stieg in H1 2002 auf 47,2 (44,3) Mio. Euro, der Umsatz im europäischen Ausland nahm auf 24,0 (21,9) Mio. Euro zu, der Umsatz in Amerika sank auf 15,4 (21,2) Mio. Euro. Der durchschnittliche Umsatz pro Mitarbeiter lag in 2001 im Inland bei 116.400 Euro, im gesamten Auslandsgeschäft bei 131.300 Euro. In H1 2002 kehrte sich dieses Verhältnis um: Der annualisierte Inlandsumsatz pro Mitarbeiter betrug 123.100 Euro, im Auslandsgeschäft 112.300 Euro. Die Schwäche des Auslandsgeschäfts spiegelt auch die EBIT-Entwicklung: In H1 2002 betrug das Konzern-EBIT 0,5 (-4,6)

Refokussierung auf das SAP-Geschäft



itelligence: Quartalsweise Umsatzentwicklung (Mio. Euro)										
	Q1 2000	Q2 2000	Q3 2000	Q4 2000	Q1 2001	Q2 2001	Q3 2001	Q4 2001	Q1 2002	Q2 2002
Umsatz	31,7	32,6	38,4	45,9	41,1	46,3	41,9	53,6	43,6	43,0
Wachstum YoY					29,9%	41,8%	9,1%	16,6%	5,9%	-7,0%
Wachstum sequenziell		3,0%	17,7%	19,6%	-10,4%	12,4%	-9,4%	27,9%	-18,7%	-1,3%
Anteil am Jahresumsatz	21,3%	21,9%	25,8%	30,9%	22,5%	25,3%	22,9%	29,3%	23,8%	23,5%

Quelle: itelligence/Independent Research



	2001	Q1 2002	Q2 2002	H1 2002
Mitarbeiter zum Quartalsende im Inland	819	763	767	767
Mitarbeiter zum Quartalsende im Ausland	667	699	702	702
Umsatz pro Mitarbeiter im Inland (annualisiert, in TEuro)	116,4	124,8	122,0	123,1
Umsatz pro Mitarbeiter im Ausland (annualisiert, in TEuro)	131,3	113,3	111,7	112,3

Quelle: itelligence/Independent Research

Mio. Euro, wobei im Inland 2,0 Mio. Euro erzielt wurden, im Ausland –1,5 Mio. Euro. Die Restrukturierung zeigte auf der Kostenseite Wirkung. Die operativen Kosten ohne Herstellungskosten und Goodwill-Abschreibungen konnten von 25,8 Mio. Euro H1 2001 auf 22,1 Mio. Euro in H1 2002 gesenkt werden. Die Rohmarge erreichte in H1 2002 rund 26,1% (26,0%). Diese ist stark von der Entwicklung der Lizenzverkäufe abhängig. Die Entwicklung deutet darauf hin, dass itelligence kaum Margendruck ausgesetzt ist. Wir erwarten für 2002 einen Umsatz von 181,5 Mio. Euro bei einem EpS von 0,09 Euro, für 2003 einen Umsatz von 204,1 Mio. Euro bei einem EpS von 0,21 Euro.

Strategie

Konzentration auf das Consulting für mittelständische Unternehmen

itelligence hat als primäres Wachstumsfeld das Consulting für mittelständische Unternehmen identifiziert. Der Vertrieb ist bereits hierauf ausgerichtet worden. Der Mittelstand soll auch für die Outsourcing-Dienstleistungen von itelligence gewonnen werden. Das Outsourcing soll in den kommenden Jahren stark wachsen. Bis 2004/2005 wird ein Umsatzanteil von rund 25% angestrebt. Das Grosskundengeschäft wird dabei ein wesentlicher Bestandteil der Strategie bleiben. Die Kombination beider Modelle soll dem Unternehmen Wachstum und kontinuierliche Auslastung ermöglichen. Kurzfristig ist die Profitabilität des Auslandsgeschäfts ein zentrales Unternehmensziel. Probleme traten hier in H1 2002 vor allem in den grössten Niederlassungen, USA, Spanien und Italien auf. Während die Auftragsentwicklung in den USA und Spanien bereits Entspannung signalisiert, muss in Italien noch restrukturiert werden. Entsprechende Kosten werden das Q3-Ergebnis belasten.

