



Independent Research

---

# **Investment-Studie**

# **itelligence**

**Marktsegment: Neuer Markt**

**Dezember 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

**Analyst dieser Studie:**

Norbert Kretlow

Frankfurt, den 29.11.2002

## 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 diese 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

**Kaufen**

## ITELLIGENCE

**Ereignis:**  
Zahlen zu Q3 2002  
**Einschätzung:**  
Kaufen

<b>IR</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



itelligence; 29. November 2002

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

- ⇒ **Die für Q3 2002 vorgelegten Zahlen bestätigen unsere Einschätzung, dass das Unternehmen im Rahmen der Restrukturierung seine sektoralen und geografischen Problemfelder zunehmend in den Griff bekommt. Damit verbessert sich das strukturelle Bild des Unternehmens**
- ⇒ **Die Unternehmensprognosen sowie unsere Schätzungen für 2002 können nur erreicht werden, wenn Q4 2002 das typische saisonale Muster mit hohen Lizenzumsätzen zeigt**
- ⇒ **itelligence sollte langfristig von der SAP-Mittelstandsoffensive profitieren, auch wenn sich bereits ein verschärfter Wettbewerb mit Navision abzeichnet**
- ⇒ **itelligence ist angesichts der langfristigen Ertragsperspektiven unterbewertet, unser Votum bleibt Kaufen**

<b>itelligence</b>		<b>IT-Services</b>		<b>Performance</b>				
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	10,00			
Aktienanzahl	16,771	www.itelligence.de		Rel. 3 Monate	51,43			
Ø Tagesumsatz	11317	Letzte Dividende	-	Rel. 6 Monate	46,30			
WKN	730040	Marktkapt.Mio.Euro	24,3	Rel. 12 Monate	16,10			
Kurs	1,45	Währung	EUR	Beta	0,86			
52W Hoch	2,88	Datum	20.11.2001	Nemax All Share	0,082%			
52W Tief	1,32	Datum	08.08.2002	Nemax IT Service	1,790%			
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:	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		
2001	182,9	-7,9	-8,8	-5,7	-0,34	neg.		EV/Umsatz 03e: 0,18
2002e	181,5	4,5	-1,5	-4,4	-0,26	neg.		EV/EBIT 03e: 5,00
2003e	185,9	6,9	5,3	2,3	0,13	10,6		Div-Rendite 02e: 0,0%
2004e	206,1	12,8	11,3	6,0	0,36	3,8		CAGR Umsatz 01-04e: 4,1%
								CAGR JÜ 010-04e: -
Zahlen in Mio. Euro ausser EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen								RL: US-GAAP

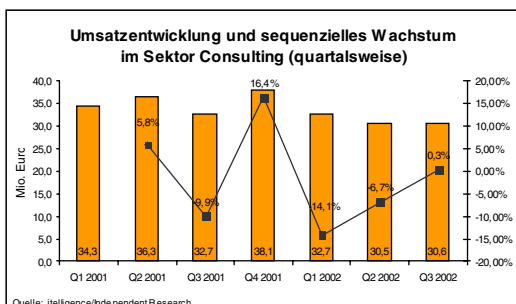
## Das Unternehmen

Betätigung in drei Geschäftsbe-  
reichen: Consulting, Lizenz-  
vermarktung und Outsourcing/  
Services

