

## InTiCa Systems AG

### Stärken und Chancen

- **Gewinnschwelle gesenkt:** Das Management hat die Effizienz der Produktionsprozesse deutlich gesteigert und konnte so die Gewinnschwelle absenken. Im ersten Quartal blieb das EBITDA trotz eines Umsatzrückgangs um 18 Prozent stabil bei rund 1,3 Mio. Euro.
- **Belebung absehbar:** Im Automobilssektor profitiert das Unternehmen abseits der Marktzyklen davon, dass seine Lösungen in immer mehr Modellen eingesetzt werden. In den beiden anderen Geschäftsfeldern soll die Einführung neuer Produkte im zweiten Halbjahr für eine Belebung sorgen. Insgesamt erwartet der Vorstand einen Umsatz von 40 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 3 Prozent.
- **Unterbewertet:** InTiCa wird derzeit nur noch mit einem KUV von 0,33 bewertet. Die positiven mittelfristigen Ertragsperspektiven sind hier nach unserer Einschätzung unzureichend berücksichtigt.

### Schwächen und Risiken

- **Innovationszwang:** InTiCa muss stetig in Innovationen investieren, um den technologischen Vorsprung vor günstigeren Wettbewerbern zu halten.
- **Zwei Sparten unter Druck:** In den Segmenten Telekommunikationstechnik und Industrietechnologie sind die Umsätze aktuell rückläufig.

Geschäftsjahr	2010	2011	2012e	2013e		
Umsatz (Mio. Euro)	31,2	41,5	39,4	45,3	CAGR Umsatz 10-13 (e)	13,2%
Umsatzwachstum	14,3%	32,8%	-5,0%	15,0%	CAGR EBIT 10-13 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-1,4	1,2	1,0	1,6	CAGR EpS 10-13 (e)	-
EBIT-Marge	-4,3%	3,0%	2,5%	3,4%		
EpS	-0,53	0,20	0,09	0,20	Enterprise Value (Mio. Euro)	23,4
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	19,5
KUV	0,41	0,31	0,33	0,28	EV / Umsatz 12 (e)	0,6
KGV	-	15,0	33,3	14,9	EV / EBIT 12 (e)	23,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	0,7

## Kaufen (unverändert)

**Kursziel** **7,02 Euro**  
**Aktueller Kurs** **2,99 Euro (Xetra)**



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	3,15	3,34	5,50
Tief (Euro)	2,739	2,55	2,55
Performance	-4,92%	-6,41%	-41,27%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	27.033	16.364	17.079

### 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	12,8 Mio. Euro
Free Float	< 54 %
Rechnungslegung	IFRS

## Unternehmensprofil

### *Technologieunternehmen mit drei Standbeinen*

Als führender deutscher Hersteller von DSL-Splittern hat das im Jahr 2000 gegründete und seit 2004 börsennotierte Passauer Unternehmen InTiCa Systems Mitte des letzten Jahrzehnts enorm vom hiesigen Breitband-Boom profitiert. Die herausragende Position im Kerngeschäft mit einem hohen zweistelligen Marktanteil wurde genutzt, um mit der Automobiltechnologie und der Industrieelektronik zwei weitere wachstumsstarke Sparten aufzubauen. Heute beschäftigt das Unternehmen in den drei Geschäftsbereichen insgesamt rund 410 Mitarbeiter 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 Wasag) 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.

### *Kommunikationstechnik verliert an Bedeutung*

Die Kernkompetenz liegt in den Bereichen Mechatronik, also der Kombination von mechanischen, elektronischen und informationstechnischen Elementen, 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. Die Induktionstechnik stellt die zentrale technologische Grundlage für das in früheren Jahren wichtigste Produkt der Firma dar, den DSL-Splitter. Als Zulieferer der Deutschen Telekom konnte sich InTiCa als führender Anbieter in Deutschland etablieren und von dem rasanten Wachstum der Zahl der DSL-Anschlüsse stark profitieren: Zwischen 2003 und 2006 wurde der Umsatz in diesem Geschäftsfeld auf 33,6 Mio. Euro mehr als verfünffacht. Doch der zunehmende Wettbewerb aus Asien und die Konkurrenz anderer Übertragungstechnologien wie etwa des digitalisierten Fernsehkabels bedingten in den letzten Jahren einen stetigen Umsatz- und Margenverfall. In der Finanzperiode 2011 wurden mit der Kommunikationstechnik noch 10,3 Mio. Euro umgesetzt – nur noch ein Viertel der Konzernerlöse.

