

InTiCa Systems AG

Stärken und Chancen

- **Wachstumsbeschleunigung:** Nach dem geringen Umsatzwachstum im letzten Jahr soll die Dynamik in 2014 dank der Einführung neuer Produkte deutlich zunehmen, davon dürfte das Ergebnis überproportional profitieren. Das Management rechnet mit einem Umsatz von 43 Mio. Euro (+13,8 Prozent) und einer EBIT-Marge von 3,5 Prozent (Vorjahr 2,6 Prozent).
- **Vielseitige Basistechnologie:** InTiCa verfügt über umfangreiches Know-how im Bereich der High-Tech-Induktivität, mit dem immer neue Anwendungsbereiche mit margenstarken Produktinnovationen erschlossen werden.
- **Nächste Entwicklungsstufe:** Bis 2016 will sich das Unternehmen zum Lösungsanbieter entwickeln und den Kunden, bei höheren Margen, größere Teile der Wertschöpfung abnehmen.

Schwächen und Risiken

- **Automobilkonjunktur:** Durch den mittlerweile hohen Anteil der Automobiltechnologiesparte wächst die Abhängigkeit von der Modell- und Investitionspolitik der Anbieter.
- **Aktuell nur ein Wachstumstreiber:** Der Umsatz mit Industrieelektronik und Kommunikationstechnik war zuletzt noch rückläufig.

Geschäftsjahr	2012	2013	2014e	2015e		
Umsatz (Mio. Euro)	36,3	37,8	42,2	46,4	CAGR Umsatz 12-15 (e)	8,5%
Umsatzwachstum	16,3%	4,1%	11,6%	10,0%	CAGR EBIT 12-15 (e)	361,3%
EBIT (Mio. Euro)	0,0	1,0	1,5	2,0	CAGR EpS 12-15 (e)	-
EBIT-Marge	0,1%	2,6%	3,6%	4,2%		
EpS	-0,09	0,11	0,19	0,27	Enterprise Value (Mio. Euro)	26,8
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	18,6
KUV	0,50	0,48	0,43	0,39	EV / Umsatz 14 (e)	0,6
KGV	-	38,8	22,4	15,8	EV / EBIT 14 (e)	17,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	1,0

Kaufen (unverändert)

Kursziel

6,00 Euro

Aktueller Kurs

4,269 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	4,416	5,00	6,20
Tief (Euro)	4,005	3,865	2,681
Performance	-1,84%	-6,15%	+40,00%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	10.353	43.733	24.818

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0005874846 / 587484
Branche	Technologie
Sitz der Gesellschaft	Passau
Internet	www.intica-systems.de
Ausstehende Aktien	4,29 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	November 2004
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	18,3 Mio. Euro
Free Float	< 49 %
Rechnungslegung	IFRS

Unternehmensprofil

Technologieunternehmen mit drei Standbeinen

InTiCa Systems hat in den letzten Jahren einen tiefgreifenden Wandel durchlaufen. Während das ehemalige Kerngeschäft Kommunikationstechnik – das Unternehmen ist hier immer noch der führende deutsche Hersteller von DSL-Splitttern – in einem wettbewerbsintensiven Umfeld stark an Bedeutung eingebüßt hat, wurden die Segmente Automobiltechnologie und Industrieelektronik zu starken Standbeinen ausgebaut, wobei sich die Gesellschaft vor allem als ein innovativer Automobilzulieferer profiliert hat. Mittlerweile beschäftigt InTiCa in den drei Geschäftsbereichen insgesamt 447 Mitarbeiter (per Ende 2013) und unterhält neben der Konzernzentrale in Passau eine Produktionsstätte in Tschechien. An der Spitze der Gesellschaft steht seit April 2008 Walter Brückl als CEO, der aus leitenden Positionen bei MAN und der Gaudlitz GmbH (eine Tochter der börsennotierten H&R AG) über eine langjährige Erfahrung in der Automotive-Industrie verfügt. Komplettiert wird der zweiköpfige Vorstand durch Günther Kneidinger, der ebenfalls seit Jahren im Automotive-Geschäft aktiv ist und bei InTiCa die Ressorts Vertrieb, F&E, Materialwirtschaft und Qualitätswesen vertritt.

