12. Juli 2017

Research Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research

InTiCa Systems AG

Stark positioniert in Wachstumsbereichen der Automobilindustrie

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **6,47 Euro** | Kursziel: **8,60 Euro**

Analyst: Dipl.-Kfm Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Inhaltsverzeichnis

Snapshot 3

Executive Summary 4

SWOT-Analyse 5

Profil 6

Markt und Strategie 8

Zahlen 11

Equity-Story 14

DCF-Bewertung 16

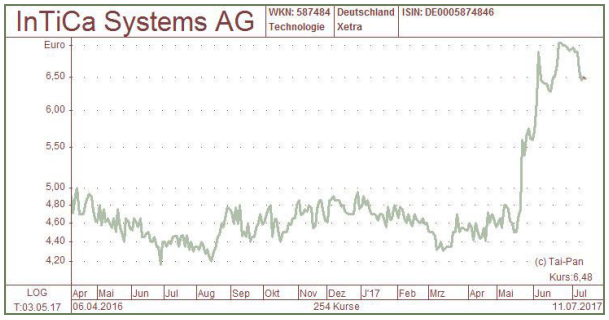
Fazit 19

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose 20

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen 21

Impressum & Disclaimer 22

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Passau
Branche:	Automobiltechnologie
Mitarbeiter:	592
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005874846
Kurs:	6,478 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	4,29 Mio. Stück
Market Cap:	27,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	48,3 Mio. Euro
Free-Float:	<45 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	7,05 / 4,20 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	8,9 Tsd. Euro

Kurzportrait

Die Sparte Automobiltechnologie hat sich innerhalb weniger Jahre mit einem aktuellen Anteil von rd. 80 Prozent am Konzernumsatz zur tragenden Säule von InTiCa entwickelt. Aufbauend auf der Kernkompetenz im Bereich der High-Tech-Induktivität bietet das Unternehmen inzwischen eine breite Palette von Produkten, die in immer mehr Modellen zum Einsatz kommen. Einen weiteren Schub verspricht nun insbesondere die Elektromobilität, wobei auch die weiteren Schlüsseltechnologien Vernetzung und autonomes Fahren positiven Einfluss haben werden. InTiCa liefert bereits mehrere Erzeugnisse für die Serienproduktion von Hybrid- und Elektrofahrzeugen, deren Anteil am Spartenumsatz beläuft sich auf rund 15 Prozent. Beim Auftragseingang ist der Anteil sogar schon deutlich höher. Mit einem Anstieg des Auftragsbestands um 32 Prozent zum Vorjahr auf 47,9 Mio. Euro hat InTiCa zuletzt einen starken Hinweis auf eine anziehende Dynamik geliefert, wofür mit erweiterten Kapazitäten am Stammwerk in Tschechien und dem neuen Werk in Mexiko bereits eine gute Wachstumsbasis geschaffen wurde. Durch Skaleneffekte und Lean Manufacturing soll die Expansion auch steigende Margen ermöglichen.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	40,5	42,4	44,9	48,7	52,3	57,6
EBIT (Mio. Euro)	-2,5	0,7	1,0	1,5	2,0	2,8
Jahresüberschuss	-2,6	0,1	0,3	0,7	1,1	1,6
EpS	-0,58	0,02	0,11	0,15	0,26	0,37
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07
Umsatzwachstum	7,1%	4,8%	5,9%	8,4%	7,5%	10,0%
Gewinnwachstum	-	-	344,9%	88,2%	68,1%	44,1%
KUV	0,69	0,65	0,62	0,57	0,53	0,48
KGV	-	356,0	80,0	42,5	25,3	17,6
KCF	8,8	10,6	6,7	5,9	5,6	5,3
EV / EBIT	-	68,4	46,5	32,9	23,8	17,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%

Executive Summary

- **Etablierter Automobilzulieferer:** Innerhalb einer Dekade hat sich InTiCa Systems zu einem führenden Automobilzulieferer im Bereich der High-Tech-Induktivität entwickelt. Mit Produkten wie Antennen- und Transpondertechnik, Reifendruck-Kontrollsystemen oder Filteranwendungen generiert die Sparte Automobiltechnologie mittlerweile mehr als 80 Prozent der Konzernerlöse. Die deutlich kleinere Sparte Industrieelektronik adressiert mit mechatronischen Baugruppen, Filter- und Entstörkomponenten sowie Speicherdrosseln insbesondere die Photovoltaikindustrie, mit Produkten für die Automatisierungs-, Versorgungs-, Mess- und Regeltechnik wird die Diversifikation vorangetrieben.

- **Elektromobilität als Treiber:** Ein besonderer Fokus des Unternehmens liegt auf Komponenten und Systemen für Hybrid- und Elektrofahrzeuge. Mit Produkten wie Statoren, Leistungstrafos, Drosseln oder EMV-Filtern werden bereits 15 Prozent der Erlöse in der Sparte Automobiltechnologie generiert, der Anteil am Auftragseingang liegt sogar deutlich höher.

- **Hohes Marktwachstum:** Der weltweite Automobilabsatz hat im letzten Jahr um 6,4 Prozent zugelegt, für 2017 zeichnet sich eine deutlich geringere Dynamik ab. Demgegenüber steigen die Verkaufszahlen von Hybrid- und Elektrofahrzeugen von noch niedriger Basis aus inzwischen mit deutlich zweistelligen Prozentsätzen an. Die deutschen Hersteller planen bis 2020 F&E-Investitionen in Höhe von 40 Mrd. Euro in diesem Bereich.

- **Entwicklungspartner mit zwei Produktionsstandorten:** Dank der langjährigen Erfahrung mit wichtigen Komponenten für die Elektromobilität kann sich InTiCa schon in den Entwicklungsprozess als Partner einbringen. Mit dem Aufbau eines neuen Werks in Mexiko verfügt das Unternehmen zudem über zwei internationale Produktionsstätten, was einen wichtigen Pluspunkt in der Auftragsakquise darstellt.

- **Dynamik zieht an:** Im Jahr 2015 hat InTiCa einen Prozess zur Effizienzsteigerung, Flexibilisierung und Erweiterung der Produktion nach dem „Lean Manufacturiung"-Ansatz eingeleitet. Inzwischen sind deutliche Fortschritte erkennbar, in der letzten Finanzperiode konnte bei einem Umsatzanstieg um 5,9 Prozent eine EBIT-Steigerung von 47,3 Prozent auf 1,04 Mio. Euro erzielt werden, im ersten Quartal 2017 erhöhten sich Umsatz und operativer Überschuss um 8,5 bzw. 102,3 Prozent. Der Anstieg des Auftragsbestands um fast ein Drittel auf 47,9 Mio. Euro per Ende März deutet auf eine anhaltend hohe Dynamik hin.

- **Wachstum schafft weiteres Potenzial:** Dank der starken Positionierung in attraktiven Wachstumsfeldern der Automobilindustrie sieht der Vorstand gute Voraussetzungen für eine stabile Expansion in den nächsten Jahren. Ein stetiger Verbesserungsprozess im Rahmen des Lean Manufacturing soll währenddessen für weitere Margensteigerungen sorgen. Das haben wir in unserem Bewertungsmodell so abgebildet, wobei wir unsere mittelfristigen Wachstumserwartungen nach den zuletzt erzielten Fortschritten angehoben haben. Den fairen Wert sehen wir nun bei 8,60 Euro je Aktie, das Urteil bleibt „Buy".

SWOT-Analyse

Stärken

- Das Unternehmen hat sich als Zulieferer im Automobilgeschäft fest etabliert und kann in diesem Bereich seit Jahren hohe Wachstumsraten vorweisen.
- Die Kernkompetenz High-Tech-Induktivität ist für zahlreiche Absatzbranchen nutzbar.
- Im Automobilgeschäft erhält das Unternehmen Aufträge mit langen Laufzeiten, das stärkt zunehmend die Planbarkeit des Geschäfts.
- Mit Innovationen erschließt sich InTiCa kontinuierlich weitere Anwendungsbereiche in den Zielmärkten und diversifiziert damit den Absatz.
- Mit einer Kapazitätserweiterung in Tschechien und einem neuen Werk in Mexiko wurde die Basis für die weitere Expansion geschaffen.