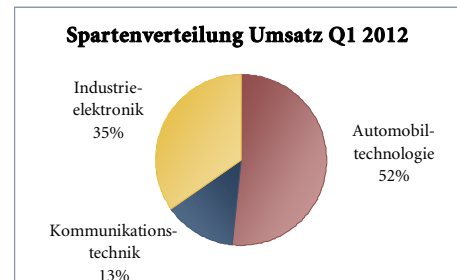
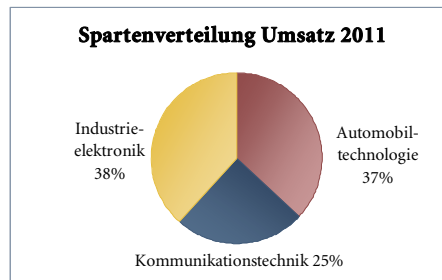
### *Erfolgreich als Automobilzulieferer etabliert*

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 zunächst die Automobilindustrie als neuer Zielmarkt erschlossen. Eine enorme Aufwertung hat dieses Standbein mit der Inbetriebnahme eines Werks im tschechischen Prachatice erfahren, dessen erhöhte Kapazitäten InTiCa in die Lage versetzte, auch die Serienfertigung in großen Stückzahlen anzugehen.

Im Anschluss präsentierte sich das Segment Automobiltechnologie sehr wachstumsstark, der Umsatz konnte seit 2006 um durchschnittlich 33 Prozent p.a. auf aktuell 15,4 Mio. Euro ausgeweitet werden. Hierbei zahlten sich auch die kontinuierlichen 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 Möglichkeit, mit ihren Steuerungskomponenten den Energieverbrauch und die CO<sub>2</sub>-Emissionen von Fahrzeugen deutlich reduzieren zu können.

**Industrieelektronik wichtigster Umsatzträger in 2011**

Noch stärker gewachsen ist der erst 2007 neu geschaffene Geschäftsbereich Industrieelektronik, der im letzten Jahr mit Erlösen in Höhe 15,9 Mio. Euro die Position als wichtigstes Standbein knapp vor der Automobiltechnologie behaupten konnte. Mit Produkten wie mechatronischen Baugruppen, Filter- und Entstörkomponenten oder Speicherdrosseln adressiert diese Sparte bislang vorwiegend die Photovoltaikindustrie. Da die InTiCa-Lösungen im Konkurrenzvergleich mit einem hohen Wirkungsgrad und einer Reduzierung des benötigten Bauraums punkten, konnten die Bayern ihren Marktanteil in den letzten zwei Jahren deutlich steigern. Zur Diversifikation der Absatzbasis hat das Unternehmen zuletzt zahlreiche neue Produkte entwickelt, die nun sukzessive am Markt eingeführt werden. 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 2011 und Q1 2012; Quelle: Unternehmen

**Automobiltechnologie mit weiterem Bedeutungszuwachs**

Erste Effekte aus dem Absatzstart der neuen Produkte dürften sich ab dem zweiten Halbjahr in den Zahlen des Konzerns zeigen. Aktuell hingegen dominiert die Sparte Automobiltechnologie das Geschäft von InTiCa, im ersten Quartal 2012 wurde mehr als die Hälfte der Erlöse mit Produkten aus diesem Bereich erwirtschaftet.