Kernkompetenzen: Mechatronik, passive analoge Schaltungen und High-Tech-Induktivität

Die Kernkompetenz liegt in den Bereichen Mechatronik, also der Kombination von mechanischen, elektronischen und informationstechnischen Elementen, passive analoge Schaltungen und High-Tech-Induktivität. Hier entwickelt InTiCa vor allem innovative Einsatzmöglichkeiten für Spulen, die durch das Zusammenspiel von Magnetismus und Spannungserzeugung beispielsweise eine kontaktlose Übertragung von Signalen ermöglichen. Das Know-how in diesem Bereich ermöglichte den Aufstieg zum führenden Hersteller von DSL-Splitttern in Deutschland, seit Mitte des letzten Jahrzehnts hat allerdings die Konkurrenz durch asiatische Hersteller massiv zugenommen, was einen Umsatz- und Margenverfall nach sich zog. In der Finanzperiode 2013 wurden mit der Kommunikationstechnik nur noch 5,4 Mio. Euro umgesetzt, das entsprach 14,3 Prozent der Konzern Erlöse.

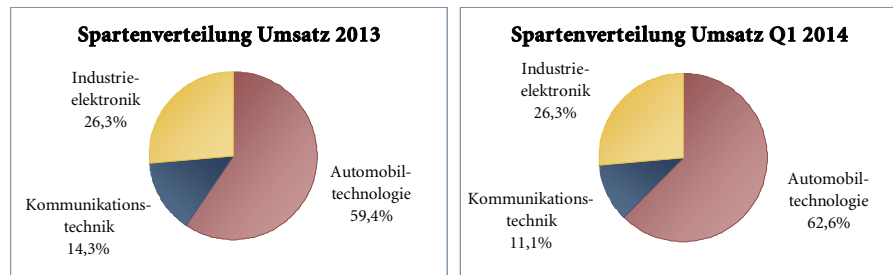
Erfolgreich als Automobilzulieferer etabliert

Aufbauend auf dem umfangreichen Know-how im Bereich der Induktivität wurde die Produktpalette seit der Mitte des letzten Jahrzehnts zunehmend diversifiziert. Mit Lösungen wie der funkgesteuerten Fahrzeugöffnung und Systemen für Sicherheit und Überwachungsaufgaben (etwa die Reifendruckkontrolle) wurde dabei die Automobilindustrie als wichtigster Zielmarkt erschlossen. Eine enorme Aufwertung hat dieses Standbein mit der Inbetriebnahme eines Werks im tschechischen Prachatice erfahren, dessen Kapazitäten InTiCa in die Lage versetzten, auch die Serienfertigung in großen Stückzahlen anzugehen. Im Anschluss präsentierte sich das Segment Automobiltechnologie sehr wachstumsstark, der Umsatz konnte seit 2006 um durchschnittlich rund 30 Prozent p.a. auf aktuell 22,5 Mio. Euro ausgeweitet werden. Hierbei zahlten sich auch die konti-

nuierlichen Investitionen in neue Produkte aus. Inzwischen gehören u.a. Steuerungskomponenten und Systeme für das Energie- und Motorenmanagement ebenso zum Sortiment wie die Aggregatsteuerungen für Elektro- und Hybridfahrzeuge. Als wichtiges Vertriebsargument verweist InTiCa auf die Fähigkeit, mit ihren Steuerungskomponenten den Energieverbrauch und die CO₂-Emissionen von Fahrzeugen deutlich reduzieren zu können.

**Photovoltaikindustrie
wichtigster Kunde für Industrieelektronik**

Als drittes Standbein wurde der erst 2007 neu geschaffene Geschäftsbereich Industrieelektronik etabliert, in diesem Segment erlöste InTiCa im letzten Jahr rund 10 Mio. Euro. Mit Produkten wie mechatronischen Baugruppen, Filter- und Entstörkomponenten oder Speicherdrosseln adressiert diese Sparte bislang überwiegend die Photovoltaikindustrie. Da die InTiCa-Lösungen im Konkurrenzvergleich mit einem hohen Wirkungsgrad und einer Reduzierung des benötigten Bauraums punkten, konnten die Bayern ihren Marktanteil kontinuierlich steigern. Zur Diversifikation der Absatzbasis hat das Unternehmen zahlreiche neue Produkte entwickelt und am Markt eingeführt. Dazu zählen beispielsweise Spannungswandler für Schienenfahrzeuge und Schweißgeräte, aber auch Magnetspulen zur Stromverbrauchsreduzierung in Industrie- und Haushaltsgeräten, mit denen potenzielle Massenmärkte adressiert werden.