Schwächen

- Der Bereich Industrieelektronik ist noch relativ abhängig von den Absatzzahlen der Photovoltaikindustrie und wenigen Kunden.
- Das Unternehmen tätigt aktuell hohe Investitionen zur Anpassung an die erreichte Größe und das geplante Wachstum im Automobilgeschäft. Für mögliche Rückschläge bestehen derzeit nur begrenzte Liquiditätsreserven.
- Die Marge im Kerngeschäft ist nicht zuletzt aufgrund der laufenden Investitionen noch niedrig.
- Von den OEMs geht im Automobilgeschäft ein hoher Preisdruck aus.

Chancen

- Der 2015 eingeleitete Prozess zur Steigerung der Produktionseffizienz („Lean Manufacturing“) ist auf einem guten Weg und verspricht kontinuierliche Margensteigerungen.
- Das neue Werk in Mexiko ist gut angelaufen und stößt auf reges Interesse der Bestandskunden. InTiCa hat sich damit auch einen Zugang zu weiteren Automobilherstellern erschlossen.
- Der zuletzt vermeldete deutliche Anstieg des Auftragsbestands signalisiert eine steigende Wachstumsdynamik.
- Das Angebot von Schlüsselkomponenten für Hybrid- und Elektrofahrzeuge bietet erhebliches Wachstumspotenzial, das sich im steigenden Anteil am Auftragseingang bereits deutlich abzeichnet.
- Dank seiner breiten technologischen Basis kann sich das Unternehmen mit Produktinnovationen immer neue Segmente erschließen.

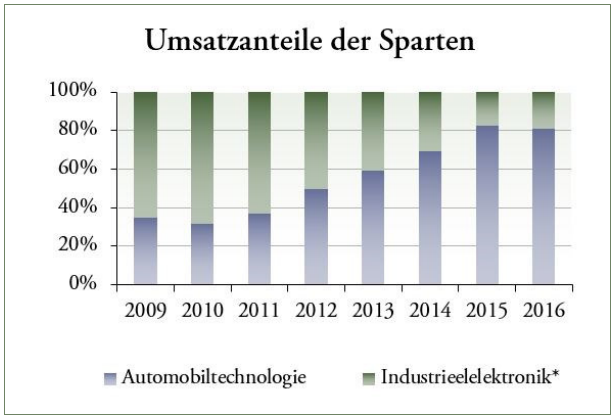
Risiken

- Der Turnaround im Bereich Industrieelektronik wurde gerade erst vollzogen, der nachhaltige Erfolg hängt von weiterem Wachstum ab.
- Mit dem Ausbau der internationalen Aktivitäten ist die Unternehmenssteuerung komplexer geworden.
- Eine deutliche Abkühlung des globalen Automobilmarktes würde sich über die Abrufzahlen und mögliche Projektverschiebungen negativ auf die Resultate von InTiCa auswirken.
- Protektionistische Maßnahmen von Seiten der USA könnte das Wachstum der Automobilzulieferer bremsen.
- Die aktuell hohen Investitionen werden von InTiCa komplett fremdfinanziert. Im Falle von operativen Rückschlägen müsste das Unternehmen zur Sicherung der Liquidität möglicherweise zusätzliches Eigenkapital aufnehmen.

Profil

Etabliert als innovativer Automobilzulieferer

Innerhalb einer Dekade hat sich die im Jahr 2000 gegründete Gesellschaft InTiCa Systems von einem Kommunikationstechnikanbieter (insb. DSL-Splitter) zu einem etablierten Automobilzulieferer weiterentwickelt. Der mittlerweile dominierende Geschäftsbereich erwirtschaftete in der letzten Finanzperiode 36,3 Mio. Euro und damit 80,8 Prozent der Konzernerlöse. Das ehemalige Kerngeschäft Kommunikationstechnologie ist nur noch ein kleiner Bereich der Sparte Industrieelektronik, deren Umsatz im Jahr 2016 bei 8,6 Mio. Euro (Anteil 19,2 Prozent) gelegen hat.



**inkl. Kommunikationstechnik; Quelle: Unternehmen*

Kernkompetenz High-Tech-Induktivität

Das Unternehmen verfügt in Bezug auf die Produktion von Fahrzeugkomponenten und -systemen über eine langjährige und vielfältige Prozessexpertise, dazu zählen beispielsweise der Kunststoffspritzguss, die Verbindungstechnik, die Vergusstechnik und die Prüf- und Messtechnik. Das Herzstück der Unternehmenskompetenz liegt aber im Bereich der Wickeltechnologie. InTiCa entwickelt innovative Einsatzmöglichkeiten für Spulen, die durch das Zusammenspiel von Magnetismus und Spannungserzeugung beispielsweise eine kontaktlose Übertragung von Signalen ermöglichen.

Automobiltechnologie: Produkte in über 400 Modellen

Auf dieser Basis stellen induktive Bauelemente und Baugruppen die Hauptprodukte der Sparte Automobiltechnologie dar. Gestartet wurde die Serienproduktion zunächst für Fahr- und Zutrittsberechtigungssysteme (Antennen- und Transpondertechnik) sowie für Sicherheitstechnik (Reifendruck-Kontrollsysteme) und Filteranwendungen. Diese Produktpalette stellt auch heute noch den Schwerpunkt der Aktivitäten dar, mittlerweile werden die Erzeugnisse der Gesellschaft von mehr als 20 Automobilproduzenten in über 400 Modellen genutzt. InTiCa liefert vor allem an große Systemlieferanten, zu deren Kunden OEMs wie Mercedes, BMW und VW zählen.

Stark positioniert in Wachstumsfeldern

Ein besonderer Fokus der Entwicklungsbemühungen liegt auf dem potenzialträchtigen Bereich der Elektromobilität und der Hybridtechnik, in dem InTiCa bereits mit mehreren Lösungen Fuß fassen konnte. So werden Statoren, Leistungstrafos, Drosseln und EMV-Filter des Unternehmens im Antriebsstrang, in der Leistungselektronik oder im Batteriemanagement genutzt. Insgesamt werden inzwischen mehr als 15 Prozent der Erlöse der Sparte Automobiltechnologie mit Produkten rund um die Hybridisierung und Elektrifizierung von Fahrzeugen erwirtschaftet, der Anteil am Auftragseingang liegt aktuell schon deutlich darüber. Als weitere Wachstumsfelder sieht das Management das autonome Fahren sowie die Digitalisierung und Vernetzung von Fahrzeugen. An diesen globalen Entwicklungen kann InTiCa ebenfalls partizipieren, da es hierfür zusätzliche Bedarfe an EMV-Filteranwendungen geben wird. In diesem Bereich bietet das Unternehmen bereits erste Produkte an und arbeitet an weiteren Neuentwicklungen.

Zweites Standbein: Industrieelektronik

Als weiterer Schwerpunkt wurde im letzten Jahrzehnt der Bereich Industrieelektronik aufgebaut. Mit

Produkten wie mechatronischen Baugruppen, Filter- und Entstörkomponenten oder Speicherdrosseln adressiert diese Sparte bislang überwiegend die Photovoltaikindustrie, die diese Komponenten in Wechselrichtern verbaut. Mit zahlreichen Neuentwicklungen wurde aber in den letzten Jahren die Ausrichtung des Segments diversifiziert. Mittlerweile zählen Spannungswandler für Schweißgeräte ebenso zur Produktpalette wie Aktorspulen zur Stromverbrauchsreduzierung in Industrie- und Haushaltsgeräten. Der Schwerpunkt der Entwicklungstätigkeit liegt insbesondere auf neuen Lösungen für die Automatisierungs-, Versorgungs-, Mess- und Regeltechnik.

Hohe Synergien

Die Bereiche Automobiltechnologie und Industrieelektronik sind längst nicht mit so trennscharf zu unterscheiden, wie das in früheren Jahren der Fall war, als die kleinere Sparte vor allem die Photovoltaikindustrie mit Wechselrichterkomponenten beliefert hat. Die Entwicklung neuer Produkte profitiert stattdessen vom Know-how in beiden Feldern, so dass erhebliche Synergien realisiert werden können. Ein gutes Beispiel dafür sind stationäre Batterie- und Ladestationen, die eigentlich dem kleineren Geschäftsfeld zuzuordnen sind, aber in enger Verbindung zur Entwicklung der Elektromobilität stehen. InTiCa bietet hier u.a. Filterlösungen für den störungsfreien Betrieb an und profitiert von der großen Erfahrung, die im Kerngeschäft mit diesen Produkten gesammelt werden konnte.