Bewertung und Fazit

Mögliche Verkleinerung der Zahl der Mittelstandspartner durch SAP

Unterproportionales Wachstum im Grosskundensegment

Schwachpunkt ist das Auslandsgeschäft des Unternehmens

Die Stärke von itelligence sehen wir in der Positionierung im SAP-Mittelstandsgeschäft. Hier gehört das Unternehmen zu den drei grössten Anbietern in diesem Segment in Deutschland. Gegenwärtig hat SAP für den deutschen Markt über 20 Mittelstandspartner, von denen die grössten 5 bis 6 rund 80% der Umsätze generieren dürften. Da die Betreuung für SAP kostenintensiv ist, erscheint eine Verkleinerung der Partnerzahl durch SAP möglich. Hiervon sollte itelligence profitieren. Ein weiterer Vorteil des Mittelstandsgeschäfts ist das Cross-Selling-Potenzial in Bezug auf das Outsourcing. Nach der Verschmelzung von SVC und Apcon zu itelligence hatte das Unternehmen versucht, dem damaligen Trend zu Best-of-Breed-Lösungen durch die Ergänzung des Produktportfolios auf weitere Software-Anbieter neben SAP Rechnung zu tragen. Diese Strategie wurde vom verstärkten Trend der Kunden zu Lösungen von einem einzigen Software-Anbieter sowie durch Irritationen bei SAP durchkreuzt. Die Refokussierung auf SAP war ein wesentlicher Bestandteil der Restrukturierung von itelligence. Sie sollte sich nun in Wachstum im Bereich SAP-Mittelstandskunden umsetzen lassen.

Vom Grosskundensegment erwarten wir unterproportionales Wachstum. Die Akzeptanz von itelligence als stabiler Partner soll durch die Verbesserung der Bilanzstruktur erfolgen. Die Eigenkapitalquote betrug zum 30.06.2002 rund 34,1%. Das Eigenkapital betrug 30,9 (36,2) Mio. Euro. Geschäfts- und Firmenwerte waren mit rund 17,6 Mio. Euro aktiviert, womit bei Bereinigung ein Eigenkapital von 13,3 Mio. Euro verbleibt, was einer bereinigten Eigenkapitalquote von 18,2% entspricht und eine weitere Verschlechterung gegenüber dem 31.12.2001 (19,5%) darstellt. In Q3 2002 könnten Sonderabschreibungen auf Firmenwerte von Auslandsgesellschaften erfolgen.

Neben der Bilanz ist das Auslandsgeschäft ein weiterer Schwachpunkt des Unternehmens. Auch die fallende Tendenz bei den Consulting-Umsätzen ist negativ zu werten, zumal dieser Bereich das Kerngeschäft von itelligence darstellt. Wie die H1 2002-Zahlen zeigen, konnte itelligence die Rohmarge konstant halten und die operativen Kosten in den Griff bekommen. Nun müssen noch die Probleme im Auslandsgeschäft nachhaltig gelöst werden und die Refokussierung auf das SAP-Mittelstandsgeschäft Wirkung bei den Umsätzen zeigen; dann kann das Unternehmen wieder nachhaltig in die Gewinnzone kommen und durch Skaleneffekte die Margen deutlich steigern. Dieses Szenario ist wahrscheinlich und liegt deshalb unseren Prognosen zugrunde.

Bei der Bewertung liegt itelligence mit allen Kennziffern deutlich unter der Vergleichsgruppe. Die itelligence-Aktie zeigt seit Anfang Juli 2002 eine Outperformance gegenüber dem Nemax All Share. Wir erwarten, dass die fortschreitende Restrukturierung eine weitere Outperformance ermöglichen wird. Unser langfristiges Votum lautet daher Übergewichten, kurzfristig sehen wir in den drohenden Firmenwertabschreibungen noch einen Belastungsfaktor.

Peer Group: IT Services (Stand: 30.08.2002)											
Unternehmen	Geschäfts-jahresende	Währung	Kurs am 02.09.02	Umsatz 2002e in Mio.	Umsatz 2003e in Mio.	EBITA 2002e in Mio.	EBITA 2003e in Mio.	EpS 2002e	EpS 2003e	Eigenkapitalquote zum 31.12.2001	Eigenkapitalquote bereinigt um Firmenwerte zum 31.12.2001
IDS Scheer	31.12.	Euro	7,03	185,0	214,6	18,5	24,0	0,27	0,34	67,1%	63,8%
SAP SI	31.12.	Euro	10,18	298,0	339,8	29,7	44,2	0,55	0,78	76,8%	53,4%
Novasoft	31.12.	Euro	3,35	83,3	103,3	11,0	14,6	0,28	0,35	67,4%	61,6%
TDS	31.12.	Euro	1,67	106,3	112,3	1,4	2,5	-0,08	-0,02	23,9%	13,4%
Plaut	31.12.	Euro	1,35	234,4	262,7	7,4	12,9	-0,07	0,24	22,6%	7,0%
Orbis	31.12.	Euro	1,15	28,5	34,4	-4,9	-0,6	-0,44	-0,05	56,2%	51,0%
Realtech	31.12.	Euro	4,20	61,4	71,7	0,9	2,1	0,05	0,24	68,9%	66,8%
itelligence AG	31.12.	Euro	1,45	181,5	204,1	4,7	7,9	0,07	0,22	33,9%	19,5%