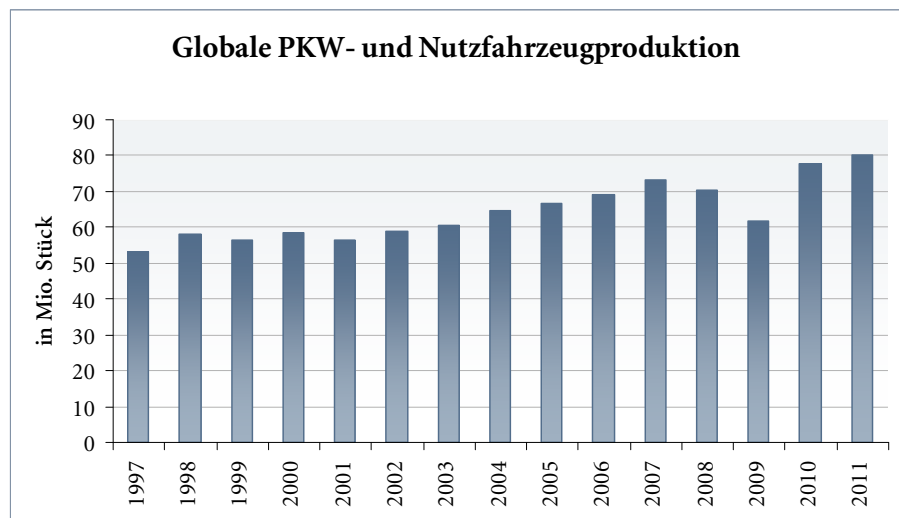
## Markt und Strategie

### *Komfort- und Sicherheitsansprüche wachsen*

Das hohe Wachstum der Sparte Automobiltechnologie ist darauf zurückzuführen, dass InTiCa-Produkte – wie etwa die funkgesteuerten Türöffner – in immer mehr Fahrzeugen zum Einsatz kommen. Vor vier Jahren wurden sie noch in 80 Modellen verwendet, heute sind es bereits doppelt so viele. Das Unternehmen profitiert hier von dem Trend, dass Module für Komfort und Sicherheit, die sich im Premiumsegment zunächst etablieren, sukzessive auch in Mittelklasse- und Kleinwagen eingesetzt werden.

### *Branche im Boom*

Neben dieser Entwicklung, die den Absatz von InTiCa auch abseits der Marktzyklus stimuliert, hat sich die Automobilindustrie insgesamt von ihrem Einbruch im Jahr 2009 gut erholt. So erhöhte sich die weltweite Fahrzeugproduktion allein im Jahr 2010 um ein Viertel, 2011 folgte ein weiterer Zuwachs um 3,5 Prozent auf 80,3 Mio. Einheiten. Besonders dynamisch entwickelte sich der Output in den USA (+11,7 Prozent) und in Deutschland (+6,9 Prozent), während in Asien etwas weniger Fahrzeuge produziert wurden (-0,8 Prozent) (Quelle: VDA).



