12. September 2019
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2018 WINNER
THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2017 WINNER

InTiCa Systems AG

Kräftiger Auftragsschub bestätigt aussichtsreiche Positionierung

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 5,30 Euro | **Kursziel:** 10,20 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis 2

Snapshot 3

Executive Summary 4

SWOT-Analyse 5

Profil 6

Markt und Strategie 10

Zahlen 13

Equity-Story 16

DCF-Bewertung 18

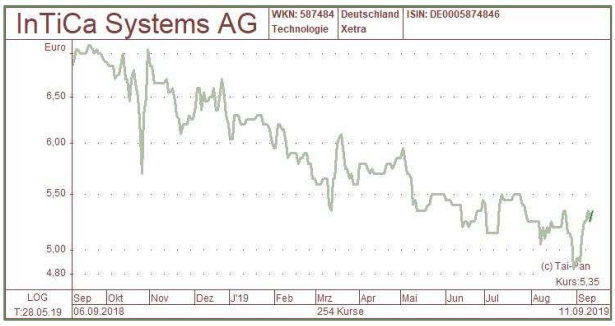
Fazit 21

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose 22

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen 23

Impressum & Disclaimer 24

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Passau
Branche:	Automobiltechnologie / Industrieelektronik
Mitarbeiter:	711
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005874846
Ticker:	IS7:GR
Kurs:	5,30 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	4,29 Mio. Stück
Market Cap:	22,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	52,3 Mio. Euro
Free-Float:	<42 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	7,10 / 4,84 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	3,7 Tsd. Euro

Kurzportrait

InTiCa Systems hat sich erfolgreich als Automobilzulieferer mit einem Schwerpunkt im Bereich der High-Tech-Induktivität positioniert. Dieser Geschäftsbereich, dessen Produkte von mehr als 25 PKW-Herstellern eingesetzt werden, erwirtschaftet aktuell über drei Viertel des Konzernumsatzes. Für einen Schub sorgt derzeit der stark wachsende Markt der Elektromobilität. InTiCa produziert bereits verschiedene Produkte für Elektro- und Hybridfahrzeuge, beispielsweise Stator-Systeme für den Antriebsstrang, Planartransformatoren für das Batteriemanagement oder EMV-Filter, und stößt damit auf eine kräftig steigende Nachfrage. Das Geschäft mit EMV-Filtern war bislang dem kleineren Segment Industrieelektronik zuzurechnen, was verdeutlicht, dass InTiCa zwischen den beiden Sparten in zunehmendem Ausmaß Synergien realisieren kann. Das weitere Potenzial ist immens, da die E-Mobilität nur einen Teil der umfassenden Transformation im E-Solutions-Markt darstellt, aus der neue Absatzchancen etwa im Bereich der Lade- und Speichertechnik resultieren. Den positiven Effekt deutet bereits die Entwicklung des Auftragsbestands an, der in den letzten zwölf Monaten um 116 Prozent auf 119 Mio. Euro gesteigert werden konnte.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	44,9	50,1	47,9	60,2	68,0	77,5
EBIT (Mio. Euro)	1,0	1,5	-0,9	1,5	2,1	3,5
Jahresüberschuss	0,3	0,7	-1,3	0,6	0,9	1,9
EpS	0,08	0,17	-0,31	0,14	0,22	0,45
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	5,9%	11,5%	-4,3%	25,6%	12,9%	14,1%
Gewinnwachstum	-66,1%	396,0%	-	-	55,6%	107,9%
KUV	0,51	0,45	0,47	0,38	0,33	0,29
KGV	80,6	31,1	-	38,1	24,5	11,8
KCF	5,5	7,2	10,7	5,3	4,0	3,4
EV / EBIT	50,3	35,6	-	34,9	24,6	14,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **Wachstumsschwerpunkt E-Mobilität:** Mehr als drei Viertel der Erlöse erwirtschaftet InTiCa in der Sparte Automobiltechnologie, in der das Unternehmen aufbauend auf der Kernexpertise im Bereich der High-Tech-Induktivität Produkte wie etwa Fahr- und Zutrittsberechtigungssysteme anbietet. Rund 20 Prozent der Spartenerlöse wurden im letzten Jahr aber bereits mit spezifischen Produkten für Elektro- und Hybridfahrzeuge erwirtschaftet. Das Geschäft bietet zudem zunehmend Synergien mit dem kleineren Geschäftsbereich Industrieelektronik, da dort entwickelte Produkte wie EMV-Filter auch für Elektrofahrzeuge benötigt werden.

- **Fokus auf E-Solutions:** Die Wachstumschancen für InTiCa gehen aber noch deutlich über die Elektromobilität hinaus, da deren Wachstum auch in angrenzenden Bereichen – von der Energieerzeugung und -speicherung bis zum Energiemanagement – eine umfassende Markttransformation ausgelöst hat. Das Unternehmen sieht sich daher selbst in einem großen Transformationsprozess mit einem neuen Fokus auf E-Solutions. Auf Produkte für diesen Markt entfallen im laufenden Jahr bereits rund 40 Prozent der Konzernerlöse, dieser Anteil soll bis 2022 auf 50 Prozent steigen.

- **Gegen den Markttrend:** InTiCa adressiert damit sehr wachstumsstarke Marktsegmente. So hat beispielsweise der weltweite Absatz von Fahrzeugen mit Elektroantrieb sowohl im letzten als auch in diesem Jahr mit hohen zweistelligen Raten zugelegt. Gegenwind kommt hingegen vom klassischen Automobilmarkt. Rückläufige Verkaufszahlen sorgen im Moment für eine sinkende Weltproduktion und ein kompetitives Umfeld. InTiCa konnte den Auftragsbestand in den letzten zwölf Monaten trotzdem auf 119 Mio. Euro mehr als verdoppeln.