Spartenaufteilung des Umsatzes 2013 und Q1 2014; Quelle: Unternehmen

Automobiltechnologie erwirtschaftet rund 60 Prozent der Erlöse

Mit einem Umsatzanteil von mehr als 60 Prozent im ersten Quartal 2014 ist die Sparte Automobiltechnologie mittlerweile die tragende Säule der Gesellschaft. Der Anteil des Geschäftsbereichs Kommunikationstechnik ist nach einer jahrelangen Erosion auf nur noch 11,1 Prozent geschrumpft. Die Vermarktung von Produktinnovationen in diesem Bereich soll allerdings schon ab dem zweiten Quartal für eine Trendwende sorgen.

Markt und Strategie

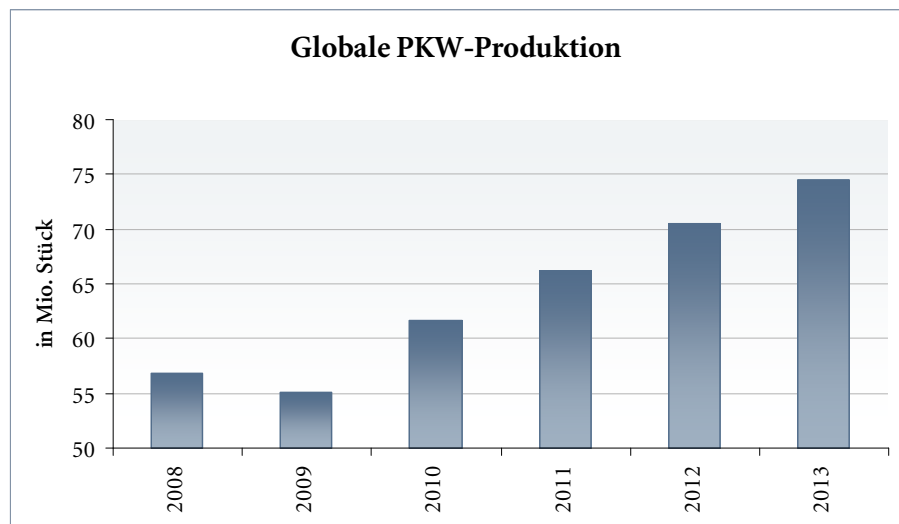
Marktdurchdringung nimmt zu

Das hohe Wachstum der Sparte Automobiltechnologie ist darauf zurückzuführen, dass InTiCa-Produkte – wie etwa die funkgesteuerten Türöffner – in immer mehr Modellen zum Einsatz kommen. Waren es vor sechs Jahren noch 80 unterschiedliche Fahrzeugtypen, sind es heute bereits mehr als 300. InTiCa profitiert

hier von dem Trend, dass Komfort- und Sicherheitsausstattungsmerkmale, die sich im Premiumsegment zunächst etablieren, sukzessive auch in Mittelklasse- und Kleinwagen eingesetzt werden. Inzwischen konnte die Gesellschaft auf direktem oder indirektem Weg 19 Fahrzeughersteller und -ausrüster als Kunden gewinnen, darunter so renommierte Namen wie Mercedes, BMW, Porsche, Audi, VW und Hyundai.

Deutsche Hersteller legen zu, die Branche insgesamt auch

InTiCa profitiert daher von der positiven Entwicklung der deutschen Premiumhersteller, die ihren Weltmarktanteil in den letzten Jahren ausbauen konnten. Der Output der hiesigen Produzenten insgesamt hat seit 2008 im Einklang mit der Branche um rund 30 Prozent zugenommen. Wachstumstreiber war dabei die Fertigung im Ausland, die in diesem Zeitraum um mehr als 60 Prozent (auf 8,6 Mio. Stück) zulegte, während das Volumen im Inland stagnierte (bei 5,4 Mio.). Die gesamte Weltproduktion erhöhte sich im letzten Jahr um 5,7 Prozent auf 74,5 Mio. Stück (siehe Grafik). Auch der weltweite Absatz entwickelte sich positiv, vor allem dank hoher Zuwächse in China (+23,1 Prozent) und den USA (+7,5 Prozent), während sich in Europa (-1,8 Prozent) noch die Rezession in zahlreichen Ländern negativ bemerkbar gemacht hat (Quelle: VDA). Für das laufende Jahr zeichnet sich aber auf dem hiesigen Kontinent eine Trendwende ab, im Gegenzug dürften die Steigerungsraten im Reich der Mitte deutlich abnehmen. Insgesamt erwartet der Branchenverband VDA weltweit ein solides Plus von 3 Prozent.