Zentrale in Passau, Fertigung im Ausland

Die Entwicklungsabteilung ist am Stammsitz in Passau angesiedelt, in der dortigen Unternehmenszentrale arbeiten aktuell insgesamt 84 Mitarbeiter resp. 14 Prozent der Gesamtbelegschaft. Darin enthalten sind auch die Mitarbeiter des Technologie- und Schulungszentrums, das im Jahr 2015 in direkter Nachbarschaft in Betrieb genommen wurde und einen wichtigen Baustein der künftigen Expansion darstellt. InTiCa kann hier neue Fertigungstechnologien und Produktanläufe testen sowie Anlagen für die Herstellung vorbereiten, ohne in die bestehende Serienproduktion in Tschechien eingreifen zu müssen. Die dortige Produktionsstätte ist mit zuletzt 492 Mitarbeitern das operative Zentrum der Gesellschaft. Einen großen Schritt zur weiteren Internationalisierung der Produktion hat das Unternehmen im letzten Jahr mit der Eröffnung eines neuen Werks in Mexiko vollzogen. Dafür wurde ein Produktionsstandort ausgewählt, in dessen näherem Umfeld alle wichtigen Kunden angesiedelt sind. Zum Start hat die Gesellschaft bereits erste Aufträge von Bestandskunden erhalten: Im September 2016 ist zunächst eine Kleinserienfertigung angelaufen, im Anschluss wurde eine erste Produktionslinie aufgebaut und von dem Kunden validiert. Nach der Inbetriebnahme einer weiteren Produktionslinie könnten im laufenden Jahr im Fall zusätzlicher Auftragserteilungen sogar erst für 2018 vorgesehene Investitionen in das Schlussquartal vorgezogen werden. Aktuell arbeiten 16 Mitarbeiter am Standort in Mexiko.

Zwei Großaktionäre

Damit werden im Konzern mittlerweile fast 600 Mitarbeiter beschäftigt. An der Spitze steht weiterhin ein zweiköpfiger Vorstand: Dr. Gregor Wasle fungiert seit Anfang 2015 als Vorstandssprecher, der u.a. die Ressorts Strategie, Finanzen, Personal, IT und Produktion betreut. Zum Kompetenzbereich des langjährigen Vorstands Günther Kneidinger zählen hingegen Vertrieb, F&E, Materialwirtschaft und Qualitätswesen. Vorstand und auch der Aufsichtsrat halten nur kleine Aktienpakete, InTiCa hat aber zwei Ankeraktionäre mit Anteilen von jeweils mehr als 25 Prozent (siehe Tabelle).

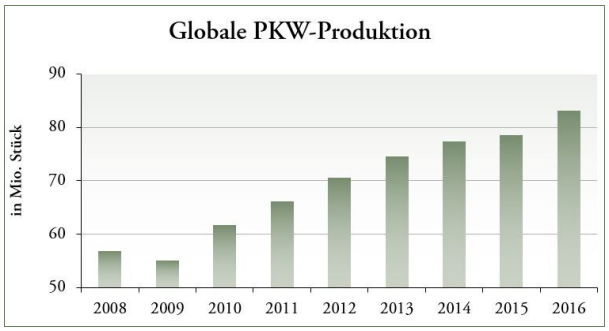
Aktionär	Anteil
Thorsten Wagner	>25%
Dr. Dr. Axel Diekmann	>25%
Tom Hiss	>5%
InTiCa Systems AG	1,5%
Organmitglieder	<1%
Freefloat (<3%)	<45%

Quelle: Unternehmen

Markt und Strategie

Nach hohem Wachstum…

Die mittlerweile mit Abstand wichtigste Zielbranche für InTiCa Systems, die Automobilindustrie, befindet sich seit Jahren auf einem dynamischen Wachstumspfad. Im letzten Jahr hat die globale Produktion um 5,8 Prozent zugenommen, dies stellte die höchste Steigerungsrate seit 2012 dar. Während es in Europa einen soliden Zuwachs von 2,9 Prozent gab – wobei für Deutschland ein moderates Plus von 0,7 Prozent verzeichnet wurde –, war China mit einer Ausweitung um 18,4 Prozent auf 23,8 Mio. Stück der große Treiber (Quelle: VDA). Basis der Output-Steigerung war die positive Absatzentwicklung, die weltweit sogar um 6,4 Prozent zugelegt hat.



Quelle: VDA

…zeichnet sich geringere Dynamik ab

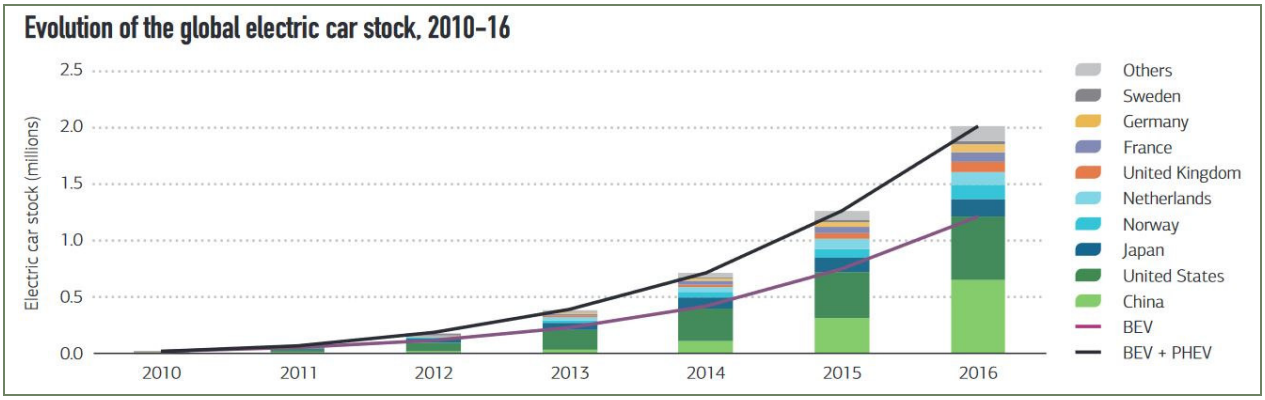
Dabei spielte allerdings ein steuerlicher Stimulus in China eine wichtige Rolle, der inzwischen ausgelaufen ist. Auch in anderen großen Märkten nimmt die Dynamik zumindest vorübergehend ab. Das CAR Center Automotive Research erwartet für das laufende Jahr eine leichte Schrumpfung der Absatzzahlen in Brasilien, Australien, England und den USA. Die Experten rechnen vor diesem Hintergrund mit einer weltweiten Steigerung der Verkaufszahlen um 2,3 Prozent, wobei mit Spanien, Italien und Russland vor allem den Sorgenkindern der vergangenen Jahre eine deutliche Erholung zugetraut wird. In 2018 könnte sich das globale Absatzwachstum wieder leicht auf 2,7 Prozent beschleunigen (Quelle: CAR/Automobil-Produktion.de).

Großer Transformationsprozess

Der stabile Wachstumspfad überdeckt, dass sich die Branche in einem großen Transformationsprozess befindet, die Schlüsselthemen der Industrie haben sich in kurzer Zeit stark gewandelt. Gemäß einer Umfrage von KPMG unter Führungskräften der Automobilindustrie (Global Automotive Excecutive Survey 2017) wurden für die mittelfristigen Perspektiven der Branche vor zwei Jahren noch das Marktwachstum in den Emerging Markets und die Weiterentwicklung der Motoren mit fossilen Brennstoffen als entscheidend eingestuft. Diese beiden Themen rangieren aktuell nur noch in der Mitte resp. sogar am unteren Ende der Top-10. Stattdessen finden sich batteriebetriebene Fahrzeuge nun auf Platz eins (in 2015 noch Platz neun), gefolgt von Vernetzung und Digitalisierung der Automobile sowie von der Weiterentwicklung von Wasserstoffsystemen.