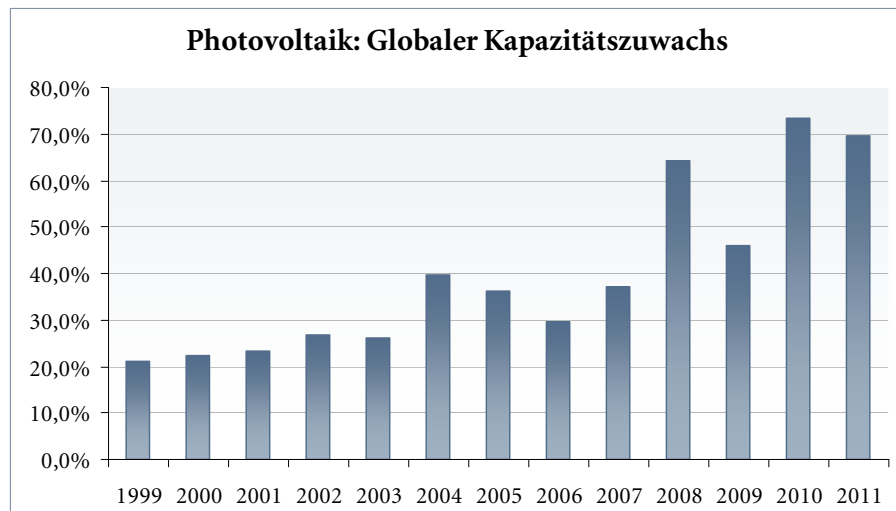
Quelle: VDA

### *Robuster Absatz im ersten Quartal*

Trotz der konjunkturellen Unsicherheiten setzt sich der Boom der Automobilindustrie im laufenden Jahr bislang fort, der Absatz zeigt in Summe noch keine ausgeprägten Schwächesignale. Zwar leiden insbesondere die PKW-Verkäufe in Westeuropa unter den Auswirkungen der Schuldenkrise und gingen im ersten Quartal um 8 Prozent auf 3,23 Mio. zurück, dies wird aber durch eine positive Entwicklung in anderen Märkten kompensiert. So erhöhte sich der Umsatz zuletzt in den USA, Russland und Indien zweistellig, in Japan konnte das Verkaufsvolumen wegen staatlicher Anreizprogramme und des bestehenden Nachholbedarfs sogar um mehr als die Hälfte gesteigert werden (Quelle: VDA).

**Überkapazitäten plagen die Photovoltaikindustrie**

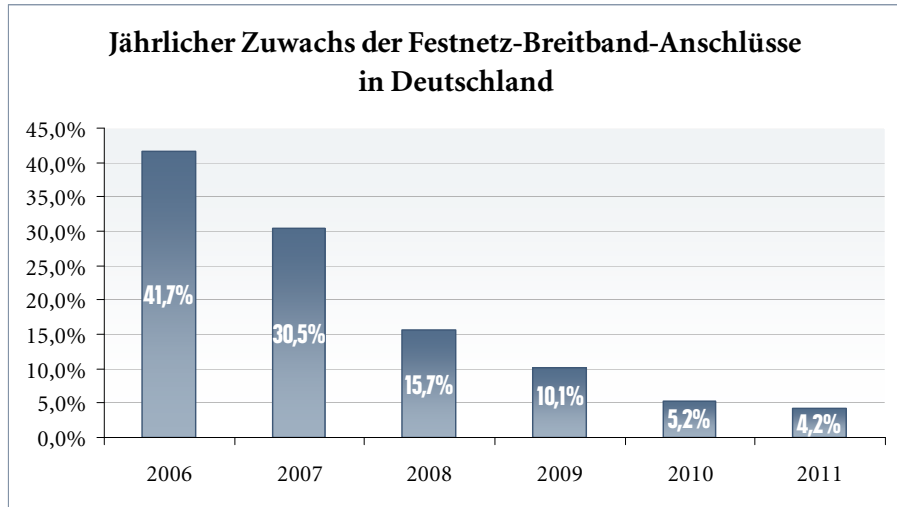
Wesentlich schwieriger gestaltet sich die Lage in dem zweiten wichtigen Absatzmarkt von InTiCa, der Photovoltaikindustrie. Zwar hat sich das Wachstum der Branche im letzten Jahr auf einem extrem hohen Niveau fortgesetzt, die installierte Erzeugungskapazität legte weltweit um 67 Prozent auf 67,4 MWp zu. Die Produktionskapazitäten haben mit dieser rasanten Entwicklung aber nicht nur Schritt gehalten, sondern wurden sogar überproportional ausgebaut, vor allem in Asien. Die Folgen sind nun eine intensive Konkurrenz und ein starker Preisverfall. Dieser trifft insbesondere die deutschen Hersteller, die mit vergleichsweise hohen Produktionskosten kämpfen und die den Druck entsprechend an ihre Zulieferer wie InTiCa Systems weitergeben. Wegen der Kürzung der Solarsubventionen in Westeuropa, auf das 2011 noch drei Viertel der weltweiten Photovoltaikinstallationen entfiel, dürfte sich die Situation im laufenden Jahr weiter verschärfen.