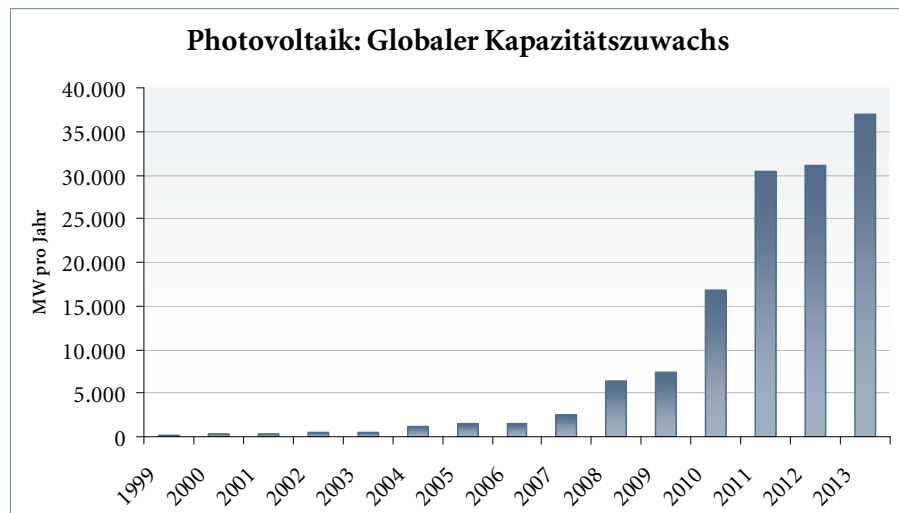


Quelle: VDA

Photovoltaikindustrie: Lage weiter schwierig

Wesentlich schwieriger gestaltet sich die Lage auf dem zweiten wichtigen Absatzmarkt von InTiCa, der Photovoltaikindustrie. Vor allem Europa hat wegen der Konsolidierung der Staatsfinanzen und der dadurch bedingten Kürzung der Förderung als Zugpferd ausgedient. In den letzten beiden Jahren reduzierte sich

die jährlich neu installierte Photovoltaikkapazität von 22 auf 10,3 GW. Im selben Zeitraum haben die Installationen in Asien allerdings stark zugelegt, so dass sich der Zubau weltweit im Jahr 2013 von 31,1 auf 36,9 GW erhöht hat (Quelle: IEA). Das schlägt sich allerdings nicht in den Erlösen der Branche nieder, da sich der Preisverfall fortgesetzt hat. Nach Berechnungen von Bloomberg sind die globalen Investitionen in den Solarsektor im letzten Jahr um 20 Prozent auf 113,7 Mrd. US-Dollar gesunken – der zweite Rückgang in Folge, der Peak lag 2011 bei 157,8 Mrd. US-Dollar. Das setzt die Anbieter unter anhaltenden Kostendruck. Zahlreiche Unternehmen können dem nicht standhalten, im letzten Jahr mussten beispielsweise Conergy und S.A.G. Solarstrom Insolvenz anmelden, Solarworld konnte diesen Schritt nur knapp vermeiden. Und Bosch und Siemens haben ihren Rückzug aus dem Markt angekündigt. Damit setzt sich der Bereini-gungsprozess in der Branche weiter fort.