itelligence ist als IT-Dienstleister mit gegenwärtig rund 1.450 Mitarbeitern in 19 Ländern international vertreten. Das Unternehmen ist in drei Geschäftsbereichen tätig: Der größte Bereich mit einem Umsatzanteil von rund 73,0% in den ersten drei Quartalen 2002 ist das Segment Consulting. Hier bietet das Unternehmen SAP-Consulting sowie Individual-IT-Beratung. Es werden komplexe IT-Projekte durchgeführt. Im SAP-Geschäft bedient itelligence Groß- sowie Mittelstandskunden. Das Unternehmen konzentriert sich auf die Branchen Metall, Papier und Holz; auf die diskrete Fertigungsindustrie, insbesondere Automobilzulieferer; auf die Bereiche Service-Unternehmen sowie Prozess-Industrie und auf den Handel. Branchenlösungen bestehen für die Branchen Automotive, Handel, Holz- und Möbelindustrie, Konsumgüterindustrie, Maschinen und Anlagenbau, Prozessindustrie, Metall- und Kunststoffverarbeitung, Prozessindustrie, Stahl- und Metallerzeugung sowie für die High-Tech-Industrie. Im Großkundengeschäft werden Umsätze ausschließlich mit Dienstleistungen generiert, Lizenzen werden nicht umgesetzt. Im Mittelstandsgeschäft werden neben den Dienstleistungen auch Umsätze mit dem Verkauf von Lizenzen (gegenwärtig beinahe ausschließlich mySAP All-in-one) erwirtschaftet. Die Lizenzumsätze werden isoliert ausgewiesen. In den ersten drei Quartalen 2002 machten sie 9,4% des Konzernumsatzes aus. Rund 11% des Konzernumsatzes stammen aus der Individual-IT-Beratung. Dieser Bereich wird als Bestandteil des Consulting-Bereichs ausgewiesen. Der Sektor Outsourcing/Services generierte in den ersten drei Quartalen 2002 rund 15,8% des Umsatzes. itelligence erbringt hier primär Hosting- und Administrationsdienstleistungen im eigenen Rechenzentrum, aber auch Fernadministration. Sonstiges trug in den ersten drei Quartalen 2002 rund 1,6% zum Umsatz bei.

## Geschäftsentwicklung in Q3 2002

Der Konzernumsatz betrug in Q3 2002 rund 41,6 (41,9) Mio. Euro und zeigte im Vergleich mit Q2 2002 (43,0 Mio. Euro) die für das dritte Quartal typische zyklische Schwäche. Der Sektor Consulting wies mit 30,6 (32,7) Mio. Euro im YoY-Vergleich einen rückläufigen Umsatz auf, sequenziell konnte der Umsatz gehalten werden, in Q2 2002 hatte der Umsatz bei 30,5 Mio. Euro gelegen. Innerhalb des Consulting-Sektors entwickelte sich das SAP-Geschäft in Deutschland positiv. Der Umsatz im Bereich Individual-IT-Beratung sank im YoY-Vergleich, sequenziell zeigt sich eine Stabilisierung. Wichtig ist vor allem die positive Entwicklung im Kerngeschäft SAP. Hier greift die Refokussierung auf das SAP-Geschäft erkennbar. Die regionale Umsatzentwicklung zeigt keine signifikanten Veränderungen, der Umsatz in Deutschland ist mit 21,7 (22,8) Mio. Euro leicht rückläufig. Dennoch ist itelligence gerade auf dem deutschen Markt wirtschaftlich erfolgreich. Während hier Gewinne erwirtschaftet werden, verliert das Unternehmen in seinen Auslandsniederlassungen teilweise weiterhin Geld. In den USA konnte das Unternehmen mittlerweile den Turn Around erreichen, Verlustbringer ist das europäische Ausland und dort vor allem Italien. Auf Konzernebene erreichte das EBITDA in Q3 2002 rund 1,7 (0,1) Mio. Euro, das EBIT verbesserte sich auf 0,8 (-1,8) Mio. Euro, wobei in 2001 noch regelmäßige Goodwillabschreibungen vorgenommen worden waren. Das Nettoergebnis betrug aufgrund von Sonderabschreibungen auf Firmenwerte (0,9 Mio. Euro) und auf Finanzanlagen (3,8 Mio. Euro für in 2000 erworbene Heiler-Aktien) rund -5,4 (-1,6) Mio. Euro. Der operative Cash Flow war in den ersten drei Quartalen 2002 mit 2,8 Mio. Euro positiv. Unter Bereinigung um Effekte aus dem Net Working Capital hätte der operative Cash Flow bei 2,7 Mio. Euro gelegen. itelligence kann gegenwärtig einen Mittelzufluss aus dem operativen Geschäft erzielen. Die Unternehmensprognose für das Gesamtjahr (Umsatz auf dem Vorjahresniveau; EBITDA-Marge bei rund 5%) kann erreicht werden, wenn das Q4 2002 die normale saisonale Zyklik mit einem Umsatzanteil von rund 29% bis 30% des Gesamtjahresumsatzes einhält. Die IT-Branche erwartet ein verhaltenes Q4 2002. Der entschei-