Energieversorgung als kritischer Faktor

Dass die Führungskräfte der Energieversorgung auf Wasserstoffbasis eine so herausgehobene Bedeutung zubilligen, liegt an den Kernproblemen der E-Mobilität: der teuren Batterietechnik, der Bereitstellung einer flächendeckenden Infrastruktur für das Aufladen von Batterien und den langen Standzeiten beim Ladeprozess. Eine Mehrheit der Entscheider geht aktuell davon aus, dass den rein batteriebetriebenen Fahrzeugen wegen diesen kritischen Faktoren der breite Marktdurchbruch misslingen könnte. Demgegenüber sehen mehr als drei Viertel der Befragten eine aussichtsreiche Zukunft für die Wasserstoffversorgung, obwohl sich die Technologie trotz intensiver Entwicklungsbemühungen in der Vergangenheit aktuell noch in einem früheren Stadium befindet. Insgesamt erwarten die Führungskräfte für die nächsten Jahre nur einen moderaten Marktanteilszuwachs der Elektro-PKWs (in sämtlichen Varianten, also inkl. Hybrid), der Anteil soll von 4 Prozent im letzten Jahr bis 2023 auf lediglich 7 Prozent steigen. Dieses Szenario hält KPMG allerdings für sehr konservativ. In Abhängigkeit von der Entwicklung der regulatori-



Quelle: Electric Vehicles Initiative

schen Rahmenbedingungen, die von einer starken Fokussierung der Politik auf eine Emissionsreduktion geprägt sind, halten die Analysten in diesem Zeitraum einen Anstieg des Anteils auf 30 Prozent für möglich.

Förderung wird ausgebaut

Deutschland hat Mitte letzten Jahres einen Förderrahmen für die Elektromobilität verabschiedet, der u.a. einen Zuschuss für Neuwagenkäufe, eine zehnjährige Kfz-Steuerbefreiung und ein Förderprogramm für den Aufbau eines Ladestationsnetzes umfasst. In den ersten sieben Monaten nach der Einführung erhielten knapp 11 Tsd. Käufer den Bonus. Auch dank dieses Programms sind die Zulassungszahlen von Elektro- und Hybridfahrzeugen zuletzt deutlich angestiegen, auf ca. 28 Tsd. in 2016. Der Marktanteil lag damit aber immer noch unter 1 Prozent, und das Ziel der Bundesregierung, den zugelassenen Bestand bis 2020 auf 1 Mio. auszubauen, dürfte nicht mehr zu erreichen sein. Deutlich weiter fortgeschritten ist die Entwicklung in China, im letzten Jahr wurden im Reich der Mitte rund 350 Tsd. Elektrofahrzeuge zugelassen, was einem Zuwachs um mehr als 70 Prozent zum Vorjahr entsprach. Für das nächste Jahr plant die chinesische Regierung einen weiteren Schub durch ein Quotensystem, das den Herstellern einen Elektroanteil von 8 Prozent am Absatz vorschreibt. Wer diesen Wert nicht erfüllt, muss entsprechende Absatzrechte von anderen OEMs erwerben.

Absatz von Elektrofahrzeugen wächst

Mit China als Vorreiter und Tesla als Produktinnovator hat der Markt für Elektromobilität schon jetzt global deutlich an Dynamik gewonnen. Im letzten Jahr sind weltweit mehr als 750 Tsd. Fahrzeuge verkauft worden, hinter dem Reich der Mitte waren die USA die zweitwichtigste Absatzregion. Der zugelassene Fahrzeugbestand hat damit die Marke von 2 Mio. knapp überschritten (sieh Grafik oben; Quelle: Electric Vehicles Initiative). Marktforscher prognostizieren für die nächsten Jahre hohe Produktionszuwächse, wobei der Schwerpunkt ebenfalls in China liegen wird. Dort dürften von 2015 bis 2019 nach aktuellen Schätzungen von Roland Berger und der Forschungsgesellschaft Kraftfahrwesen (fka) mehr als 3,5 Mio. Elektrofahrzeuge hergestellt werden, wobei die führenden Modelle von den Anbietern BAIC und SAIC stammen. Dahinter folgen die USA mit über 1,5 Mio. Stück (vor allem Tesla und Chevrolet Volt), Deutschland landet in dieser Prognose mit 1,06 Mio. (BMW i3, VW Golf GTE PHEV, VW e-Golf) auf Rang drei. Eine vom VDA zitierte Studie von McKinsey ist bezüglich der künftigen Marktposition deutscher Hersteller optimistischer. Demzufolge wird Deutschland in fünf Jahren mit einer Produktion von dann 1,3 Mio. Elektrofahrzeugen wieder die Führungsposition im Markt einnehmen, vor China und den USA mit jeweils 0,85 Mio. Stück.

Produktion von Elektrofahrzeugen 2015-19e	
Land	**Stückzahl**
China	3,6 Mio.
USA	1,5 Mio.
Deutschland	1,1 Mio.
Japan	0,7 Mio.
Frankreich	0,3 Mio.

Quelle: Roland Berger, fka

InTiCa als erfahrener Partner

In jedem Fall wird aus den Zahlen ersichtlich, dass der Markt für Elektromobilität inzwischen stark wächst und dass die deutschen Hersteller große Anstrengungen unternehmen, um in diesem Segment eine führende Rolle zu spielen. Nach Angaben des VDA werden die hiesigen Anbieter bis 2020 rund 40 Mrd. Euro in die Weiterentwicklung investieren und die Zahl der verfügbaren Modelle von zuletzt rund 30 auf knapp 100 mehr als verdreifachen. Dafür benötigen sie Zulieferer, die bereits passende Produkte im Angebot haben, das Volumen zügig ausweiten können und auch an Neuentwicklungen mitwirken. Genau dieses Profil bietet InTiCa. Das Unternehmen hat bereits zahlreiche Produkte für Hybrid- und Elektrofahrzeuge am Markt eingeführt. So konnten u.a. Serienaufträge für Statoren (die in den Elektromotoren von Hybridfahrzeugen eingesetzt werden) sowie Aktoren für Einspritzsysteme akquiriert werden. Darüber hinaus werden EMV-Filter, Trafos und Drosseln in der Leistungselektronik genutzt.

Entwicklung zum Lösungsanbieter

InTiCa setzt darauf, sich im Entwicklungsprozess möglichst frühzeitig einzubringen und immer größere Teile der Wertschöpfung zu übernehmen. Damit wird eine Strategie fortgesetzt, mit der in den letzten Jahren bereits signifikante Erfolge erzielt werden konnten. Nachdem in der Startphase des Geschäftsbereichs Automobiltechnologie lediglich Komponenten geliefert wurden, erfolgte im nächsten Schritt eine Ausweitung auf Subsysteme. Mittlerweile hat sich das Unternehmen als Entwicklungspartner etabliert, was die Kundenbindung stärkt und das Margenpotenzial erhöht.

Lean Manufacturing…

Mit dem Ausbau der Produktpalette, der höheren Wertschöpfung und den steigenden Auftragsvolumina, die in Abhängigkeit von den Abrufen im Zeitablauf für größere Schwankungen sorgen können, haben sich die Ansprüche an die Fertigung des Unternehmens deutlich erhöht. Das Management hat darauf vor zwei Jahren eine Transformation der Produktion nach Lean-Prinzipien eingeleitet, mit der die Abläufe und der Materialfluss komplett neugestaltet wurden. Die Fortschritte zeigen sich bereits in einer Verbesserung der Marge, der Optimierungsprozess soll aber laufend fortgeführt werden und weitere Produktivitätsgewinne ermöglichen.

…und Internationalisierung

Gleichzeitig wurden die Kapazitäten in Tschechien ausgebaut. Für zusätzliches Produktionspotenzial sorgt nun der neue Standort in Mexiko, mit dem die Marktposition gestärkt wurde. Denn das Land hat sich zu einer zentralen Plattform für Automobilzulieferer entwickelt, mit einer starken Präsenz von deutschen Anbietern. In der Industrie stellen die Nähe zur Fabrikation des Kunden sowie die Produktion an mindestens zwei unabhängigen internationalen Standorten wichtige Voraussetzungen für eine Beauftragung dar, diese Bedingungen kann InTiCa nun erfüllen. Erste Aufträge in Mexiko stammen zunächst von Bestandskunden, aber auch die Chancen für die Akquise von Neukunden haben sich damit verbessert. Perspektivisch könnte das Unternehmen versuchen, mit einem ähnlichen Modell in Asien Fuß zu fassen. Der dortige Markt ist schon heute von immenser Bedeutung für Automobilzulieferer, und mit dem prognostizierten starken Wachstum der Elektromobilität könnten sich die Gewichte weiter in Richtung Asien verschieben.

