

UNTERNEHMENSANALYSE

itelligence AG

- ➔ Gesamtjahresziele erreicht
- ➔ Nachhaltiger Turnaround geschafft
- ➔ deutliches Kurspotenzial

Marktposition und Entwicklung

Die im Jahr 2000 aus dem Zusammenschluss der SVC AG und der Apcon AG hervorgegangene itelligence AG zählt heute zu den führenden IT-Komplettdienstleistern im SAP-Umfeld. Im Zuge der tiefgreifenden Restrukturierung in den Geschäftsjahren 2002 und 2003 wurden die Aktivitäten im non-SAP-Bereich aufgegeben. Seither konzentriert sich die Gesellschaft wieder mit wachsendem Erfolg auf ihre Kernkompetenzen.

Strategie und Risiken

Nachdem die Restrukturierung der Gesellschaft auch auf bilanzieller Seite deutliche Spuren hinterlassen hatte und sich das Eigenkapital zum Ende des dritten Quartals 2003 auf 8,9 Millionen Euro (Eigenkapitalquote von 14,6%) verringert hatte, stand seither vor allem auch die bilanzielle Restrukturierung der Gesellschaft im Vordergrund. Infolge von zwei Kapitalerhöhungen und der Begebung einer Wandelanleihe konnte auch die Bilanz des Unternehmens restrukturiert und die Eigenkapitalquote zum Geschäftsjahresende 2004 auf 33% gesteigert werden. Gleichzeitig konnte das Unternehmen infolge der Konzentration auf die Kernkompetenzen in allen vier Geschäftsquartalen einen Gewinn erzielen. Daher kann der Turnaround unserer Meinung nach als nachhaltig angesehen werden.

Bewertung und Empfehlung

Wir haben die Aktie von itelligence anhand zweier Bewertungsmodelle bewertet. Bei unserem Peer Group-Vergleich haben wir dabei den fairen Wert der Aktie auf 4,66 Euro bestimmt. Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert der Aktie der itelligence AG von 4,49 Euro ermittelt. Das Ergebnis des Peer Group-Vergleichs haben wir mit 33% und das Resultat des DCF-Modells mit 67% gewichtet. Daraus ergibt sich ein fairer Wert für die Aktie von itelligence von 4,55 Euro. Auf Grund des nach wie vor noch recht unsicheren Marktumfeld-



des halten wir einen Bewertungsabschlag von 10% auf den ermittelten Wert für angemessen. Daher legen wir das Kursziel für die Aktie von itelligence auf Sicht von 12 Monaten auf 4,10 Euro fest. Ausgehend vom derzeitigen Aktienkurs von 2,47 Euro ergibt sich damit ein Kurssteigerungspotenzial von 66%. Daher empfehlen wir im Rahmen unserer Ersteinschätzung, die Aktie von itelligence stark zu kaufen.

Ersteinschätzung Stark Kaufen

Prime All Share

ISIN: DE0007300402

Kurs (22.02.05)	2,47 Euro
Kursziel (12 M)	4,10 Euro
Hoch (52 W.)	2,90 Euro
Tief (52 W.)	1,98 Euro

Marktkapital.
(Mio. Euro): 55,05

Streubesitz in Prozent: 71,2

Anzahl der Aktien 22.287.535

Nächster Termin: Geschäftsbericht
2004 am 23.
März 2005

Jahr	EPS	KGV	KUV	PUG
In Euro				
2002	-0,96	-	0,35	-
2003	-0,59	-	0,38	-
2004e	0,16	15,44	0,42	0,056
2005e	0,24	10,29	0,39	0,048
2006e	0,32	7,72	0,36	0,036
2007e	0,40	6,18	0,33	-

e = eigene Gewinnschätzungen

AC RESEARCH
Schloss Westerburg
56457 Westerburg

Henning Wagener
+49 (2663) 9158-0

Disclaimer

Diese Publikation wurde durch AC Research erstellt. Die hierin geäußerten Ansichten stellen ausschließlich die Ansichten von AC Research dar. AC Research ist nicht berechtigt, eine Zusicherung oder Gewähr im Namen der itelligence AG oder anderer in dieser Publikation genannter Unternehmen abzugeben, noch dürfen in diesem Dokument enthaltene Informationen oder Meinungen als von der itelligence AG autorisiert oder gebilligt angesehen werden. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Publikation stellt kein Verkaufsangebot für Wertpapiere dar und ist nicht Teil eines solchen und keine Aufforderung für ein Angebot zum Kauf von Wertpapieren und ist nicht in diesem Sinne auszulegen; noch darf sie oder ein Teil davon als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in einem solchen Zusammenhang als verlässlich herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere von der itelligence AG sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsrundschriften getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

Die Verfasser dieser Publikation stützen sich auf als zuverlässig und genau geltende Quellen und haben die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Gleichwohl sind die in diesem Dokument enthaltenen Informationen von AC Research nicht gesondert geprüft worden, daher übernimmt AC Research für die Angemessenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen keine Haftung oder Gewährleistung - weder ausdrücklich noch stillschweigend. Weder AC Research noch die itelligence AG übernehmen eine Haftung für Schäden, die auf Grund der Nutzung dieses Dokumentes oder seines Inhaltes oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Diese Dokumentation ist Ihnen lediglich zur Information zugegangen. Sie darf zu keinem Zweck vollständig oder teilweise nachgedruckt, vervielfältigt, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden.