Quelle: EPIA / IEA

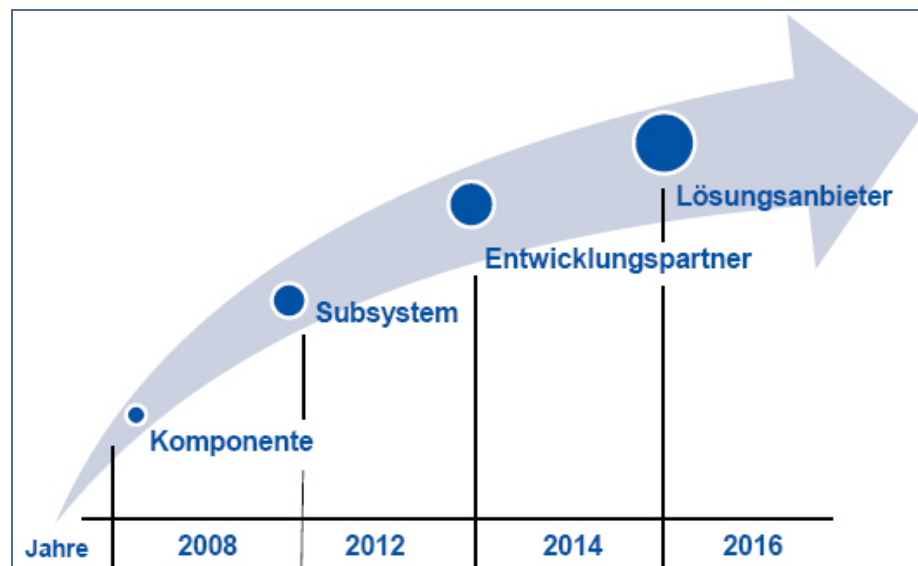
Mit Innovationen gegen die Schrumpfung

Schwierig bleibt auch der Telekommunikationsmarkt in Deutschland, da die großen Anbieter hier ebenfalls unter Preisdruck stehen, den sie an ihre Lieferanten weitergeben. Zwar wächst der Umsatz, den die Konzerne mit mobilen Datendiensten erwirtschaften, weiter dynamisch (2013 um rund 10 Prozent auf 8,8 Mrd. Euro; Quelle VATM/Dialog Consult), aber andere große Marktsegmente (Zahl der Gesprächsminuten, Breitbandanschlüsse, aktive SIM-Karten) stagnieren oder sind rückläufig. Die gesamten Branchenerlöse haben sich daher im letzten Jahr um rund 0,2 Prozent auf 65,9 Mrd. Euro reduziert (Quelle: BITKOM). Einen wichtigen Hoffnungsschimmer für InTiCa Systems stellt aber das Investitionsverhalten dar: Entgegen des Erlöstrends wurden die Investitionen in die Netzinfrastruktur um 0,2 Mrd. Euro auf 6,2 Mrd. Euro erhöht, zuvor hatten diese drei Jahre lang stagniert. Damit steigen die Chancen, dass InTiCa mit den Produktinnovationen die Trendwende im Bereich Kommunikationstechnik

schaffen wird. Zu den Hoffnungsträgern zählen beispielsweise Breitbandweichen und Verbindungssysteme für koaxiale Breitbandnetze sowie Entstör-Filter.

Neue Absatzsegmente sorgen für Wachstum

Auch in den beiden größeren Geschäftsbereichen sollen neue Produkte für zusätzliche Impulse sorgen. Perspektivisch dürfte vor allem die wachsende Bedeutung von Elektro- und Hybridfahrzeugen das Wachstum der Sparte Automobiltechnologie antreiben. Das Unternehmen hat bereits mehrere Produkte für dieses Segment im Programm (bspw. einen Verteilerkranz aus Statorspulen oder einen Planartrafo). Ein immer wichtigeres Thema wird das Batteriemangement, im letzten Jahr hat das Unternehmen von einem Systemlieferanten hier den Auftrag zur Entwicklung von zentralen Schlüsselkomponenten für ein Hybridfahrzeug erhalten. Eine Erweiterung des Anwendungsspektrums und damit der adressierbaren Märkte wird auch in der Sparte Industrieelektronik angestrebt. Die Lösungen von InTiCa eignen sich nämlich nicht nur zur Energieerzeugung, sondern auch für die Regulierung und Steuerung des Stromverbrauchs von Industrie- und Haushaltsgeräten sowie von Schweißanlagen. Hier liegt aktuell ein Schwerpunkt der Expansionsbemühungen.



Quelle: Unternehmen

Weiterentwicklung zum Lösungsanbieter

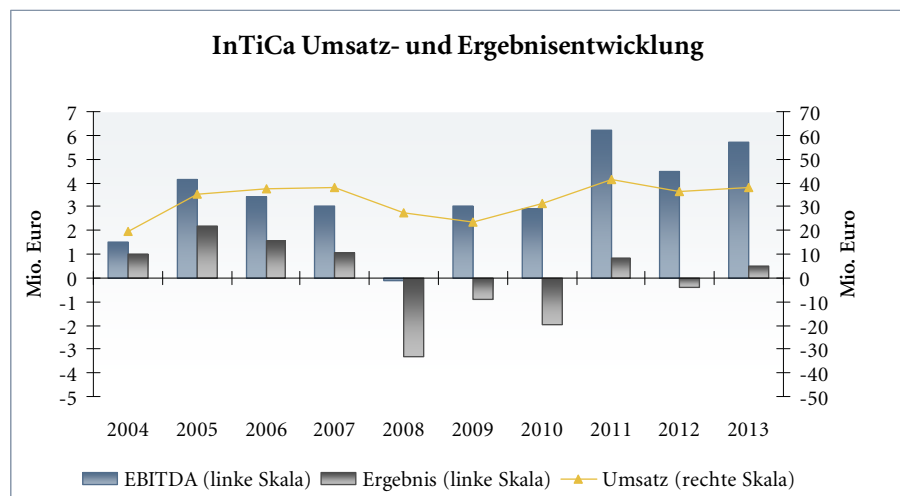
Bei der Entwicklung von Innovationen profitiert InTiCa Systems von der Kompetenz in einer breit anwendbaren Basistechnologie, die eine Erschließung immer neuer Segmente ermöglicht. Neben der Einführung neuer Produkte setzt das Management dabei auch auf einen Ausbau der Wertschöpfungstiefe und eine Ausweitung des Leistungsangebots für die Kunden. Innerhalb von sechs Jahren konnte die Eigenfertigungstiefe im tschechischen Werk bereits von 27 auf 83 Prozent der Endprodukte ausgeweitet werden. Währenddessen übernimmt InTiCa immer umfangreichere Aufgaben für die Kunden, nachdem das Unter-