Zahlen

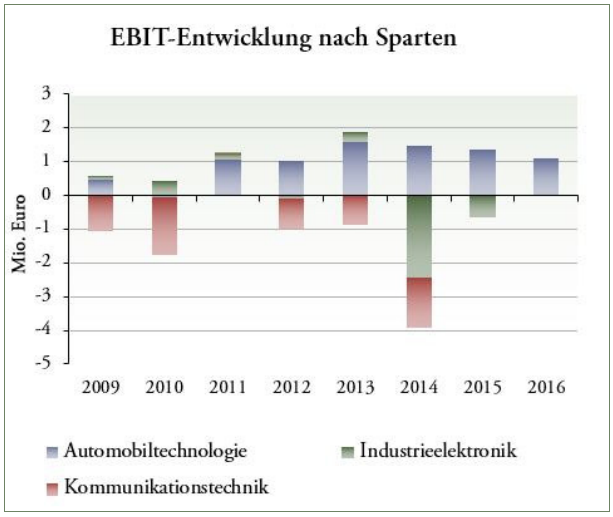
Automobiltechnologie dominiert

Mit einem kontinuierlichen dynamischen Wachstum hat sich die Sparte Automobiltechnologie im laufenden Jahrzehnt zur mit Abstand wichtigsten Säule von InTiCa Systems entwickelt. Zwischen 2010 und 2016 konnten die Einnahmen in diesem Bereich um mehr als 260 Prozent auf 36,3 Mio. Euro gesteigert werden, das entspricht einem CAGR von 24 Prozent. Das ehemalige Kerngeschäft Kommunikationstechnologie (insb. DSL-Produkte) hat in der Zeit einen anhaltenden Bedeutungsverlust erfahren und ist 2015 im Segment Industrieelektronik aufgegangen. Dessen Beitrag zu den Konzernerlösen war seit 2011 im Trend rückläufig, was vor allem auf die marktbedingten Probleme der Kunden aus der Photovoltaikindustrie zurückzuführen war. Mit einem Zuwachs von 16,7 Prozent auf 8,65 Mio. Euro könnte im letzten Jahr allerdings die Trendwende vollzogen worden sein. Die Erlössteigerung im Segment Automobiltechnologie (+3,6 Prozent) blieb hingegen wegen eines schwachen Jahresendgeschäfts deutlich unter den Werten der Vorjahre.

Quelle: Unternehmen

Fortschritte beim EBIT

Das über Jahre rückläufige Geschäft mit Kommunikationstechnik und Industrieelektronik hat die Ertragslage von InTiCa Systems zwischenzeitlich stark belastet, in 2014 betrug der operative Segmentverlust fast 4 Mio. Euro (maßgeblich infolge der Insolvenz des Großkunden Sputnik). Seitdem konnte die Profitabilität deutlich verbessert werden, im letzten Jahr arbeitete der Bereich Industrieelektronik mit -40 Tsd. Euro nur noch minimal defizitär. Mit 1,08 Mio. Euro war die größere Sparte Automobiltechnologie einmal mehr die Ertragssäule des Konzerns. Die Segmentrendite war zuletzt aber weiter rückläufig. Nach einem Spitzenwert von 7,0 Prozent in 2013 lag sie in 2016 nur noch bei 3,0 Prozent. In diesem Rückgang spiegeln sich vor allem die hohen Aufwendungen für die Erweiterung und Modernisierung der Produktion in Tschechien sowie für den Aufbau des neuen Werks in Mexiko wider, außerdem haben Anlaufkosten für neue Produkte im Bereich der Elektromobilität und Hybridtechnologie die Profitabilität belastet.



Quelle: Unternehmen

Margenziel wird übertroffen

In Summe konnte auf der Konzernebene dank der erheblichen Profitabilitätsverbesserung im Bereich Industrieelektronik das EBIT um 47,3 Prozent auf 1,04 Mio. Euro ausgeweitet und das Nettoergebnis

auf 0,35 Mio. Euro vervielfacht werden, während sich die Konzernerlöse um 5,9 Prozent auf 44,9 Mio. Euro erhöhten. Zentraler Renditetreiber waren Fortschritte in der Produktionseffizienz und verbesserte Einkaufskonditionen, die trotz des Erlöswachstums zu einem Rückgang der Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe um 2,7 Prozent führten und damit die Materialkostenquote (gemessen an der Gesamtleistung) von 57,5 auf 53,9 Prozent drückten. Ebenfalls unter dem Vorjahreswert lagen mit 4,3 Mio. Euro die Abschreibungen (nach 4,5 Mio. Euro im Vorjahr), während die sonstigen betrieblichen Aufwendungen und die Personalkosten, u.a. bedingt durch den Aufbau des neuen Produktionsstandorts in Mexiko, zunahmen. Insgesamt errechnet sich für 2016 eine EBIT-Marge von 2,3 Prozent, womit der Zielwert des Managements von ca. 2 Prozent übertroffen wurde. Der Konzernumsatz hat hingegen den anvisierten Wert von 47 Mio. Euro wegen des geringen Wachstums in der Sparte Automobiltechnologie verfehlt.

Geschäftszahlen	2015	2016	Änderung
Umsatz	42,44	44,93	+5,9%
- Automobiltechnol.	*35,03*	*36,28*	*+3,6%*
- Industrielektronik	*7,41*	*8,65*	*+16,7%*
EBITDA	5,16	5,37	+4,0%
EBIT	0,71	1,04	+47,3%
- Automobiltechnol.	*1,35*	*1,08*	*-20,1%*
- Industrielektronik	*-0,65*	*-0,04*	-
Nettoergebnis	0,08	0,35	+344,9%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Guter Start in 2017

Das geringe Wachstum im Bereich Automobiltechnologie dürfte sich als Momentaufnahme erweisen. Im ersten Quartal 2017 konnten die Spartenerlöse dank einer guten Auftragslage bereits wieder um 9,3 Prozent auf 10,1 Mio. Euro gesteigert werden. Auch der Bereich Industrieelektronik bewegte sich mit einer Steigerungsrate von 5 Prozent auf 2,2 Mio. Euro auf dem Wachstumspfad, höhere Abrufzahlen von Kunden aus der Photovoltaikindustrie waren erneut der Treiber. Insgesamt hat der Konzernumsatz so um 8,5 Prozent auf 12,3 Mio. Euro zugelegt.

Geschäftszahlen	Q1 16	Q1 17	Änderung
Umsatz	11,31	12,28	*+8,5%*
- Automobiltechnol.	*9,23*	*10,09*	*+9,3%*
- Industrielektronik	*2,09*	*2,19*	*+5,0%*
EBITDA	1,29	1,41	*+9,5%*
EBIT	0,18	0,36	*+102,3%*
- Automobiltechnol.	*0,27*	*0,23*	*-14,6%*
- Industrielektronik	*-0,09*	*0,13*	-
Nettoergebnis	0,07	0,16	*+116,4%*

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Industrieelektronik mit Turnaround

In der Sparte Automobiltechnologie führten weitere Anlaufkosten für Produkte und zusätzliche Aufwendungen für das Werk in Mexiko zu einem EBIT-Rückgang um 14,6 Prozent auf 0,23 Mio. Euro, während sich im Bereich Industrieelektronik mit einer weiteren Verbesserung von -0,09 auf 0,13 Mio. Euro der Turnaround abzeichnet. Per Saldo konnte das Konzern-EBIT auf 0,36 Mio. Euro in etwa verdoppelt werden, das Nettoergebnis legte dazu leicht überproportional um 116,4 Prozent auf 0,16 Mio. Euro zu.