Quelle: EPIA

**Wachstum bei Breitbandanschlüssen nimmt weiter ab**

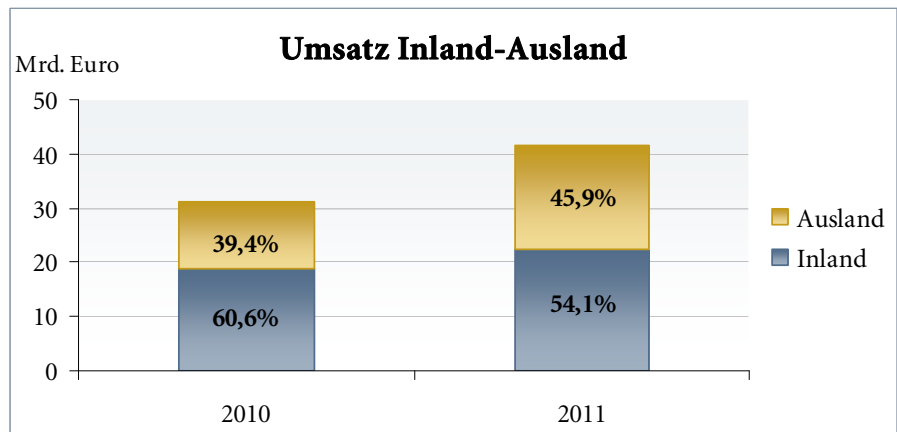
Auch der Telekommunikationsmarkt in Deutschland bleibt schwierig. Der Gesamtumsatz der Branche ist nun bereits seit fünf Jahren rückläufig und summierte sich 2011 auf 60,3 Mrd. Euro (-0,8 Prozent). Ein Grund dafür ist der abebbende Boom bei Festnetz-Breitband-Anschlüssen. Im Jahr 2011 reduzierte sich das Wachstum in diesem Bereich auf 4,2 Prozent, nach 5,2 Prozent im Vorjahr. Die Deutsche Telekom büßt dabei weiter Marktanteile ein und vereint auf sich noch etwas mehr als 50 Prozent des Gesamtvolumens. Auf dem Vormarsch sind hingegen die Kabelanbieter, die ihren Anteil von 11,7 auf 13,1 Prozent steigern konnten (Quelle: VATM, Dialog Consult). Dieser Trend dürfte sich auch im laufenden Jahr fortsetzen. Generell nimmt die Wettbewerbsintensität unter den verschiedenen Zugangsmöglichkeiten zum Internet – DSL-Festnetz, Fernsehkabel oder auch mobil – zu, weswegen auch der Druck im Hardwaremarkt (Splitter) anhaltend hoch bleiben dürfte.



Quelle: VATM, Dialog Consult

**Innovation...**

Den schwierigen Marktbedingungen im Photovoltaik- und Telekommunikationssektor begegnet InTiCa einerseits mit einer kontinuierlichen Entwicklung von Produktinnovationen, die zum Teil völlig neue Absatzmärkte erschließen. Ab dem zweiten Halbjahr 2012 werden nicht nur die oben bereits skizzierten Neuentwicklungen in der Sparte Industrieelektronik den Umsatz stimulieren, auch im Bereich Telekommunikationstechnik soll dann die Trendwende zu sehen sein. Als Hoffnungsträger baut InTiCa hier auf neue Produkte für koaxiale Breitbandnetze (Breitbandweiche, Verbindungssysteme) sowie für Glasfasernetze (Anschluss-Box), mit denen nun Lösungen für alle wichtigen Festnetz-Varianten angeboten werden.



Quelle: Unternehmen

**...und Internationalisierung**

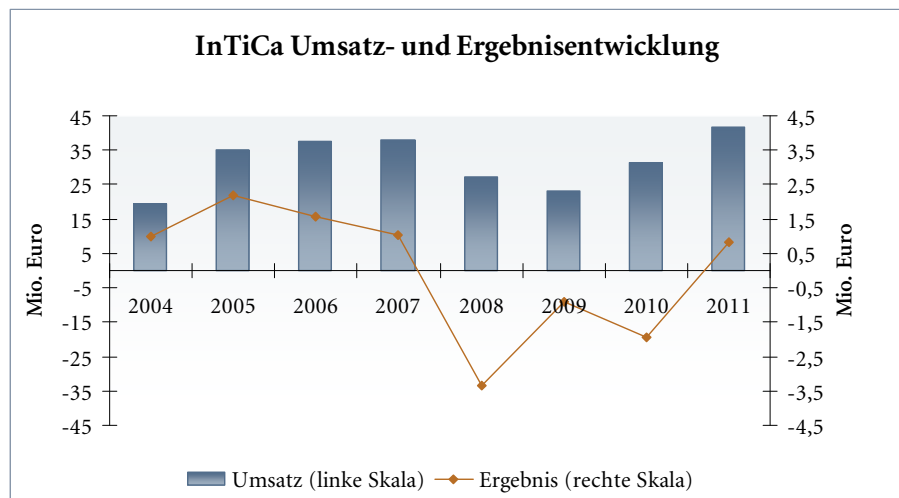
Andererseits bemüht sich InTiCa auch um eine stärkere Internationalisierung der Aktivitäten und konnte bereits amerikanische und asiatische Systemlieferanten der Automobilindustrie als Kunden präsentieren. Auf beiden Kontinenten