nehmen ursprünglich als reiner Komponentenlieferant gestartet ist. Bis 2016 will der Vorstand die Gesellschaft zu einem Lösungsanbieter ausbauen (siehe Grafik), der zusammen mit dem Kunden komplette Systeme entwickelt und diese dann produziert. Das würde den Margenspielraum für InTiCa voraussichtlich deutlich erhöhen.

Geschäftsentwicklung

Rückschlag wettgemacht

Mit neuen Produkten und einer kontinuierlichen Expansion der Sparte Automobiltechnologie hat sich InTiCa aus der Krise, die 2008/2009 von den immer schwierigen Marktbedingungen im ehemaligen Kerngeschäft Kommunikationstechnik ausgelöst wurde, befreit. Der seitdem bestehende Aufwärtstrend wurde lediglich 2012 temporär unterbrochen, da das zuvor stark gewachsene Geschäft mit der Photovoltaikindustrie in der Sparte Industrieelektronik durch den Margenverfall und die Absatzprobleme der Kunden unter Druck geraten war. Im letzten Jahr ist InTiCa wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt (siehe Grafik).



Quelle: Unternehmen

Automobiltechnologie als Wachstumstreiber

Einmal mehr war dabei die Sparte Automobiltechnologie der wichtigste Wachstumstreiber, der Umsatz erhöhte sich um 23,9 Prozent auf 22,5 Mio. Euro. InTiCa profitiert hier sowohl von dem Einsatz der Produkte in immer mehr Modellen als auch von der Einführung weiterer Innovationen. Damit konnte der deutliche Rückgang im Bereich Industrieelektronik (-18,8 Prozent auf 10 Mio. Euro), der auf die weiterhin relativ schwache Nachfrage der Photovoltaikindustrie zurückzuführen ist, ebenso aufgefangen werden wie der erneute Erlösrückgang im Bereich Kommunikationstechnik (-8,7 Prozent auf 5,4 Mio. Euro). In Summe erhöhten sich die Konzern Erlöse um 4,1 Prozent auf 37,8 Mio. Euro.

Marge erheblich verbessert

Der deutliche Umsatzanstieg in der Sparte Automobiltechnologie ermöglichte eine überproportionale Verbesserung des operativen Ergebnisses um 54,6 Prozent auf 1,6 Mio. Euro. Damit erwirtschaftete das Segment das Gros des Konzern-EBIT in Höhe von insgesamt 1 Mio. Euro. Einen positiven Beitrag leistete trotz des Umsatzrückgangs aber auch die Sparte Industrieelektronik, hier drehte das operative Ergebnis von -0,1 auf 0,3 Mio. Euro. Noch keine nachhaltige Verbesserung stellte sich hingegen in der Kommunikationstechnik ein (-0,9 Mio. Euro, unverändert). Konzernweit konnte dennoch durch Effizienzsteigerungen und eine hohe Kostendisziplin die Materialaufwandsquote deutlich von 60,8 auf 58,1 Prozent und die Personalaufwandsquote leicht von 17,5 auf 17,3 Prozent gedrückt werden. Die nachfolgende Tabelle zeigt einen Überblick zur Entwicklung der wichtigsten Geschäftszahlen.