Operativer Cashflow temporär deutlich negativ

Auf der Ebene des Cashflows musste das Unternehmen in den ersten drei Monaten in Vorleistung gehen, ein kräftiger Anstieg der Vorräte (Cashflow-Beitrag -1,01 Mio. Euro) und der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (-1,35 Mio. Euro) war maßgeblich verantwortlich für den Mittelabfluss aus betrieblicher Tätigkeit von -1,13 Mio. Euro. Das Management erwartet aber für die nächsten Quartale wieder einen deutlich positiven Zahlungsmittelüberschuss in diesem Bereich. Der Investitions-Cashflow bewegte sich in den ersten drei Monaten mit -1,05 Mio. Euro in der Nähe des Vorjahreswertes, im Finanzierungsbereich waren lediglich Tilgungen in Höhe von -0,42 Mio. Euro zu verzeichnen. Insge-

samt belief sich der Cashflow der Periode damit auf -2,6 Mio. Euro, gegenüber 0,4 Mio. Euro im Vorjahr. Die Kontokorrentlinien, die sich aktuell auf rd. 10,4 Mio. Euro belaufen, wurden infolgedessen per Ende März mit 9,5 Mio. Euro ausgeschöpft. Insgesamt summierten sich die kurz- und langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten von InTiCa Systems zum Stichtag auf 20,8 Mio. Euro (Vorjahr 18,7 Mio. Euro). Dem stand ein Eigenkapital von 17,0 Mio. Euro (Vorjahr 16,7 Mio. Euro) gegenüber. Aus einer Bilanzsumme von 44 Mio. Euro errechnet sich eine weiterhin solide Eigenkapitalquote von 38,6 Prozent (Vorjahr: 40,3 Prozent).

Auftragsbestand legt deutlich zu

Die eigenen Wachstumsambitionen für das laufende Jahr konnte das Unternehmen mit einem kräftigen Anstieg des Auftragsbestands untermauern, dieser summierte sich per Ende März auf 47,9 Mio. Euro und hat damit binnen Jahresfrist um 32 Prozent zugenommen. Das Gros davon entfällt mit einem Anteil von 83 Prozent (Vorjahr: 84 Prozent) unverändert auf den Bereich Automobiltechnologie. Dass aber die Bestellungen im Segment Industrieelektronik leicht überproportional mitgewachsen sind, ist ein weiterer Beleg für die erfolgreiche Trendwende der Sparte. Entsprechend optimistisch fällt der Ausblick des Managements für das Gesamtjahr 2017 aus. In der Sparte Automobiltechnologie soll der Umsatz von 36,3 auf 39 bis 41 Mio. Euro zulegen, für den Bereich Industrieelektronik veranschlagt das Management Erlöse in Höhe von 8 bis 9 Mio. Euro (gegenüber 8,6 Mio. Euro in 2016 – die untere Grenze ist den Unwägbarkeiten bei den Abrufzahlen geschuldet). Insgesamt wird der Konzernumsatz plangemäß um 4,6 bis 11,3 Prozent (auf 47 bis 50 Mio. Euro) zulegen. Trotz weiterer Investitionen soll die EBIT-Marge von 2,3 auf 3,0 Prozent verbessert werden, was vor allem durch eine weitere Reduktion der Materialkostenquote erreicht werden soll.

Equity-Story

Innovativer Automobilzulieferer

InTiCa Systems hat sich innerhalb einer Dekade zu einem führenden Automobilzulieferer im Bereich der High-Tech-Induktivität entwickelt. Die Produktpalette und der Kundenkreis wurden stetig erweitert, so dass die Erzeugnisse heute bereits in über 400 Modellen zum Einsatz kommen. Innovationen werden oft zunächst im Premiumsegment verwendet und breiten sich dann sukzessive im Massenmarkt aus, was bei InTiCa Systems im Zeitablauf für steigende Bestellvolumina sorgt. Der stark wachsende Auftragsbestand, der sich Ende März auf 47,9 Mio. Euro belief und damit knapp ein Drittel über dem Vorjahreswert lag, belegt diese anziehende Dynamik.

E-Mobilität als Treiber

Ein wichtiger Treiber in der Auftragsakquise sind die Lösungen, die das Unternehmen für Elektro- und Hybridfahrzeuge anbietet. Mehrere Produkte werden bereits heute im Antriebsstrang, in der Leistungselektronik und im Batteriemanagement genutzt. Zudem liegt gerade in diesem attraktiven Bereich ein Schwerpunkt der F&E-Aktivitäten des Konzerns, weswegen die Angebotsbreite für die Elektromobilität weiter kontinuierlich ausgebaut wird. Damit hat sich InTiCa in einem der wachstumsstärksten Segmente der Automobilindustrie aussichtsreich positioniert. Die Zahl der globalen Neuzulassungen von Elektro- und Hybridfahrzeugen hat im letzten um mehr als ein Drittel auf 750 Tsd. zugelegt, Marktforscher gehen von einer anhaltend hohen Dynamik aus. Die deutschen Hersteller haben ihre F&E-Budgets infolgedessen erheblich aufgestockt, dank der Kompetenz als Lösungsanbieter dürften sich für InTiCa daraus interessante Projekte ergeben. Als weitere Wachstumsfelder sieht das InTiCa-Management das autonome Fahren sowie die Digitalisierung und Vernetzung von Fahrzeugen. Hier wird das Unternehmen beispielsweise von einem zusätzlichen Bedarf für EMV-Filteranwendungen profitieren. Erste Produkte werden bereits angeboten und weitere Neuentwicklungen sind in Arbeit.

Trendwende in der Industrieelektronik

Das Know-how aus dem Automobilzuliefergeschäft kommt in zunehmendem Maße auch dem kleineren Bereich Industrieelektronik zugute. Mit den neuen Produkten, die für dieses Segment entwickelt wurden und werden, wachsen die beiden Geschäftsfelder zunehmend zusammen, was hohe Synergiepotenziale bietet. So kommen beispielsweise die von InTiCa für das Automobilgeschäft entwickelten Filterlösungen, die einen störungsfreien Betrieb sicherstellen, nun auch in stationären Batterie- und Ladestationen zum Einsatz. Mit der Einführung innovativer Produkte wird die Trendwende im Bereich Industrieelektronik unterstützt. Im letzten Jahr konnte der Umsatz in der Sparte zum ersten Mal seit 2011 wieder gesteigert werden, im ersten Quartal der aktuellen Periode wurde sogar mit einem leicht positiven EBIT der Turnaround angedeutet.

Kontinuierliche Margenverbesserung

Im Kernbereich Automobiltechnologie dominieren lange Auftragszyklen, die eine relativ hohe Visibilität der künftigen Einnahmen bieten. Im Gegenzug benötigen die Anbieter allerdings eine höhere Flexibilität, um kurzfristige Schwankungen der Abrufzahlen abfedern zu können. Im Jahr 2015 hat InTiCa unter dem Stichwort „Lean Manufacturing“ eine umfangreiche Initiative zur Steigerung der Flexibilität und Effizienz in der Produktion angestoßen. Der Transformationsprozess hat seitdem gute Fortschritte erzielt, was sich bereits im letzten Jahr trotz hoher Aufwendungen für die Erweiterung der Produktion und Anlaufkosten für neue Erzeugnisse in einer sinkenden Materialaufwandsquote und letztlich auch in einer höheren EBIT-Marge niedergeschlagen hat. Das Unternehmen verfolgt nun einen kontinuierlichen Verbesserungsprozess, der zu einem sukzessiven Anstieg der Rendite führen soll.

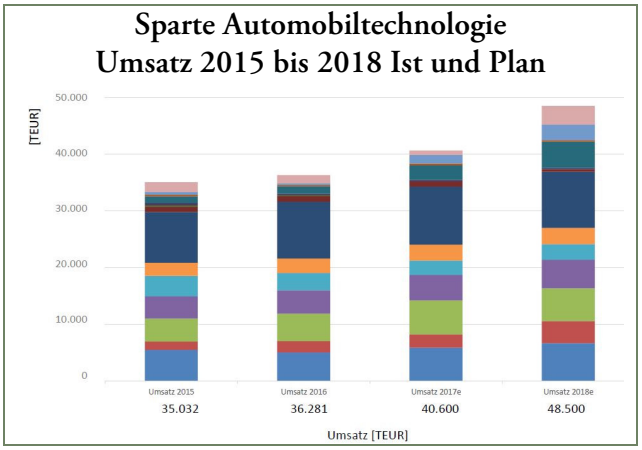
Mexiko als Standort etabliert

Die Margenverbesserung in 2016 ist umso bemerkenswerter, als das Unternehmen zugleich einen großen Expansionsschritt mit der Eröffnung eines neuen Werks in Mexiko vollzogen hat, das im letzten September die Produktion aufgenommen hat. Im ersten Schritt produziert InTiCa in Übersee Erzeugnisse aus dem bestehenden Sortiment für Bestandskunden, was das Risiko erheblich reduziert. Die Auftragsakquise ist in der Startphase erfreulich verlaufen, mittlerweile wird schon die zweite Produktionslinie eingerichtet. Im Falle weiterer Beauftragungen werden eigentlich erst für 2018 vorgesehene Investitionen in das laufende Jahr vorgezogen. InTiCa ist damit ein entscheidender Schritt zur internationalen Diversifikation der Produktion gelungen. Das Unternehmen bietet den Kunden nun nicht nur eine lokale Belieferung in Mexiko an, sondern verfügt auch über zwei unabhängige Werke auf verschiedenen Kontinenten. Für viele große Adressen ist das ein zentraler Punkt für die Auftragsvergabe, da so das Risiko in der Lieferkette deutlich reduziert wird.