Der operative Cash Flow war  
in den ersten drei Quartalen  
2002 deutlich positiv

---

Noch ist nicht klar, ob unsere Schätzungen für Q4 2002 im aktuellen Marktumfeld erreicht werden können

---

dende Faktor für itelligence sind die Softwarelizenzverkäufe in Q4. Diese verleihen dem Geschäftsmodell einen Hebel. Wir gehen zunächst von einem normalen Q4 2002 aus. Noch ist allerdings nicht klar, ob unsere Schätzungen erreicht, unterschritten oder überboten werden. Wir erwarten für 2002 einen Umsatz von 181,5 Mio. Euro bei einem EpS von -0,26 Euro. Für 2003 erwarten wir einen Umsatz von 185,9 Mio. Euro und ein EpS von 0,13 Euro. Für 2004 prognostizieren wir einen Umsatz von 206,1 Mio. Euro bei einem EpS von 0,36 Euro. Unsere Schätzungen für 2003 und 2004 liegen unter der Unternehmensplanung.

### Strategie

Für itelligence besitzt gegenwärtig die Steigerung der Profitabilität strategische Priorität. Die Kostenstruktur soll weiter verbessert werden. Als mittelfristig strategische Wachstumsfelder wurden vor allem zwei Bereiche identifiziert: Das SAP-Consulting für Mittelstandskunden sowie der Bereich Outsourcing. Die Tätigkeit im Projektgeschäft ist dabei der Türöffner für Kundenkontakte im Bereich Outsourcing. Zielkunden sind Unternehmen mit bis zu 1.000 Arbeitsplätzen. Bei größeren Outsourcing-Projekten besitzt itelligence nicht die erforderliche kritische Masse. Hier dominieren Wettbewerber wie z.B. IBM oder SBS. Trotz der in der Vergangenheit stark eingebrochenen Preise für Outsourcing-Dienstleistungen bietet das Geschäftsmodell itelligence durch die hohen Skaleneffekte bei zusätzlichen Umsätzen in den bestehenden Rechenzentren Potenzial für eine Erhöhung der Margen. Bis 2004 soll der Umsatzanteil im Segment Outsourcing von gegenwärtig rund 16% auf rund 30% steigen. Im Bereich SAP-Beratung für den Mittelstand will itelligence von der Mittelstandsoffensive von SAP profitieren. Hierzu versucht das Unternehmen, seinen Status als Kooperationspartner bei SAP weiter auszubauen. Das Großkundengeschäft wird ein wesentlicher Bestandteil der Strategie bleiben. Es ermöglicht dem Unternehmen eine bessere Steuerung der Auslastung. Regional erwartet itelligence in Deutschland unterdurchschnittliches Wachstum. Deshalb sollen die Bereiche europäisches Ausland sowie USA verstärkt fokussiert werden.