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition in § 9 (3) des Financial Services Act (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf anderen Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden. Diese Publikation oder Exemplare davon dürfen weder direkt noch indirekt in die USA oder an US-Amerikaner übermittelt werden. Diese Publikation oder Exemplare davon dürfen nicht nach Kanada ausgeführt, noch in Kanada oder an kanadische Personen verteilt werden, es sei denn, einschlägige Regularien seien anwendbar und würden dies erlauben. Diese Publikation oder Exemplare davon dürfen weder nach Japan ausgeführt werden noch in Japan oder an japanische Staatsbürger, die außerhalb Japans leben, verteilt werden. Personen, die diese Publikation erhalten, sollten sich über alle Einschränkungen informieren und diese beachten. Werden diese Restriktionen nicht beachtet, kann dies als Verstoß gegen US-amerikanische oder kanadische Wertpapiergesetze oder die Wertpapiergesetze anderer Gerichtsbarkeiten oder Länder gewertet werden.

Durch Annahme dieser Publikation unterwerfen Sie sich den vorgenannten Beschränkungen.

aktiencheck.de AG
Division AC Research

Schloss Westerburg
56457 Westerburg

Telefon: +49 (2663) 9158-0
Telefax: +49 (2663) 9158-299

Ohne unser Obligo. Wir behalten uns vor, unsere Empfehlung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Vervielfältigungen, insbesondere Kopien und Nachdrucke, sind nur mit schriftlicher Genehmigung von AC Research gestattet. Die Weiterverbreitung in elektronischen Medien ist nur nach vorheriger Absprache mit dem Herausgeber gestattet. Diese Studie stützt sich in ihrer Berichterstattung auf eigene Analysen. Beiträge von Gastautoren werden kenntlich gemacht. Als Quellen dienen internationale Nachrichtenagenturen, Zeitungen und Zeitschriften, eigene Recherchen, Veranstaltungen und Unternehmensgespräche. Trotz sorgfältiger Prüfung übernimmt AC Research keine Haftung für Verzögerungen, Irrtümer oder Unterlassungen. Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr. Vor einer Wertpapierdisposition wenden Sie sich bitte an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter.

INHALTSVERZEICHNIS

1	Unternehmensportrait -----	5
1.1	Historie -----	5
1.2	Geschäftsführung -----	5
1.2.1	Vorstand -----	5
1.2.2	Aufsichtsrat -----	6
1.2.3	Mitarbeiter -----	6
1.3	Aktionärsstruktur -----	6
1.4	Wesentliche Beteiligungen -----	7
2	Geschäftsfelder des Unternehmens -----	7
2.1	Geschäftsmodell -----	7
2.2	Geschäftsbereiche -----	8
3	Geschäftsverlauf im Geschäftsjahr 2004 -----	9
4	Markt- und Wettbewerbsumfeld -----	10
5	Unternehmensplanung -----	12
6	Chancen und Risiken -----	13
6.1	Chancen -----	13
6.2	Risiken -----	14
7	Bewertung -----	15
7.1	Peer Group-Vergleich -----	15
7.2	DCF-Modell -----	15
8	Fazit -----	16

1 | UNTERNEHMENS PORTRAIT

1.1 | Historie

Die itelligence AG ist einer der führenden Anbieter von IT-Komplettdienstleistungen im SAP-Umfeld. Das international tätige Unternehmen ist im Jahr 2000 aus der Fusion der 1989 gegründeten SVC AG und der 1992 gegründeten Apcon AG hervorgegangen. Das in Bielefeld ansässige Unternehmen bietet seinen Kunden ein abgestimmtes Lösungs- und Leistungsportfolio über den gesamten Lebenszyklus der IT-Investition. Neben Mittelständlern gehören auch Großkonzerne zum Kundenportfolio der itelligence AG.

IT-Dienstleister im
SAP-Umfeld

Die Gesellschaft kann auf eine lange und erfolgreiche Partnerschaft mit der SAP AG zurückblicken. Dies bestätigen auch die zahlreichen Auszeichnungen, mit denen SAP die umfangreiche Kunden- und Projekterfahrung der itelligence AG honoriert hat. Das Unternehmen bietet in erster Linie Lösungen auf Basis von SAP R/3 und mySAP Business Suite an.

Enge Partnerschaft
mit SAP

Die zunächst am Neuen Markt gelistete Aktie wurde im Januar 2003 im Zuge der Auflösung dieses Börsensegmentes in den Prime Standard der Deutschen Börse aufgenommen und befindet sich seitdem im Prime-All-Share-Index.

1.2 | Geschäftsführung

1.2.1 | Vorstand

Der Vorstand der Gesellschaft setzt sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt aus den folgenden zwei Mitgliedern zusammen:

Herbert Vogel:

Nach seinem Studium der Elektrotechnik und Informatik begann der derzeitige Vorstandsvorsitzende Herbert Vogel im Jahre 1978 seine berufliche Laufbahn bei Blaupunkt als EDV-Organisator. Im Jahre 1980 ging er als Projektleiter zu Bertelsmann. Drei Jahre später wechselte er zur Mohndruck, wo er zum Abteilungsleiter für den Bereich Einkauf/Logistik aufstieg.

Herbert Vogel

Im Jahre 1987 wurde Herr Vogel freiberuflicher Unternehmensberater. 1989 gründete er gemeinsam mit Wolfgang Schmidt die Firma S&P Consult, welche die Vorgängergesellschaft der SVC AG darstellte. Nach der Umwandlung der GmbH in die SVC AG im Jahre 1999 bekleidete Herr Vogel den Posten des Vorstandssprechers. Auch nach

der Zusammenführung der SVC AG mit der Apcon AG leitete Herr Vogel die Gesellschaft als Vorstandssprecher bzw. -vorsitzender.