DCF-Bewertung

Voraussetzungen geschaffen

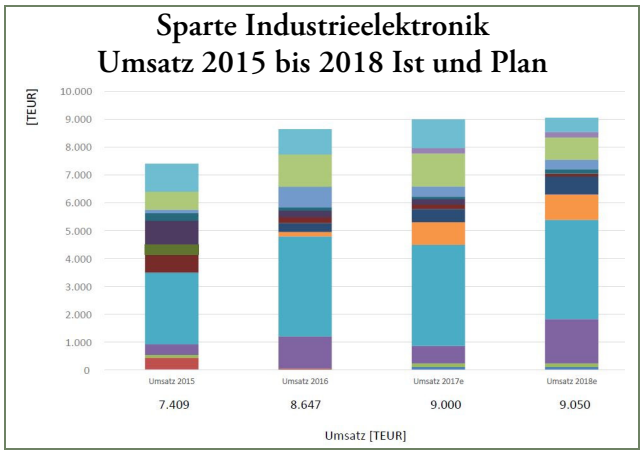
Mit hohen Investitionen in die Erweiterung und Flexibilisierung der Kapazitäten sowie den Aufbau eines neuen Werks in Mexiko hat InTiCa die Voraussetzungen geschaffen, um die attraktive Produktpalette in ein nachhaltig hohes Umsatzwachstum umzumünzen, das auch eine sukzessive Margenverbesserung ermöglichen sollte. In Wachstumssegmenten der Automobilindustrie, insbesondere im Bereich der Elektro- und Hybridfahrzeuge, ist das Unternehmen bereits heute stark positioniert und mit Erzeugnissen in der Serienfertigung vertreten. Dieses Geschäftsfeld leistet einen deutlich wachsenden Beitrag zum Auftragseingang. Mit einem Anstieg des Auftragsbestands um 32 Prozent zum Vorjahr auf 47,9 Mio. Euro per Ende März hat das Unternehmen zuletzt die Wachstumsambitionen untermauert.

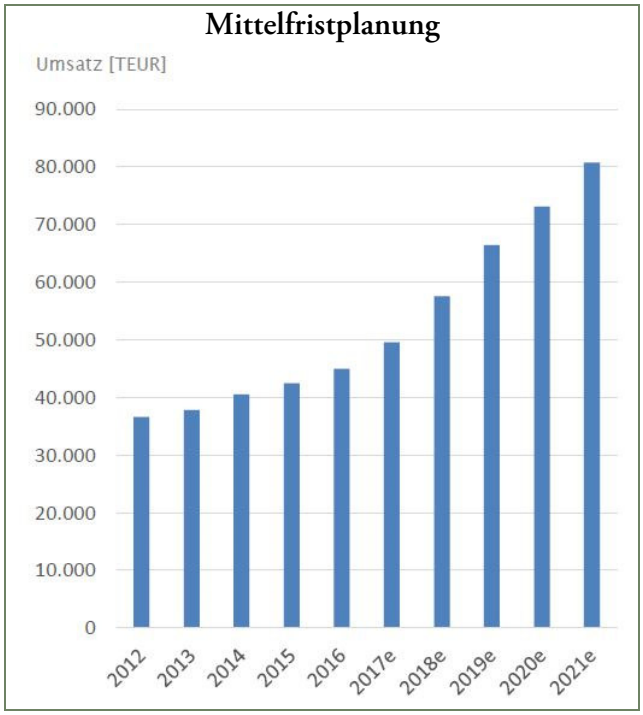


Quelle: Unternehmen

Hohes Potenzial aus dem Bestand

Im Rahmen der Bilanzpressekonferenz hat das Unternehmen einen Ausblick auf eine mögliche Erlösentwicklung der Sparte Automobiltechnologie bis 2018 auf Basis der bestehenden Kundenbeziehungen (das Volumen einzelner Kunden ist farblich abgegrenzt) gegeben. Demzufolge könnte der Umsatz vom Planwert in Höhe von 40,6 Mio. Euro in 2017 auf 48,5 Mio. Euro im nächsten Jahr steigen. Für die Sparte Industrieelektronik ist die Kalkulation etwas vorsichtiger. Im laufenden Jahr sollen zunächst 9 Mio. Euro erlöst werden, für die Folgeperiode ist nur sehr moderates Wachstum vorgesehen.





Quelle: Unternehmen

Wachstumsbeschleunigung

Insgesamt sieht sich das Unternehmen damit auf einem stabilen Expansionspfad. Angestrebt ist in der

Mittelfristplanung bis 2021 (siehe Grafik) ein Wachstum von ca. 10 Prozent p.a., was gegenüber den letzten Jahren in etwa einer Verdopplung der Dynamik entspräche. Im Rahmen des Lean-Manufacturing-Ansatzes soll zudem die Produktion stetig weiter optimiert werden, um die Margen sukzessive zu steigern.

Wachstumsprognose erhöht

Die Mittelfristplanung von InTiCa sieht für das Jahr 2021 einen Umsatz von mehr als 80 Mio. Euro vor. Wir hatten demgegenüber bislang mit einem deutlichen Abschlag gearbeitet und in diesem Zeitraum einen Anstieg auf 64,3 Mio. Euro prognostiziert. Den Abschlag sehen wir in diesem Ausmaß nun nicht mehr als gerechtfertigt an. Die starke Position des Unternehmens in den Wachstumsfeldern der Automobilindustrie lässt in Verbindung mit den ausgeweiteten Kapazitäten und dem neuen Standort in Mexiko ein deutlich überdurchschnittliches Wachstum erwarten. Der zuletzt kräftig gestiegene Auftragsbestand untermauert diese Prämisse. Zwar gibt es gewichtige Risikofaktoren, die den gesamten Sektor betreffen – dazu zählen insbesondere die abnehmende Dynamik des weltweiten Automobilabsatzes und mögliche protektionistische Maßnahmen der USA –, aber gerade auf mittlere Sicht scheint der bislang gewählte Discount zu hoch. Wir kalkulieren nun mit etwas höheren Wachstumsraten und einem Umsatz von rund 72 Mio. Euro in 2021.

Marge dürfte kontinuierlich zulegen

InTiCa hat in den letzten beiden Jahren große Investitionen getätigt. Der Aufbau eines Technologie- und Schulungszentrums am Stammsitz Passau, die Erweiterung und Modernisierung der Fertigung in Tschechien und die Inbetriebnahme eines neuen Werks in Mexiko haben das Unternehmen zunächst einmal belastet. Zusätzliche Kosten hat der Anlauf neuer Produkte insbesondere für Elektro- und Hybridfahrzeuge verursacht. In den kommenden Jahren dürfte das Unternehmen die Früchte dieser Vorarbeiten aber in Form sukzessive steigender Margen ernten. Wir gehen weiterhin davon aus, dass InTiCa – auch dank der Fokussierung auf Lean Manufacturing – mittelfristig operative Renditen erwirtschaften wird, wie sie für innovative Automobilzulieferer üblich sind, nämlich im Bereich von 6,5 bis 7,5 Prozent. Im Vergleich zu unserer bisherigen Schätzung mit einer Zielmarge am Ende des Detailprognosezeitraums von 6,7 Prozent sind wir nun etwas optimistischer (7,1 Prozent), was größere Skaleneffekte aufgrund