wird aktuell die Partnersuche weiter vorangetrieben, insbesondere, um an dem hohen Wachstum in Asien noch stärker zu partizipieren. Bereits jetzt haben sich die Auslandsumsätze des Konzerns deutlich erhöht, ihr Anteil am Gesamtumsatz ist 2011 von 39,4 auf 45,9 Prozent gestiegen.

## Geschäftsentwicklung

### *Diversifikation ermöglicht Turnaround*

Die abnehmende Dynamik im Festnetz-Breitband-Markt und die zunehmende Konkurrenz durch asiatische Hersteller haben die Geschäftsentwicklung von InTiCa in der zweiten Hälfte des letzten Jahrzehnts stark belastet, da der Verkauf von Splittern damals noch das mit Abstand wichtigste Standbein darstellte. Mit dem neuen Vorstand wurde dann ab 2008 der eingeschlagene Weg der Diversifikation nochmals forciert, gleichzeitig wurden aber auch die Kostenstrukturen geprüft und rationalisiert. Die Erfolge der Bemühungen zeigten sich im Anschluss in einem wieder steigenden Umsatz und einer deutlichen Verbesserung der Ertragssituation.



Quelle: Unternehmen

### *Umsatzwachstum durch neue Kunden*

Im letzten Jahr konnte schließlich mit 41,5 Mio. Euro (+32,8 Prozent) der höchste Umsatz der Firmengeschichte erwirtschaftet werden. Verantwortlich dafür war zum einen die erfolgreiche Neukundenakquise in der Sparte Industrielektronik, die für ein Wachstum der Segmenterlöse um 73,3 Prozent auf 15,9 Mio. Euro sorgte. Ähnlich gut entwickelte sich dank der wachsenden Marktdurchdringung der InTiCa-Produkte auch der Bereich Automobiltechnologie (+54,2 Prozent auf 15,4 Mio. Euro). Lediglich in dem mittlerweile kleinsten Segment Kommunikationstechnik musste erneut ein Umsatzrückgang um 15,4 Prozent auf 10,3 Mio. Euro hingenommen werden.

### EBIT-Marge von 3 Prozent

Die Restrukturierung des ehemaligen Kerngeschäfts ermöglichte aber trotzdem eine deutliche Verbesserung der Profitabilität, das Sparten-EBIT erhöhte sich von -1,7 Mio. Euro auf einen minimalen Überschuss. Die wichtigste Ertragssäule war allerdings die Automobiltechnologie (EBIT 1,06 Mio. Euro nach -0,05 Mio. Euro), während der operative Gewinn im Bereich Industrieelektronik (EBIT 0,17 Mio. Euro, Vorjahr 0,41 Mio. Euro) unter den zunehmend schwierigen Geschäftsbedingungen im Photovoltaikmarkt zu leiden hatte. Trotzdem ist eine konzernweit deutliche Verbesserung der Kostenstruktur unübersehbar. Die Optimierung der Lieferkette – hier hatte es 2010 noch Engpässe gegeben – führte zu einer um 5 Prozentpunkte auf 66 Prozent reduzierten Materialaufwandsquote, der Rohertrag erhöhte sich von 31 auf 36 Prozent der Erlöse. Das EBITDA stieg infolgedessen um 111,5 Prozent auf 6,16 Mio. Euro – ein neuer historischer Höchststand. Dies ermöglichte eine Verbesserung des Konzern-EBIT um 2,6 Mio. Euro auf 1,2 Mio. Euro, korrespondierend mit einer operativen Marge von 3 Prozent. Unter dem Strich konnte damit ein Gewinn von 0,83 Mio. Euro ausgewiesen werden, nach -2,17 Mio. Euro im Vorjahr.