Jörg Vandreier:

Im Anschluss an sein Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Technischen Universität Berlin begann der derzeitige Finanzvorstand seine berufliche Laufbahn im Jahre 1988 als Controller bei der Volkswagen-Tochter Gedas in Berlin. Von 1990 bis 1997 war er in führenden Positionen für die zum Emerson Electric Konzern gehörende Copeland GmbH tätig.

1997 wechselte Herr Vandreier zu Fairchild Technologies und übernahm als Vice President das Zuständigkeitsgebiet Finance and Controlling. Nach einer erneuten kurzen Tätigkeit für Emerson Electric wechselte er im Jahr 2000 in den Vorstand der SAP System Integration AG, wo er für die Ressorts Finanzen, Controlling, Recht, Mergers & Acquisitions, Human Resources, Training, Facilities, Einkauf, EDV und Investor Relations zuständig war. Im Juni 2003 wechselte er dann als Finanzvorstand zur itelligence AG.

Jörg Vandreier

1.2.2 | Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat setzt sich aus dem Vorsitzenden Prof. Dr.-Ing. Peter-Jürgen Kreher, seinem Stellvertreter und Arbeitnehmervertreter Johannes Cordes, Fritz Fleischmann, Erwin Gunst, Dr. Lutz Mellinger und der Arbeitnehmervertreterin Anke Ruff zusammen.

Aufsichtsrat

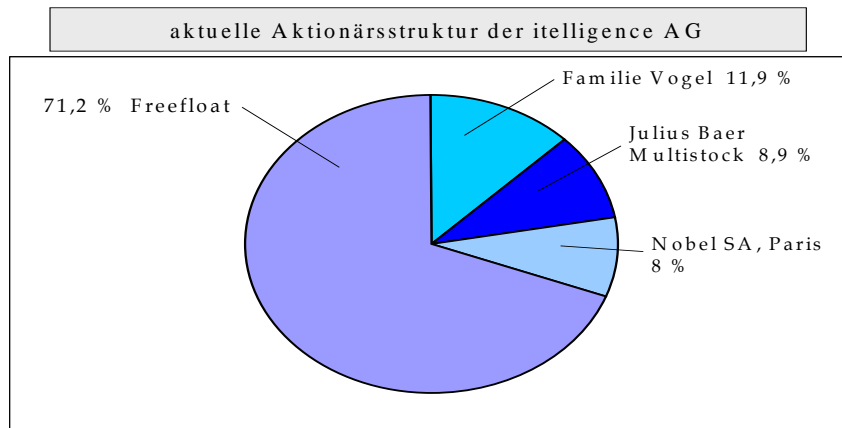
1.2.3 | Mitarbeiter

Die itelligence AG beschäftigte zum 31. Dezember 2004 insgesamt 936 Mitarbeiter, wovon 488 im Inland und 448 im Ausland tätig waren. Im Vergleich zum Vorjahr reduzierte sich die Anzahl der Mitarbeiter um 12,4%. Dieser Rückgang liegt in der strukturellen Neuaufstellung des Konzerns begründet.

936 Mitarbeiter

1.3 | Aktionärsstruktur

Die Aktionärsstruktur der itelligence AG gestaltet sich derzeit wie folgt:



Grafik 1: Quelle: eigene Darstellung AC Research

Aktionärsstruktur

1.4 | Wesentliche Beteiligungen

Der Hauptsitz der Gesellschaft befindet sich in Bielefeld. Neben den deutschen Niederlassungen und Tochtergesellschaften verfügt die itelligence AG auch über Tochtergesellschaften in den USA, der Schweiz, Österreich, Spanien, England, Slowakei, Tschechien, Belgien, Polen, Slowenien, Ungarn, Russland, Ukraine und den Niederlanden.

2 | GESCHÄFTSFELDER DES UNTERNEHMENS

2.1 | Geschäftsmodell

Die itelligence AG hat sich als international tätiger IT-Komplettanbieter im SAP-Umfeld etabliert. Die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft unterteilt sich dabei in die drei Bereiche Consulting, Lizenzen sowie Outsourcing & Services. Die Kernbranchen, die von itelligence bedient werden, sind dabei vor allem die Bereiche Consumer Products, Automotive sowie Engineering & Construction. Insgesamt verfügt das Unternehmen bereits heute über eine Basis von rund 1.200 verschiedenen Kunden. Dabei hat sich itelligence vor allem auf den Bereich Mittelstand bzw. gehobener Mittelstand spezialisiert und verfügt hier über tiefe Branchenkenntnisse. Im Bereich der Großunternehmen konzentriert sich itelligence hingegen vor allem auf Spezialthemen wie SCM oder Portale und auf Projekte für Konzern-Tochterunternehmen.

Neben Deutschland ist die Gesellschaft auch im restlichen Europa sowie in Nordamerika breit aufgestellt. itelligence verfügt über zahlreiche Zertifizierungen durch die SAP AG. So ist das Unternehmen unter anderem SAP Global Service Partner, SAP Global Partner Hosting, SAP Business Partner, Special Expertise Partner SAP NetWeaver und SAP Support-Partner. Diese Zertifizierungen stellen dabei für itelligence ein wichtiges Abgrenzungsmerkmal von weiteren Wettbewerbern dar und sind damit sehr nützlich bei der Neukundengewinnung.