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	48,7	52,3	57,6	64,1	72,2	79,1	84,5	89,0
Umsatzwachstum		7,5%	10,0%	11,3%	12,7%	9,4%	6,9%	5,3%
EBIT-Marge	3,0%	3,9%	4,9%	6,1%	6,7%	7,2%	7,2%	7,1%
EBIT	**1,5**	**2,0**	**2,8**	**3,9**	**4,9**	**5,7**	**6,1**	**6,3**
Steuersatz	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,5	0,6	0,8	1,2	1,5	1,7	1,8	1,9
NOPAT	**1,0**	**1,4**	**2,0**	**2,8**	**3,4**	**4,0**	**4,3**	**4,4**
+ Abschreibungen & Amortisation	4,4	4,4	4,3	4,4	4,4	4,6	4,8	5,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Operativer Brutto Cashflow	5,8	6,3	6,9	7,8	8,6	9,3	9,8	10,2
- Zunahme Net Working Capital	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
- Investitionen AV	-4,6	-4,2	-4,4	-4,7	-5,1	-5,5	-5,9	-6,2
Free Cashflow	**0,9**	**1,6**	**1,8**	**2,4**	**3,0**	**3,3**	**3,4**	**3,4**

SMC-Schätzmodell

des unterstellten höheren Wachstums impliziert. Zur Berechnung des Terminal Value kalkulieren wir weiterhin mit einem 25-prozentigen Abschlag auf die EBIT-Marge. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierenden Daten des Detailprognosezeitraums von 2017 bis 2024, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Diskontierungszins 6,2 Prozent

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristigen Mittelwert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,3 und einem Ziel-FK-Anteil von 55 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,2 Prozent.

Kursziel: 8,60 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,2 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 36,8 Mio. Euro. Das entspricht 8,58 Euro je Aktie, woraus wir ein neues Kursziel von 8,60 Euro ableiten. Die Erhöhung in Relation zu unserem bisherigen Kursziel (6,20 Euro) resultiert aus unseren optimistischeren Wachstums- und Margenannahmen. Auf dieser Basis sehen wir aktuell ein weiteres Kurspotenzial von 32 Prozent.

Leicht unterdurchschnittliches Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. InTiCa Systems hat in den letzten Jahren große Fortschritte gemacht, das dominante Automobilzuliefergeschäft bietet eine gute Planungssicherheit. Schwankungen in den Abrufzahlen dürfte das Unternehmen mit einer flexibilisierten Fertigung zunehmend besser abfedern. Wir stufen das Prognoserisiko mit 3 Punkten nun als leicht unterdurchschnittlich ein.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,2 und 7,2 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 4,47 und 14,81 Euro, was die hohe Bedeutung des Terminal Value für den fairen Wert und damit die starke Zinssensitivität widerspiegelt.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
5,2%	14,81	12,59	10,89	9,56	8,48
5,7%	12,03	10,40	9,11	8,07	7,21
6,2%	9,92	8,67	**8,58**	6,84	6,14
6,7%	8,25	7,28	6,48	5,81	5,24
7,2%	6,91	6,14	5,49	4,94	4,47

Fazit

InTiCa Systems macht große Fortschritte. Im letzten Jahr konnte bereits bei einem Umsatzanstieg um 5,9 Prozent auf 44,9 Mio. Euro die EBIT-Marge auf 2,3 Prozent verbessert werden. In den ersten drei Monaten der laufenden Periode wurde die operative Rendite weiter auf 2,9 Prozent gesteigert und die Wachstumsdynamik auf 8,5 Prozent beschleunigt. Diese Trends sollen sich weiter fortsetzen. Mit umfangreichen Investitionen in die Modernisierung und Erweiterung der Fertigung in Tschechien sowie in den Aufbau eines neuen Werks in Mexiko wurden dafür die Voraussetzungen geschaffen. Der Anstieg des Auftragsbestands um fast ein Drittel im Vergleich zum Vorjahr auf 47,9 Mio. Euro per Ende März untermauert die Wachstumsambitionen des Unternehmens.

Im Vergleich mit den mittelfristigen Zielsetzungen des Managements, die für 2021 einen Umsatz von mehr als 80 Mio. Euro vorsehen, hatten wir bislang mit einem relativ großen Abschlag gerechnet, den wir nach den jüngsten Fortschritten und vor dem Hintergrund sehr aussichtsreicher Wachstumsperspektiven im Bereich der Elektromobilität nun nicht mehr als angemessen erachten. In unsere Kalkulation unterstellen wir nun in fünf Jahren Erlöse in Höhe von etwa 72 Mio. Euro und eine mit 6,7 Prozent deutlich verbesserte Marge.

Aus unserem DCF-Modell resultiert nach der Überarbeitung der Schätzungen ein neuer fairer Wert von 8,60 Euro je Aktie. Obwohl an der Börse zuletzt die lange Zeit von uns konstatierte Unterbewertung zu einem substanziellen Teil abgebaut wurde, sehen wir damit weiteres Potenzial von rund 32 Prozent und bestätigen unser Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	25,0	25,1	24,9	25,0	25,3	25,9	26,9	28,0	29,2
1. Immat. VG	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
2. Sachanlagen	19,3	19,2	19,0	19,1	19,5	20,1	21,0	22,1	23,3
II. UV Summe	16,5	17,3	19,1	21,1	23,4	25,6	27,7	29,7	31,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	16,7	17,6	18,7	20,3	22,3	24,5	26,9	29,3	31,7
II. Rückstellungen	1,1	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	11,4	11,4	11,4	11,3	11,3	11,2	11,1	10,9	10,8
2. Kurzfristiges FK	12,2	12,8	13,4	14,1	14,8	15,6	16,4	17,3	18,3
BILANZSUMME	**41,5**	**42,4**	**44,0**	**46,1**	**48,6**	**51,5**	**54,5**	**57,6**	**60,9**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	44,9	48,7	52,3	57,6	64,1	72,2	79,1	84,5	89,0
Gesamtleistung	46,4	50,1	53,8	59,1	65,6	73,7	80,6	86,0	90,5
Rohertrag	21,4	23,3	25,3	27,9	31,0	34,7	37,9	40,4	42,5
EBITDA	5,4	5,9	6,4	7,1	8,3	9,3	10,3	10,9	11,4
EBIT	1,0	1,5	2,0	2,8	3,9	4,9	5,7	6,1	6,3
EBT	0,6	1,0	1,6	2,3	3,3	4,2	5,0	5,4	5,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,3	0,7	1,1	1,6	2,3	2,9	3,5	3,8	4,0
JÜ	0,3	0,7	1,1	1,6	2,3	2,9	3,5	3,8	4,0
EPS	0,11	0,15	0,26	0,37	0,54	0,68	0,82	0,89	0,93

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	4,1	4,7	5,0	5,3	6,0	6,9	7,6	8,1	8,5
CF aus Investition	-4,5	-4,6	-4,2	-4,4	-4,7	-5,1	-5,5	-5,9	-6,2
CF Finanzierung	1,1	0,5	-0,1	-0,1	-0,4	-0,9	-1,4	-1,6	-1,8
Liquidität Jahresanfa.	0,2	0,4	0,5	1,2	2,0	2,8	3,7	4,5	5,0
Liquidität Jahresende	0,4	0,5	1,2	2,0	2,8	3,7	4,5	5,0	5,6

Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	5,9%	8,4%	7,5%	10,0%	11,3%	12,7%	9,4%	6,9%	5,3%
Rohertragsmarge	47,7%	47,9%	48,3%	48,4%	48,3%	48,1%	48,0%	47,9%	47,8%
EBITDA-Marge	12,0%	12,1%	12,3%	12,4%	12,9%	12,9%	13,0%	12,9%	12,8%
EBIT-Marge	2,3%	3,0%	3,9%	4,9%	6,1%	6,7%	7,2%	7,2%	7,1%
EBT-Marge	1,4%	2,1%	3,0%	3,9%	5,2%	5,8%	6,4%	6,5%	6,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,8%	1,3%	2,1%	2,7%	3,6%	4,1%	4,5%	4,5%	4,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt

2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt

3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt

4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert

5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 2), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm Holger Steffen

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
03.05.2017	Buy	6,20 Euro	2), 3), 4)
29.03.2017	Buy	6,00 Euro	2), 3)
01.12.2016	Buy	6,20 Euro	2), 3)
02.09.2016	Buy	6,30 Euro	2), 3), 4)
30.03.2016	Buy	5,80 Euro	2), 3)
02.09.2015	Buy	6,60 Euro	2), 3), 7)
07.07.2015	Buy	6,60 Euro	2), 3), 4), 7)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates, zwei Comments
Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere 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 Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommenen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.