	Q4 2010	Q4 2011	Änderung	2010	2011	Änderung
Umsatz	9,3	8,5	-9,0%	31,2	41,5	+32,8%
<i>Kommunik.</i>	2,7	1,7	-37,4%	12,1	10,3	-15,4%
<i>Automobil.</i>	3,6	4,1	+15,4%	10,0	15,4	+54,2%
<i>Industrie.</i>	3,1	2,7	-12,8%	9,2	15,9	+73,3%
EBITDA	0,3	1,4	+449,6%	2,9	6,2	+111,5%
EBIT	-0,9	0,0	-	-1,4	1,2	-
Überschuss	-1,4	0,1	-	-2,2	0,8	-

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

### Umsatzrückgang im ersten Quartal

Isoliert betrachtet war aber der Umsatz wegen der Einbußen im Bereich Industrieelektronik bereits im Schlussquartal 2011 rückläufig, und dieser Trend hat sich in den ersten drei Monaten der laufenden Periode zunächst fortgesetzt. Während sich die Erlöse mit der Kommunikationstechnik wegen der zurückhaltenden Investitionspolitik der führenden Anbieter nur noch auf 1,2 Mio. Euro summierten (-35 Prozent), musste nun auch das Segment Industrieelektronik (-45 Prozent auf 3,1 Mio. Euro) einen deutlich Einbruch verkraften. Insbesondere die Verkäufe an die Photovoltaikproduzenten leiden unter der Branchenkrise in Deutschland. Teilweise kompensiert wurde dies durch die Sparte Automobiltechnologie, deren Umsatz um 43 Prozent auf 4,6 Mio. Euro zulegte. Die Konzerneinnahmen von InTiCa betragen insgesamt 8,9 Mio. Euro, rund 18 Prozent weniger als vor einem Jahr.

### Gewinnschwelle gesenkt

Trotzdem belief sich das EBITDA nach vorläufigen Zahlen immer noch auf etwa 1,3 Mio. Euro und verharrte damit auf dem Vorjahresniveau – ein beachtlicher Erfolg der durchgeführten Rationalisierungsmaßnahmen. Auch unter dem

Strich wird das Unternehmen voraussichtlich ein spürbar positives Vorsteuerergebnis präsentieren können.

## 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 leicht 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.

### *Automobiltechnologie als wichtigstes Standbein*

Aufgrund der aktuell sehr erfreulichen Entwicklung in der Sparte Automobiltechnologie geht das Management davon aus, dass hier im laufenden Jahr 20,3 Mio. Euro und damit fast ein Drittel mehr als im Vorjahr erwirtschaftet werden können. Demgegenüber dürften die Erlöse in den Bereichen Industrieelektronik (-13,2 Prozent auf 13,8 Mio. Euro) und Kommunikationstechnik (-33,2 Prozent auf 6,85 Mio. Euro) rückläufig sein, da die Ausfälle bei den Stammprodukten durch die Neueinführungen auf Jahressicht noch nicht kompensiert werden können. In Summe wird der Konzernumsatz daher in 2012 mit 40 Mio. Euro plangemäß leicht unter dem Vorjahreswert liegen. Die EBIT-Marge soll trotzdem bei 3 Prozent konstant gehalten werden. Für die Folgeperiode sieht das Management bei stabilen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen aber gute Chancen für eine Rückkehr auf den Wachstumspfad.

### *Anpassung der Schätzungen*

Dem können wir uns anschließen, die Mischung aus einem prosperierenden Automobilgeschäft und zahlreichen Neueinführungen in den Sparten Industrie-