Zahlreiche
Zertifizierungen
durch SAP

2.2 | Geschäftsbereiche

Der Bereich Consulting

In diesem Geschäftsbereich bietet die Gesellschaft ihren Kunden diverse Beratungsdienstleistungen im SAP-Umfeld an. Hierzu zählen die Bereiche Prozessberatung, Change Management, Implementierung und Systementwicklung. Bei der Implementierung ist itelligence bestrebt, gemeinsam mit dem Kunden sinnvolle und für sein Geschäft optimierte Geschäftsprozesse mit dem Tool SAP zu konzipieren und zu implementieren. Dies umfasst dabei die Projektvorbereitung, Konzeption, Projektdurchführung, das Projektcontrolling und die Schulung der Projektgruppe und der Endanwender. Bei der Systementwicklung unterstützt das Unternehmen seine Kunden bei der Datenübernahme von Altsystemen in die SAP-Systeme, der Entwicklung von Schnittstellen, der Realisierung individueller Kundenanforderungen sowie bei der kundenindividuellen Entwicklung von Internet-Anwendungen und Anbindungen an das R/3-System. Zusätzlich bietet die Gesellschaft ihren Kunden auch eine umfassende Technologieberatung und eine IT-Strategieberatung an. Diese Dienstleistungen bietet itelligence dabei sowohl kleineren mittelständischen Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 20 und 130 Millionen Euro als auch mittleren Unternehmen mit einem Umsatz über 130 Millionen Euro bis zu einer Milliarde Euro und Großunternehmen an.

Consulting

Der Bereich Lizenzen

In diesem Geschäftsbereich vertreibt die Gesellschaft als Value Added Reseller das komplette Produktspektrum der SAP AG. Dabei konzentriert sich die itelligence AG beim Vertrieb der SAP-Lizenzen vor allem auf kleinere mittelständische Unternehmen mit einem Jahresumsatz von weniger als 130 Millionen Euro.

Lizenzen

Der Bereich Outsourcing & Services

In diesem Geschäftsbereich bietet die Gesellschaft ihren Kunden die Möglichkeit, ihre IT-Applikationen in die Rechenzentren von itelligence auszulagern. itelligence verfügt dabei

über eigene Rechenzentren in Deutschland, Polen und in den USA über angemietete Rechenzentrumskapazitäten, in denen die Gesellschaft vollständige IT-Landschaften ihrer Kunden abbildet. Dieser Bereich umfasst dabei das mySAP Hosting, IT-Hosting, Application Service-Providing sowie die sogenannten Call & Smile-Zentren, bei denen die Kunden des Unternehmens in allen Fragen rund um SAP-Produkte betreut werden. Die Outsourcing- und Services-Dienstleistungen der Gesellschaft sind dabei insbesondere auf kleinere und größere mittelständische Unternehmen mit einem Umsatz von bis zu einer Milliarde Euro zugeschnitten.

Outsourcing &
Services

3 | GESCHÄFTSVERLAUF IM GESCHÄFTSJAHR

2004

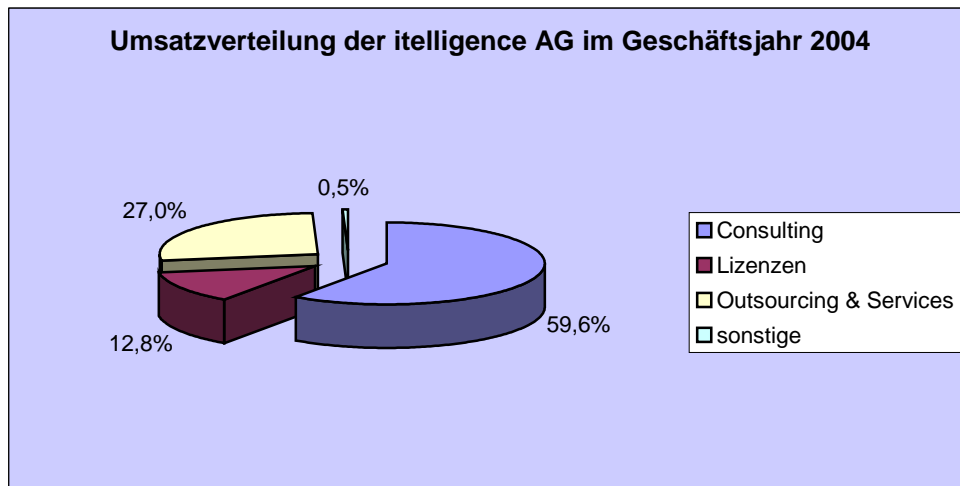
Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004 erwirtschaftete die Gesellschaft nach vorläufigen Zahlen einen Umsatz in Höhe von 131 Millionen Euro. Gleichzeitig gelang auf EBIT-Basis nach einem Vorjahresverlust von 3,7 Millionen Euro mit 5,9 Millionen Euro der Turnaround. Dabei ist anzumerken, dass das Unternehmen in allen vier Quartalen des Geschäftsjahres 2004 auf EBIT-Basis einen Überschuss erzielen konnte, was unserer Meinung nach die Nachhaltigkeit des Turnarounds unterstreicht. Die EBIT-Marge verbesserte sich damit auf Gesamtjahresbasis auf 4,5%. Das Nachsteuerergebnis verbesserte sich um 13,2 Millionen Euro auf jetzt 3,4 Millionen Euro. Der Gewinn je Aktie erhöhte sich damit im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004 von zuvor -0,59 Euro auf jetzt 0,16 Euro.