### Bewertung und Fazit

Die für Q3 2002 vorgelegten Zahlen bestätigen unsere Einschätzung, dass das Unternehmen im Rahmen der Restrukturierung seine sektoralen und geografischen Problemfelder zunehmend in den Griff bekommt. Damit verbessert sich das strukturelle Bild des Unternehmens. Einen Schwachpunkt stellt vor allem das Geschäft in Italien dar. Ein weiterer Schwachpunkt bleibt die Individual-IT-Beratung. Die Stärke des Unternehmens sehen wir vor allem im Bereich der SAP-Beratung für Mittelstandskunden. Durch die Refokussierung auf SAP konnte itelligence hier seine Position wieder verbessern. Dieser Markt ist stark fragmentiert. In Deutschland dürfte SAP einen Marktanteil von rund 30% haben, ein wesentlicher Teil des Marktes wird von Anbietern besetzt, die selbst mittelständisch strukturiert sind. Es zeichnet sich hier eine Marktkonsolidierung ab, in deren Rahmen kleinere Anbieter aus dem Markt oder in eine Nische gedrängt werden. Über die Akquisition von Navision positioniert sich auch Microsoft hier. Langfristig dürften neben SAP und Microsoft nur wenige Anbieter mit einem umfassenden Produktprogramm bestehen können. itelligence sollte insgesamt von dieser Entwicklung profitieren können, auch wenn sich bereits ein verschärfter Wettbewerb mit Navision abzeichnet und die SAP-Mittelstandsoffensive kurzfristig keine signifikanten Umsatzsteigerungen im Konzern ermöglichen dürfte. Im Bereich Großkunden-Geschäft befindet sich itelligence in einem Bereich, der kaum von der Offensive der SAP Global Services betroffen ist. Entsprechend ist der Druck für itelligence hier gering. Wir haben itelligence mit einem DCF-Modell bewertet. Unsere Prognosen spiegeln ein Szenario mit nachhaltiger Steigerung der operativen Profitabilität wider. Aus den Prämissen errechnet sich ein Wert des Eigenkapitals von 46,9 Mio. Euro. Dies entspricht einem Kurs von 2,79 Euro je Aktie. Unsere Prognose

---

Im ERP-Markt für Mittelstandskunden zeichnet sich eine Konsolidierung ab

---

in Mio. Euro	2002e	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e
Umsatz	181,50	185,90	206,10	226,71	244,85	259,54	269,92	280,72	291,94	303,62
Wachstum Umsatz		2,4%	10,9%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT-Marge	2,5%	3,7%	6,2%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%
<b>EBIT</b>	<b>4,49</b>	<b>6,87</b>	<b>12,81</b>	<b>20,40</b>	<b>24,48</b>	<b>25,95</b>	<b>26,99</b>	<b>22,46</b>	<b>20,44</b>	<b>18,22</b>
- Ertragssteuern	-1,44	-2,30	-4,50	-7,14	-8,57	-9,08	-9,45	-7,86	-7,15	-6,38
+ Abschreibungen	4,20	3,80	4,60	4,53	4,90	5,19	5,40	5,61	5,84	6,07
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
+/- Sonstiges	5,26	-0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Operativer Brutto Cash Flow</b>	<b>12,55</b>	<b>8,21</b>	<b>12,95</b>	<b>17,84</b>	<b>20,86</b>	<b>22,11</b>	<b>22,99</b>	<b>20,26</b>	<b>19,17</b>	<b>17,96</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,10	4,20	-1,01	-1,03	-0,91	-0,73	-0,52	-0,54	-0,56	-0,58
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-2,30	-4,18	-4,53	-4,99	-5,39	-5,71	-5,94	-6,18	-6,42	-6,68
<b>Free Cash Flow</b>	<b>10,15</b>	<b>8,23</b>	<b>7,41</b>	<b>11,82</b>	<b>14,57</b>	<b>15,67</b>	<b>16,54</b>	<b>13,55</b>	<b>12,19</b>	<b>10,70</b>
<b>Barwerte</b>	<b>9,97</b>	<b>6,55</b>	<b>4,78</b>	<b>6,18</b>	<b>6,17</b>	<b>5,38</b>	<b>4,60</b>	<b>3,06</b>	<b>2,23</b>	<b>1,59</b>
Summe Barwerte	50,51									
Terminalwert	7,54									
										in % vom Gesamtwert : 13%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	58,05									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	9,80									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-21,00									
<b>Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro</b>	<b>46,85</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	16,8									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>2,79</b>									