	2012	2013	Änderung
Umsatz	36,3	37,8	4,1%
<i>Automobiltechnologie</i>	18,1	22,5	+23,9%
<i>Industrieelektronik</i>	12,3	10,0	-18,8%
<i>Kommunikationstechnik</i>	5,9	5,4	-8,7%
EBITDA	4,5	5,7	+26,6%
EBIT	0,02	1,0	+4.273,9
<i>Automobiltechnologie</i>	1,02	1,58	+54,6%
<i>Industrieelektronik</i>	-0,09	0,29	-
<i>Kommunikationstechnik</i>	-0,91	-0,87	-
Überschuss	-0,4	0,5	-

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Auftragsbestand stimmt optimistisch

In das neue Geschäftsjahr ist InTiCa Systems verhalten gestartet. Der Umsatz erhöhte sich im ersten Quartal moderat um 1 Prozent auf rund 10 Mio. Euro. EBITDA und EBIT lagen mit 1,4 und 0,24 Mio. Euro in der Nähe der Vorjahreswerte. Dabei präsentierte sich die Sparte Automobiltechnologie mit einem Plus von 24 Prozent auf 6,2 Mio. Euro gewohnt wachstumsstark, während die Erlöse im Bereich Industrieelektronik um 11 Prozent auf 2,6 Mio. Euro zurückgingen. Deutlich unter dem Vorjahr blieb die Sparte Kommunikationstechnik (-41 Prozent auf 1,1 Mio. Euro), was die Konzernentwicklung insgesamt dämpfte. Gerade dieser Bereich dürfte aber durch die Abarbeitung von bereits vorliegenden Aufträgen für neue Produkte ab dem zweiten Halbjahr vor einer spürbaren Belebung stehen. Insgesamt ist die Auftragslage von InTiCa sehr komfortabel, der Auftragsbestand ist binnen Jahresfrist um mehr als 10 Prozent auf 37,8 Mio. Euro gestiegen.

Bewertung

Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von InTiCa Systems ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 9,4 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,5 Prozent (gemittelte Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für das Beta wegen einer sehr geringen Korrelation der InTiCa-Aktie zum Gesamtmarkt nicht aussagekräftig. Als Maß für das systematische Risiko orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Die Schwankungsanfälligkeit der einzelnen Geschäftsfelder von InTiCa unterliegt dabei unterschiedlichen Determinanten: Während die hohe Wettbewerbsintensität in der Kommunikationstechnik für einen erheblichen Preisdruck sorgt, wird der Absatz im Automobilzulieferergeschäft stark durch die Konjunktur geprägt. Demgegenüber hängt das Wachstum der Sparte Industrieelektronik aktuell besonders von der internationalen Förderung der Solarenergie ab. In Summe dieser Faktoren sehen wir eine in Relation zum Marktportfolio erhöhte Risikoposition und taxieren das Beta daher auf 1,3. Daraus errechnet sich in Verbindung mit den übrigen Prämissen ein Eigenkapitalkostensatz von 9,4 Prozent.

Umsatz und Marge sollen steigen

Trotz des relativ geringen Erlöszuwachses im ersten Quartal ist der Vorstand auf Basis des hohen Auftragsbestands und der neuen Produkte, für die die Serienfertigung gerade gestartet ist oder in den nächsten Monaten anläuft, zuversichtlich, dass der Umsatz im Gesamtjahr um fast 14 Prozent auf 43 Mio. Euro gesteigert werden kann. Davon würde das Ergebnis stark profitieren, die EBIT-Marge soll auf ca. 3,5 Prozent zulegen, nach 2,6 Prozent im letzten Jahr.

Schätzmodell unverändert

Damit liegt das Management in der Nähe unserer bisherigen Schätzungen (Umsatz 42,2 Mio. Euro, EBIT-Marge 3,6 Prozent), die wir vorerst unverändert lassen. Dabei rechnen wir mit einem Umsatz von 28 Mio. Euro in der Sparte Automobiltechnologie, die anderen beiden Segmente sollten 9,2 Mio. Euro (Industrielektronik) und 5 Mio. Euro (Kommunikationstechnik) zu den Konzernergebnissen beisteuern. Das Margenpotenzial des Geschäftsmodells dürfte damit aber nicht ausgereizt sein. Die Weiterentwicklung zum Lösungsanbieter sollte vor allem im Kernbereich Automobiltechnologie für überproportionale Ertragszuwächse sorgen, in den beiden anderen Segmenten (insb. in der Kommunikationstechnik) dürften die neuen Produkte deutlich höhere Deckungsbeiträge erwirtschaften als das bestehende Portfolio. Die Innovationen sollten auch über 2014 hinaus für eine zweistellige Wachstumsdynamik sorgen, weshalb wir unser

Schätzmodell durch die aktuelle Entwicklung des Konzerns gut abgesichert sehen. Die folgende Tabelle zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen in den nächsten acht Jahren.