Umsatz: 131
Millionen Euro, EBIT:
5,9 Millionen Euro

Nachhaltiger
Turnaround

Erwartungsgemäß konnte der größte Teil der Umsatzerlöse, wie bereits in den Vorjahren, im Bereich Consulting erwirtschaftet werden. Insgesamt war das Umsatzvolumen in diesem Segment mit einem Anteil am Gesamtumsatz von 59,6% allerdings rückläufig. Auf diesen Bereich entfielen aber auch zum überwiegenden Teil die im Geschäftsjahr 2003 durchgeführten Restrukturierungen. Insofern war dieser Rückgang vorhersehbar. Am erfreulichsten entwickelte sich hingegen der Bereich Outsourcing & Services. So konnte der Anteil am Gesamtumsatz dieses Segmentes im abgelaufenen Geschäftsjahr auf 27% gesteigert werden. Auf Grund des anhaltenden Trends zum Outsourcing sehen wir in diesem Segment auch in den kommenden Quartalen die größten Wachstumspotenziale. Auch die Lizenzumsätze fielen mit einem Anteil am Gesamtumsatz von 12,8% insgesamt erfreulich aus. Dabei profitierte das Unternehmen hier von einem starken Schlussquartal.

Starkes Wachstum
im Segment Out-
sourcing & Services



Grafik 2: Quelle: eigene Darstellung AC Research

Umsatzverteilung im Geschäftsjahr 2004

Insgesamt kann das Geschäftsjahr 2004 unserer Meinung nach als ein Übergangsjahr angesehen werden. Nach der tiefgreifenden Restrukturierung der Geschäftsjahre 2002 und 2003 stand nunmehr die Normalisierung des Geschäftsablaufs und die nachhaltige Rückkehr in die Gewinnzone im Vordergrund. Nach jetzt fünf aufeinander gefolgt positiven Quartalsergebnissen kann der Turnaround unserer Ansicht nach als nachhaltig angesehen werden.

Nachdem im Zuge der tiefgreifenden Restrukturierung der Gesellschaft die Eigenkapitalbasis zum Ende des dritten Quartals 2003 auf 8,9 Millionen Euro (Eigenkapitalquote von 14,6%) zusammengeschmolzen war, führte das Unternehmen im Zuge der finanziellen Restrukturierung seitdem erfolgreich zwei Kapitalerhöhungen durch. Zusätzlich wurde zur bilanziellen Restrukturierung der Fremdkapitalbasis im November 2004 noch eine Wandelanleihe im Umfang von 6 Millionen Euro begeben. Durch diese Kapitalmaßnahmen konnte die Gesellschaft die Eigenkapitalquote zum Geschäftsjahresende 2004 auf 33% steigern. Gleichzeitig sank die Quote der zinstragenden Verbindlichkeiten um 6 Prozentpunkte auf 20%.

Eigenkapitalbasis deutlich gestärkt

4 | MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD

Das Marktumfeld war im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004 noch von einer anhaltenden Investitionszurückhaltung potenzieller Kunden der itelligence AG geprägt. So hielten sich die meisten Unternehmen mit neuen IT-Ausgaben zurück oder beschränkten sich in erster Linie auf Ersatzinvestitionen.

Investitionszurückhaltung potentieller Kunden

Im Falle von neuen Investitionen machte sich das zurückhaltende Marktumfeld durch erheblich verlängerte Entscheidungsprozesse bemerkbar. So wurden von Kundenseite deutlich verschärfte Anforderungen an die Dienstleister gestellt. Dabei verlangen potenzielle Kunden von den Anbietern immer mehr Dienstleistungen aus einer Hand. Zudem wird erwartet, dass der Anbieter in der Lage ist, seine Serviceleistungen auch über Landesgrenzen hinweg anbieten zu können. Insofern sehen wir für die international aufgestellten Anbieter, zu denen auch itelligence zählt, zukünftig einen deutlichen Wettbewerbsvorteil. Nur die Anbieter, die den verschärften Qualitätsanforderungen gerecht werden konnten, waren in der Lage, auch in größerem Umfang Neugeschäfte zu generieren.

Verschärfte Anforderungen der Kunden

Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir allerdings mit einer leichten Entspannung des wirtschaftlichen Umfeldes. So gehen auch diverse Marktforschungsinstitute für das laufende Jahr nach einer dreijährigen Stagnation für den deutschen IT/Softwaremarkt wieder von einer leichten Belebung aus. Daher sollte sich der in den vergangenen Jahren aufgelaufene Investitionsstau in den Unternehmen langsam auflösen. Wir gehen davon aus, dass die Consultingumsätze in Deutschland auf Grund einer langsam wieder zunehmenden IT-Investitionsbereitschaft um rund 3% zunehmen könnten. Für Osteuropa kann auf Grund der noch geringeren Marktdurchdringung mit einem etwas höheren Wachstum von rund 4% gerechnet werden. Spitzenreiter bei den Wachstumszahlen der Consultingumsätze wird wegen der stärkeren wirtschaftlichen Erholung voraussichtlich der amerikanische Raum sein. Hier kann mit einem Wachstum von 5 bis 6% gerechnet werden.

Leichte Entspannung des Marktumfeldes erwartet

Als echter Wachstumsbereich hat sich das Segment Outsourcing & Services erwiesen. So ist der Trend zum verstärkten Outsourcing von Dienstleistungen weiterhin ungebrochen. Wir gehen sogar davon aus, dass sich dieser Trend noch verschärfen könnte. So sehen wir für diesen Bereich im laufenden und dem kommenden Geschäftsjahr 2006 bei itelligence Wachstumspotenziale von mehr als 10%.