**Modell-Parameter / Entity-DCF-Model:**

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital :	75%	Fremdkapital :	25%	
risikofreie Rendite :	4,27%	Beta :	1,40	Risikoprämie FK :	4,00%
		Risikoprämie	15,00%	Tax-Shield :	0,00%
		Zins EK :	25,27%	Zins FK :	8,27%
<b>Wachstumsrate FCF :</b>	<b>0,0%</b>	<b>WACC :</b>	<b>21,02%</b>	<b>Datum :</b>	<b>30.11.02</b>

Quelle: Independent Research

Es besteht die Chance auf eine Verbesserung des Status als SAP-Partner

sen gehen davon aus, dass die Rolle von itelligence als SAP-Mittelstandspartner unverändert bleibt. Es besteht die Chance auf eine Verbesserung des Status, was für itelligence zusätzliches Umsatzvolumen bedeuten würde. Weitere Skaleneffekte können sich aus einem gesamtwirtschaftlichen Aufschwung ergeben. Sobald dieser eintritt, werden die Lizenzumsätze eine positive Hebelwirkung auf den Ertrag haben. Mittelfristige Risiken liegen gegenwärtig primär im Bereich Individual-IT-Beratung sowie in der Positionierung von Microsoft. Unser Votum bleibt Kaufen.

**Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)**

Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez US-GAAP	1999	2000	2001	2002e	2003e	2004e
<b>Umsatzerlöse</b>		<b>112,5</b>	<b>148,6</b>	<b>182,9</b>	<b>181,5</b>	<b>185,9</b>	<b>206,1</b>
Veränderung ggü. Vorjahr		-	32%	23%	-1%	2%	11%
<b>Brutto-Ergebnis vom Umsatz</b>		<b>30,0</b>	<b>37,0</b>	<b>47,9</b>	<b>48,3</b>	<b>49,1</b>	<b>57,7</b>
Rohmarge		26,6%	24,9%	26,2%	26,6%	26,4%	28,0%
<b>Vertriebsaufwand</b>		<b>8,2</b>	<b>14,5</b>	<b>18,6</b>	<b>14,7</b>	<b>14,6</b>	<b>15,2</b>
in % Umsatz		7,3%	9,8%	10,2%	8,1%	7,9%	7,4%
<b>Allgemeiner Verwaltungsaufwand</b>		<b>10,4</b>	<b>18,1</b>	<b>26,2</b>	<b>27,5</b>	<b>26,2</b>	<b>27,8</b>
in % Umsatz		9,2%	12,2%	14,3%	15,1%	14,1%	13,5%
<b>Aufwand für F&amp;E</b>		<b>0,0</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>
in % Umsatz		0,0%	3,3%	2,8%	0,5%	0,4%	0,5%
<b>EBIT; operatives Ergebnis</b>		<b>10,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>-7,9</b>	<b>4,5</b>	<b>6,9</b>	<b>12,8</b>
in % Umsatz		9,7%	-1,2%	-4,3%	2,5%	3,7%	6,2%
<b>EBT</b>		<b>11,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>-8,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>5,3</b>	<b>11,3</b>
in % Umsatz		10,0%	-1,1%	-4,8%	-0,8%	2,8%	5,5%
<b>Steuern vom Einkommen und Ertrag</b>		<b>6,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>4,5</b>
in % EBT		55,8%	0,1%	37,9%	50,0%	44,0%	40,0%
<b>Minderheitenanteile</b>		<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>
<b>Jahresüberschuß/ -fehlbetrag</b>		<b>4,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>2,3</b>	<b>6,0</b>
in % Umsatz		4,3%	-1,2%	-3,1%	-2,4%	1,2%	2,9%
<b>Ergebnis je Aktie in Euro</b>		<b>0,30</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,26</b>	<b>0,13</b>	<b>0,36</b>

Quelle: itelligence; Independent Research