Ertragswertmodell	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Erlöse (Mio. Euro)	42,2	46,4	51,0	56,1	59,0	61,9	65,0	68,2
Erlöswachstum		10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	1,9%	2,5%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Gewinn (Mio. Euro)	0,82	1,16	1,53	1,97	2,06	2,17	2,27	2,39
Gewinnwachstum		41,7%	32,0%	28,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Fairer Wert jetzt 6,00 Euro je Aktie

Im Anschluss kalkulieren wir unverändert mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent. Daraus resultiert ein fairer Unternehmenswert von 25,9 Mio. Euro bzw. rund 6,00 Euro je Aktie. In Relation zum aktuellen Kurs entspricht dies einem Aufwärtspotenzial von 40 Prozent.

Sensitivitätsanalyse

Dieses Ergebnis prüfen wir im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse mit einer Variation der Parameter Diskontierungszins (zwischen 8,4 und 10,4 Prozent) und ewiges Ertragswachstum (zwischen 1,0 und 3,0 Prozent). Der faire Wert je Anteilsschein schwankt infolgedessen zwischen 4,90 und 8,00 Euro

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,4%	6,37 EUR	6,69 EUR	7,06 EUR	7,49 EUR	8,00 EUR
	8,9%	5,93 EUR	6,20 EUR	6,51 EUR	6,86 EUR	7,28 EUR
	9,4%	5,55 EUR	5,78 EUR	6,04 EUR	6,33 EUR	6,68 EUR
	9,9%	5,20 EUR	5,40 EUR	5,62 EUR	5,88 EUR	6,17 EUR
	10,4%	4,90 EUR	5,07 EUR	5,26 EUR	5,48 EUR	5,72 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

InTiCa Systems hat mit den soliden Zahlen für 2013 die Basis gelegt, um das Wachstum in der aktuellen Periode zu beschleunigen und den Ertrag überproportional auszubauen. Sollten die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen stabil bleiben, dürfte das Unternehmen von der Markteinführung neuer Produkte stark profitieren. Das ist aber nur eine Zwischenstufe auf dem Weg zu einem Lösungsanbieter, der für die Kunden ganze Systeme produziert. Diese Stufe soll 2016 erreicht werden und mit einer weiteren Margenverbesserung einhergehen. Aufgrund der überzeugenden Perspektiven stufen wir InTiCa Systems weiterhin als Kauf ein und sehen das Kursziel nun bei 6,00 Euro.

Anhang

1. Offenlegung gemäß § 20a WpHG

Wir weisen darauf hin, dass der Auftraggeber dieser Studie oder ihm nahestehende Personen bzw. Unternehmen Aktien des besprochenen Unternehmens halten. Auch wenn wir keinerlei Kenntnisse über etwaige Verkaufsabsichten haben, kann nicht ausgeschlossen werden, dass unsere mittel- oder unmittelbaren Auftraggeber demnächst Aktien des besprochenen Unternehmens verkaufen wollen und daher an einer Kurs- oder Umsatzsteigerung interessiert sind.

2. Angaben gemäß § 34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. **Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:**

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des Emittenten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse ist im Auftrag eines Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 3) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt.
- 4) Die Performaxx Research GmbH oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 5) An der Erstellung mitwirkende Personen oder Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 6) Ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH führt Aktien des hier analysierten Unternehmens im Musterdepot eines Börsenbriefs.
- 7) Ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).
- 8) Ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH hat ein Beratungsmandat für ein Zertifikat auf den Value-Stars-Deutschland-Index (ISIN DE000LS8VSD9), der Aktien des analysierten Unternehmens enthält.
- 9) Sonstige potenzielle Interessenkonflikte: -

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 3), 6), 8)

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um **Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum**. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z.B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Die vorliegende Studie wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung vorgelegt und danach geändert. Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und ein Update und zwei Newsflashes. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
26.03.2014	4,35 Euro	Kaufen
26.11.2013	4,15 Euro	Kaufen
15.05.2013	2,80 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil

- „Kaufen“ ein erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent,
- „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent,
- „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent,
- „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Allgemeine Hinweise zu den angewandten Bewertungsmethoden und zu deren Sensitivität finden Sie auf unserer Website unter folgendem Link:

http://www.performaxx.de/unternehmen_haftungsausschluss.php

3. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung.

Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.

4. Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de