Wachstumsbereich Outsourcing & Services

Des Weiteren konnte auch die SAP AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004 erstmals seit dem Jahr 2001 wieder steigende Lizenzerlöse verbuchen. So stiegen die weltweiten Lizenzumsätze im Vergleich zum Vorjahr um knapp 10%. Erfahrungsgemäß profitieren die SAP-Dienstleister wie itelligence von dieser Entwicklung mit einem gewissen Time lag.

Steigende Lizenzerlöse bei SAP

Ein weiterer Trend, der derzeit auszumachen ist, ist der verstärkte Wunsch vieler Kunden nach Festpreisen. Dies hat für die Kunden vor allem den Vorteil der erhöhten Planungssicherheit. Derzeit wird bei itelligence rund 15 bis 20% des Geschäftsvolumens über Festpreisprojekte erzielt. Damit hat sich der Anteil der Festpreisprojekte in den vergangenen fünf Jahren rund vervierfacht.

Höherer Anteil an Festpreisprojekten

5 | UNTERNEHMENSPLANUNG

Viele Kunden der Gesellschaft streben auf Grund der immer noch unsicheren wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bei der Vergabe von IT-Projekten nach Planungssicherheit. Um diesem Bestreben mehr Rechnung zu tragen, hat die itelligence AG auf der Systems in München im vergangenen Oktober mit "it.compact" eine Broschüre mit über 40 Festpreisangeboten vorgestellt. Das Ziel der Gesellschaft ist es dabei, Kunden mit speziellen Bedürfnissen besser abdecken zu können. Zugleich sehen wir hierin auch ein sehr gutes Marketinginstrument.

Festpreisangebote

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2004 kann nach den tiefgreifenden Restrukturierungen der Jahre 2002 und 2003 als Übergangsjahr angesehen werden. Im laufenden Geschäftsjahr wird itelligence nunmehr bestrebt sein, den Markt aktiver zu bearbeiten und neue, SAP-komplementäre Produkte zu entwickeln. In diesem Zusammenhang strebt die Gesellschaft auch die Schließung neuer Partnerschaften an.

Des Weiteren ist die Geschäftsleitung grundsätzlich bestrebt, die eigenen Geschäftsaktivitäten auch auf geographischer Ebene weiter auszuweiten. In diesem Zusammenhang erscheint unserer Meinung nach ein Engagement zur Erschließung des Wachstumsmarktes China wahrscheinlich. Wir gehen davon aus, dass das Management der itelligence AG noch in diesem Jahr diesbezüglich eine klare Stellung beziehen wird.

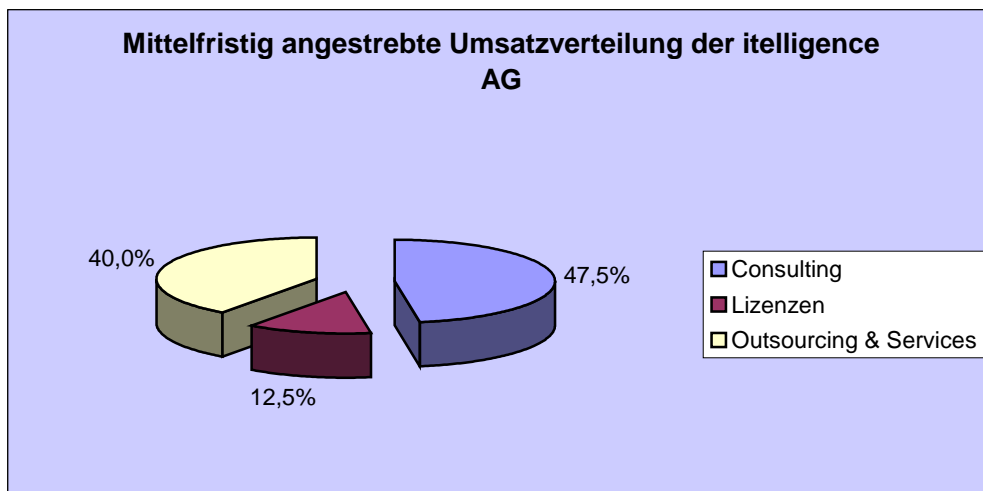
Ausweitung der Geschäftsaktivitäten

Im Rahmen der Restrukturierung fokussierte sich itelligence auf die SAP-Beratung als Kernkompetenz. Der defizitäre non-SAP-Bereich wurde vollständig aufgegeben. Im SAP-Umfeld will die Gesellschaft dabei vor allem im Mittelstandsmarkt stärker wachsen. In diesem Segment hat sich das Unternehmen bereits in den vergangenen Jahren eine gute Marktposition erarbeitet. Daher erscheint diese Strategie unserer Meinung nach sinnvoll, zumal der Mittelstandsbereich auch für SAP durch die Mittelstandsinitiative zunehmend an Bedeutung gewinnt. Aus diesem Grund sehen wir auch für itelligence bei dieser Kundenklientel die größten Wachstumspotenziale. Zudem wurde das Segment Outsourcing & Services von itelligence als Wachstumsbereich identifiziert. So scheint der Trend zum Outsourcing von Dienstleistungen ungebrochen und sollte sich in den kommenden Quartalen eher noch verstärken. itelligence verfügt in diesem Bereich zudem über eine günstige Kostenstruktur. Das Ziel der Gesellschaft ist es, den Umsatzanteil des Bereichs Outsourcing & Services von 27% im Geschäftsjahr 2004 mittelfristig auf 40% zu steigern. Dabei wird sich das Unternehmen zunächst vor allem auf die Regionen konzentrieren, in denen es bereits über eine größere Kundenbasis verfügt. Nach Ansicht des Managements des Unternehmens erscheint organisch ein Anstieg des Umsatzanteils von Outsourcing & Services auf 30 bis 35% erreichbar. Um die Zielmarke von 40% erreichen zu können, sind

Wachstumsbereich Outsourcing & Service

neben Unternehmensakquisitionen auch die Schließung von strategischen Partnerschaften und Kooperationen geplant.