Quelle: Independent Research

Peer Group: IT Services (Stand: 30.08.2002)										
Unternehmen	Marktkap./ Umsatz 2002e	Marktkap./ Umsatz 2003e	Marktkap./ EBITA 2002e	Marktkap./ EBITA 2003e	KGV 2002e	KGV 2003e	EV/ Umsatz 2002e	EV/ Umsatz 2003e	EV/ EBITA 2002e	EV/ EBITA 2003e
IDS Scheer	1,2	1,0	12,1	9,3	26,2	20,5	0,8	0,7	8,2	6,3
SAP SI	1,2	1,1	12,3	8,3	18,5	13,1	0,8	0,7	8,2	5,5
Novasoft	0,8	0,6	6,0	4,5	12,0	9,6	0,5	0,4	3,7	2,8
TDS	0,3	0,3	21,4	12,0	neg.	neg.	0,6	0,6	46,5	26,1
Plaut	0,1	0,1	3,6	2,1	neg.	5,7	0,4	0,3	11,3	6,5
Orbis	0,4	0,3	neg.	neg.	neg.	neg.	0,2	0,2	neg.	neg.
Realtech	0,3	0,3	23,7	10,2	85,7	17,5	0,1	0,1	5,2	2,2
Durchschnitt	0,6	0,5	13,2	7,7	35,6	13,3	0,5	0,4	13,8	8,2
Median	0,4	0,3	12,2	8,8	22,3	13,1	0,5	0,4	8,2	5,9
itelligence AG	0,1	0,1	5,1	3,1	20,7	6,6	0,2	0,2	6,5	3,9
Abweichung itelligence vom Durchschnitt	-78,4%	-77,6%	-61,1%	-59,9%	-41,8%	-50,3%	-65,2%	-64,6%	-53,1%	-52,4%
Abweichung itelligence vom Median	-64,8%	-62,1%	-57,9%	-64,8%	-7,3%	-49,5%	-65,0%	-61,3%	-20,7%	-33,7%

Quelle: Independent Research

itelligence

Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)

Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez US-GAAP	1999	2000	2001	2002e	2003e
		Umsatzerlöse Veränderung ggü. Vorjahr	112,45 -	148,64 32%	182,88 23%	181,50 -1%
Brutto-Ergebnis vom Umsatz Rohmarge	29,96 26,6%	37,05 24,9%	47,87 26,2%	47,55 26,2%	53,27 26,1%	
Vertriebsaufwand in % Umsatz	8,16 7,3%	14,53 9,8%	18,64 10,2%	14,28 7,9%	15,70 7,7%	
Allgemeiner Verwaltungsaufwand in % Umsatz	10,36 9,2%	18,10 12,2%	26,16 14,3%	26,57 14,6%	27,90 13,7%	
Aufwand für F&E in % Umsatz	0,00 0,0%	4,91 3,3%	5,08 2,8%	1,01 0,6%	0,90 0,4%	
Saldo Sonstige betr. Aufwendungen/Erträge in % Umsatz	0,03 0,0%	0,41 0,3%	-2,58 -1,4%	-0,96 -0,5%	-0,90 -0,4%	
Goodwill-Abschreibungen in % Umsatz	0,57 0,5%	1,76 1,2%	3,32 1,8%	0,00 0,0%	0,00 0,0%	
EBIT; operatives Ergebnis in % Umsatz	10,90 9,7%	-1,84 -1,2%	-7,91 -4,3%	4,73 2,6%	7,87 3,9%	
Finanzergebnis in % Umsatz	0,36 0,3%	0,21 0,1%	-0,87 -0,5%	-2,04 -1,1%	-1,40 -0,7%	
EBT in % Umsatz	11,26 10,0%	-1,63 -1,1%	-8,78 -4,8%	2,69 1,5%	6,47 3,2%	
Steuern vom Einkommen und Ertrag in % EBT	6,28 55,8%	0,00 0,1%	-3,33 37,9%	1,48 55,0%	2,56 39,5%	
Minderheitenanteile	0,09	0,12	0,20	0,10	0,30	
Jahresüberschuß/ -fehlbetrag in % Umsatz	4,89 4,3%	-1,74 -1,2%	-5,65 -3,1%	1,11 0,6%	3,61 1,8%	
Ergebnis je Aktie in Euro	0,30	-0,11	-0,34	0,07	0,22	

Quelle: itelligence; Independent Research