elektronik und Kommunikationstechnik dürfte das Wachstum stimulieren. Für 2012 kalkulieren wir trotzdem aber noch etwas vorsichtiger als das Management. Während wir in der Sparte Automobiltechnologie mit 20,5 Mio. Euro ein Übertreffen der Zielmarke für möglich halten, gehen wir in den beiden anderen Bereichen von einem noch stärkeren Umsatzrückgang aus (Industrieelektronik auf 12,4 Mio. Euro, Kommunikationstechnik 6,5 Mio. Euro). Die EBIT-Marge dürfte in diesem Fall auf 2,5 Prozent sinken, die Nettorendite taxieren wir auf 1 Prozent. In 2013 erwarten wir unter der Voraussetzung, dass die Wirtschaft der Euro-Zone nicht in einer längeren Depression versinkt, ein spürbares Erlöswachstum um 15 Prozent und fast eine Verdoppelung der Umsatzrendite auf 1,9 Prozent. Dieser positive Trend sollte sich im Anschluss fortsetzen, bis 2017 schließlich die Zielmarge von 4 Prozent erreicht wird. Die folgende Tabelle zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen in den nächsten acht Jahren.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>39,4</b>	<b>45,3</b>	<b>50,8</b>	<b>55,8</b>	<b>61,4</b>	<b>67,6</b>	<b>71,0</b>	<b>74,5</b>
Erlöswachstum		15,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	1,0%	1,9%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>0,39</b>	<b>0,86</b>	<b>1,27</b>	<b>1,68</b>	<b>2,15</b>	<b>2,70</b>	<b>2,84</b>	<b>2,98</b>
Gewinnwachstum		123%	47,6%	32,0%	28,3%	25,7%	5,0%	5,0%

### Fairer Wert jetzt 7,02 Euro je Aktie

Im Anschluss kalkulieren wir mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent. Daraus resultiert ein fairer Unternehmenswert von 30 Mio. Euro oder 7,02 Euro je Aktie. Trotz einer leichten Reduktion gegenüber unserer letzten Einschätzung (7,55 Euro am 28.11.2011) bleibt InTiCa deutlich unterbewertet.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,4%	7,42 EUR	7,82 EUR	8,28 EUR	8,82 EUR	9,46 EUR
	8,9%	6,88 EUR	7,21 EUR	7,60 EUR	8,05 EUR	8,57 EUR
	9,4%	6,40 EUR	6,69 EUR	7,02 EUR	7,39 EUR	7,82 EUR
	9,9%	5,98 EUR	6,23 EUR	6,51 EUR	6,82 EUR	7,19 EUR
	10,4%	5,60 EUR	5,82 EUR	6,06 EUR	6,33 EUR	6,64 EUR

### Sensitivitätsanalyse

Dieses Ergebnis wird auch durch die Sensitivitätsanalyse gestützt. Selbst unter der Annahme restriktiverer Parameter (Diskontierungszins 10,4 Prozent, ewiges Ertragswachstum 1,0 Prozent) beträgt das Kurspotenzial 87 Prozent.

## Fazit

### *Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“*

InTiCa Systems hat mit dem Auf- und Ausbau der Sparten Automobiltechnologie und Industrieelektronik die geschäftliche Basis in den letzten Jahren stark diversifiziert und so den Turnaround geschafft. Aktuell leidet das Unternehmen zwar unter der schwierigen Lage der Photovoltaikindustrie, einer wichtigen Kundengruppe, aber die Einführung von zahlreichen neuen Lösungen für andere Branchen soll im zweiten Halbjahr 2012 die Wende einleiten. Wir sind angesichts der bereits erarbeiteten starken Position als Automobilzulieferer und der hohen Innovationskraft von den mittel- und langfristigen Wachstumsaussichten des Konzerns überzeugt und sehen den fairen Wert der Aktie mit 7,02 Euro deutlich über dem aktuellen Kurs. Unser Urteil bleibt deswegen „Kaufen“.

## 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. Es 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 Studiererstellung 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) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 7) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).
- 8) Sonstige potenzielle Interessenkonflikte: -

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

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 Dr. Adam Jakubowski (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 zwei Updates. 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>
<b>28.11.2011</b>	<b>3,94 Euro</b>	<b>Kaufen</b>
<b>26.08.2011</b>	<b>4,09 Euro</b>	<b>Kaufen</b>
<b>20.05.2011</b>	<b>5,00 Euro</b>	<b>Kaufen</b>

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](http://www.performaxx.de/unternehmen_haftungsausschluss.php)

## 2. 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.**

## 3. 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](http://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](mailto:kontakt@performaxx.de)