Eine Zusammenfassung der mittelfristig angestrebten Umsatzverteilung ist aus der folgenden Grafik ersichtlich:



Grafik 3: Quelle: eigene Darstellung AC Research

Des Weiteren soll auch die Kapazitätsauslastung im Bereich Consulting von derzeit gut 70% mittelfristig auf bis zu 80% erhöht werden. Eine noch höhere Auslastung ist in Abhängigkeit vom Kundensegment und der damit verbundenen Projektgröße durch wechselnde Einsatzmöglichkeiten der Berater nicht zu erwarten. Da sich eine höhere Auslastung des Consultingbereichs auf Grund der dort hohen Fixkosten direkt auf die erzielbare EBIT-Marge auswirkt, sehen wir in diesem Bereich ebenfalls noch hohes Ertragssteigerungspotenzial.

Insgesamt strebt die Gesellschaft durch diese Maßnahmen sowie durch eine weitere Optimierung der Kostenstruktur an, die EBIT-Marge mittelfristig auf über 10% zu steigern.

Mittelfristig angestrebte Umsatzverteilung der itelligence AG

Auslastung im Bereich Consulting soll erhöht werden

EBIT-Marge über 10%

6 | CHANCEN UND RISIKEN

6.1 | Chancen

- 1.) Die itelligence AG hat im Zuge der tiefgreifenden Restrukturierung der Geschäftsjahre 2002 und 2003 mittlerweile die Kostenstruktur an die derzeitigen

Marktbedingungen angepasst und sollte daher auch bei einem anhaltend schwachen Marktumfeld in der Lage sein, profitabel zu arbeiten.

- 2.) Die Gesellschaft ist in allen wesentlichen Geschäftsbereichen zertifizierter Businesspartner der SAP AG. Damit kann sich das Unternehmen positiv von den meisten anderen Wettbewerbern hervorheben.
- 3.) Durch die Optimierung der Kapazitätsauslastung im Bereich Consulting sowie die Erhöhung des Umsatzanteils im Segment Outsourcing & Services hat das Unternehmen noch weiteres Ertragssteigerungspotenzial.
- 4.) Infolge der Kapitalmaßnahmen gelang es der itelligence AG im vergangenen Geschäftsjahr, die eigene finanzielle Basis wieder deutlich zu stärken. Damit verfügt das Unternehmen nunmehr wieder über ein solides finanzielles Fundament.

Zahlreiche
Zertifizierungen

Solide finanzielle
Basis

6.2 | Risiken

- 1.) itelligence erwirtschaftet ihre Umsatzerlöse in zunehmendem Umfang durch Festpreisprojekte. Dadurch ist die Gesellschaft vor allem bei größeren Festpreisprojekten erheblichen Kalkulationsrisiken ausgesetzt. Durch Fehlkalkulationen kann daher das Ergebnis des Unternehmens erheblich belastet werden.
- 2.) Die Gesellschaft beabsichtigt, neben dem organischen Wachstum auch durch die Akquisition anderer Unternehmen weiter zu wachsen. Solche Unternehmensakquisitionen sind allerdings immer mit wirtschaftlichem Risiko verbunden.
- 3.) Infolge des schwierigen Marktumfeldes hat sich der Entscheidungsprozess bei potenziellen Kunden deutlich verlängert. Aus diesem Grund kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass bereits geplante Projekte zeitlich nach hinten verlagert werden.
- 4.) Als SAP-Dienstleister ist der Geschäftserfolg der itelligence AG eng mit dem wirtschaftlichen Abschneiden der SAP AG verbunden. Sofern SAP zukünftig deutlich Marktanteile verlieren würde, würde sich dies daher auch negativ auf die Ertragspotenziale der itelligence AG auswirken.

Kalkulationsrisiken
bei
Festpreisprojekten

Verlängerter Ent-
scheidungsprozess
bei den Kunden

7 | BEWERTUNG

7.1 | Peer Group-Vergleich

Im Rahmen unseres Peer Group-Vergleichs haben wir die Aktie der itelligence AG mit folgenden Unternehmen verglichen: IDS Scheer AG, Orbis AG, REALTECH AG, SNP AG und Syskoplan AG. Bei der vergleichenden Bewertung ergab sich dabei folgendes Bild:

Unternehmen	Kurs in Euro	Marktkap. in Mio. Euro	KGV 2004e	KGV 2005e	KGV 2006e	KUV 2004e	KUV 2005e	KUV 2006e	PUG 04/05	PUG 05/06	PUG 04/06
IDS Scheer AG	13,63	467,37	22,34	19,47	18,17	1,67	1,51	1,35	0,156	0,134	0,152
Orbis AG	1,28	11,71	25,60	12,80	9,14	0,59	0,54	0,51	0,073	0,090	0,084
REALTECH AG	7,00	35,65	-	41,17	21,88	0,76	0,71	0,67	0,123	0,119	0,125
SNP AG	1,95	2,19	13,93	10,83	9,75	0,23	0,22	0,20	0,037	0,029	0,033
Syskoplan AG	6,67	28,01	-	44,46	26,68	0,68	0,62	0,58	0,070	0,093	0,083
Durchschnitt	-	-	20,62	25,75	17,12	0,79	0,72	0,66	0,092	0,093	0,095
itelligence AG	2,47	55,05	15,44	10,29	7,71	0,42	0,39	0,36	0,056	0,048	0,054
Fairer Wert itelligence AG	-	-	3,30	6,18	5,48	4,65	4,56	4,53	4,06	4,79	4,35

Referenzkurse sind Schlusskurse vom 22.02.2005
 Grafik 4: Quelle: eigene Darstellung AC Research

Im Rahmen unseres Peer Group-Vergleichs ergibt sich damit ein mittlerer fairer Wert für die Aktie der itelligence AG von 4,66 Euro.

Peer Group-Vergleich

Durchschn. fairer Wert: 4,66 Euro

7.2 | DCF-Modell

Im Rahmen unserer Discounted Cash Flow-Analyse haben wir alle zukünftigen Free Cash Flows, die sich aus den Einzahlungsüberschüssen aus der laufenden Geschäftstätigkeit und dem Investitionsbereich zusammensetzen, mit einem aus dem Capital Asset Pricing-Modell abgeleiteten risikoadäquaten Zinssatz abgezinst.

Für die Free Cash Flows haben wir dabei die folgenden Werte ermittelt:

Jahr	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Free Cash Flow in TEuro	4.722	6.440	7.948	8.874,27	9.740,93	10.055,85	10.256,98
WACC in %	10,32	10,32	10,32	10,32	10,32	10,32	10,32
Discounted Free Cash Flow in TEuro	4.280,28	5.291,48	5.919,64	5.991,22	5.961,14	5.578,19	5.157,51

Grafik 5: Quelle: eigene Darstellung AC Research

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir damit einen fairen Wert der itelligence AG in Höhe von 100.168.707,50 Euro berechnet. Dieser Wert ist in insgesamt 22.287.535 Aktien unterteilt, so dass sich ein fairer Wert je Aktie von 4,49 Euro ergibt.

DCF-Modell

Fairer Wert nach DCF: 4,49 Euro

8 | FAZIT

Die itelligence AG hat sich in den vergangenen Jahren als einer der führenden SAP-Komplettdienstleister eine gute Marktposition erarbeitet. Dabei erzielte die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz in Höhe von 131 Millionen Euro. Gleichzeitig gelang mit einem EBIT von 5,9 Millionen Euro der Turnaround. Die EBIT-Marge konnte damit auf 4,5% gesteigert werden. Insgesamt konnte die Gesellschaft die Ziele für das Geschäftsjahr 2004, die sich beim Umsatz auf 125 bis 135 Millionen Euro und bei der EBIT-Marge auf 4 bis 7% beliefen, solide erreichen.

Ziele für 2004 solide erreicht

Nach der tiefgreifenden Restrukturierung in den Geschäftsjahren 2002 und 2003 und der damit verbundenen Aufgabe des defizitären non-SAP-Bereichs konzentriert sich die Gesellschaft heute wieder auf ihre Kernkompetenzen als Komplettdienstleister im SAP-Umfeld. Dabei ist das Unternehmen bereits heute auch auf internationaler Ebene breit aufgestellt. Mit den zahlreichen Zertifizierungen, die das Unternehmen von SAP erhalten hat, kann sich itelligence positiv von anderen Wettbewerbern abheben. Gleichzeitig zeichnet sich auf dem IT/Softwaremarkt derzeit wieder eine leichte Belebung ab. So sollte sich auch der in Deutschland aufgelaufene Investitionsstau langsam auflösen. Wir gehen davon aus, dass itelligence auf Grund ihrer bereits guten Marktposition etwas stärker wachsen wird als der Gesamtmarkt. Als Wachstumsbereich wurde das Segment Outsourcing & Services identifiziert.

Konzentration auf Kernkompetenzen

Gute Marktposition

Wir haben die Aktie von itelligence anhand zweier Bewertungsmodelle bewertet. Dabei ergab sich im Rahmen unseres Peer Group-Vergleichs ein durchschnittlicher fairer Wert von 4,66 Euro. In unserem DCF-Modell ermittelten wir einen fairen Wert der Aktie von 4,49 Euro. Zur Bestimmung unseres Kursziels haben wir das Ergebnis unseres DCF-Modells

mit 67% und das Resultat des Peer Group-Vergleichs mit 33% gewichtet. Damit erhalten wir einen fairen Wert der Aktie von itelligence von 4,55 Euro. Auf Grund des immer noch labilen gesamtwirtschaftlichen Umfeldes halten wir einen Bewertungsabschlag von 10% auf diesen Wert für angemessen. Damit legen wir unser Kursziel für die Aktie von itelligence auf Sicht von 12 Monaten auf 4,10 Euro fest. Dies würde einem KUV 2005e von 0,65 entsprechen. Ausgehend vom derzeitigen Aktienkurs von 2,47 Euro ergibt sich damit ein Kurssteigerungspotential von 66%. Daher empfehlen wir im Rahmen unserer Ersteinschätzung, die itelligence-Aktie stark zu kaufen.

Kursziel (12M.):
4,10 Euro,

Ersteinschätzung:
stark kaufen