- **Deutliche Erholung:** Unter dem negativen Markttrend hatte InTiCa im letzten Jahr gelitten und die eigenen Ziele mit einem Umsatzrückgang von 4,3 Prozent auf 47,9 Mio. Euro und einem Ergebniseinbruch von 1,4 auf -1,3 Mio. Euro verfehlt. Im laufenden Jahr setzen sich hingegen die positiven Impulse aus der erfolgreichen Auftragsakquise zunehmend durch. In den ersten sechs Monaten konnten die Erlöse um 14,2 Prozent auf 29,6 Mio. Euro gesteigert und wieder eine positive EBIT-Marge von 2,5 Prozent erzielt werden, im zweiten Quartal betrugen Wachstum und operative Rendite isoliert betrachtet sogar 25,5 bzw. 2,8 Prozent.

- **Nachhaltig hohes Wachstum:** Auch wenn die schwieriger gewordenen Branchenbedingungen in der Automotiveindustrie für eine gewisse Volatilität sorgen dürften, sehen wir die starke Positionierung im E-Solutions-Markt und die sehr erfolgreiche Auftragsakquise als Garanten für ein nachhaltig hohes Wachstum. Skaleneffekte und ein wachsender Umsatzanteil von innovativen Produkten mit höheren Margen sollten zudem im Zeitablauf zu einer deutlichen Verbesserung der operativen Rendite führen. Das haben wir in unserem Modell abgebildet. Durch die Anhebung der Schätzungen nach den Halbjahreszahlen ist unser Kursziel von 8,70 Euro auf 10,20 Euro kräftig gestiegen, das Urteil lautet unverändert „Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Als etablierter Automobilzulieferer verfügt InTiCa über ein breites Sortiment und ein langjähriges Know-how im Bereich der High-Tech-Induktivität, das für zahlreiche Anwendungen nutzbar ist.
- Im Wachstumsmarkt Elektromobilität ist das Unternehmen mit zahlreichen Produkten stark vertreten. Auch der kleinere Geschäftsbereich Industrieelektronik erhält aus der Transformation des E-Solutions-Marktes kräftige positive Impulse.
- Der Auftragsbestand hat in den letzten zwölf Monaten um 116 Prozent auf 119 Mio. Euro zugelegt.
- Mit Werken in Tschechien und Mexiko ist InTiCa bereits in zwei der drei weltweit wichtigsten Absatzregionen vor Ort präsent.

Schwächen

- Durch das Zusammenspiel mehrerer Belastungsfaktoren wurden die ursprünglichen Ziele im letzten Geschäftsjahr deutlich verfehlt.
- Die erwirtschafteten Margen sind noch gering, in schwierigen Jahren (wie 2018) drohen Verluste.
- Schwankende Abrufzahlen aus langfristigen Verträgen sorgen für eine erhöhte Volatilität.
- Das Unternehmen verfügt nur über geringe Liquiditätsreserven und ist zu einem relativ hohen Anteil mit Fremdkapital finanziert.
- Von den OEMs geht im Automobilgeschäft ein hoher Preisdruck aus.

Chancen

- Das im Herbst 2018 eingeleitete Programm zur Effizienzsteigerung dürfte im laufenden Jahr sukzessive seine volle Wirkung entfalten.
- Auf Basis des hohen Auftragsbestands sollten wachsende Absatzzahlen und Modelleinführungen von Elektro- und Hybridfahrzeugen in den nächsten Jahren für dynamisches Wachstum sorgen.
- Im Sog der Elektromobilität dürfte auch die Nachfrage aus anderen Bereichen des E-Solutions-Marktes stark anziehen, wovon InTiCa mit dem Know-how und den Produkten des Segments Industrieelektronik zusätzlich profitieren würde.
- Innovative Produkte und ein höherer Anteil an der Wertschöpfung durch die Lieferung von Subsystemen versprechen im Trend steigende Margen.
- Die erfolgreiche Etablierung eines Standorts in Mexiko liefert die Blaupause für eine weitere Internationalisierung in Richtung Asien.

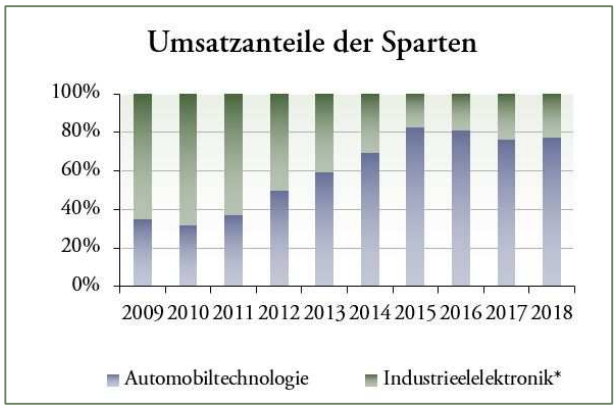
Risiken

- Die Automobilindustrie befindet sich im Moment im Abschwung, die Abrufzahlen könnten daher die Erwartungen verfehlen und Neuproduktstars verschoben werden.
- Der Wettbewerb im Bestandsgeschäft von InTiCa hat weiter zugenommen, das Unternehmen könnte Marktanteile verlieren.
- Eine Eskalation der Handelskonflikte (insb. USA-China) würde die Marktdynamik weiter schädigen.
- Für eine Fortsetzung der Expansion muss InTiCa weitere Finanzmittel aufnehmen. Die Finanzierungsbedingungen könnten sich in einer Rezession verschärfen.
- Das Management des Wachstums und der Internationalisierung sind anspruchsvoll. Die Komplexität ist gestiegen und im Einkauf sowie in der Mitarbeiterakquise drohen Engpässe.

Profil

Sparte Automobiltechnologie dominiert

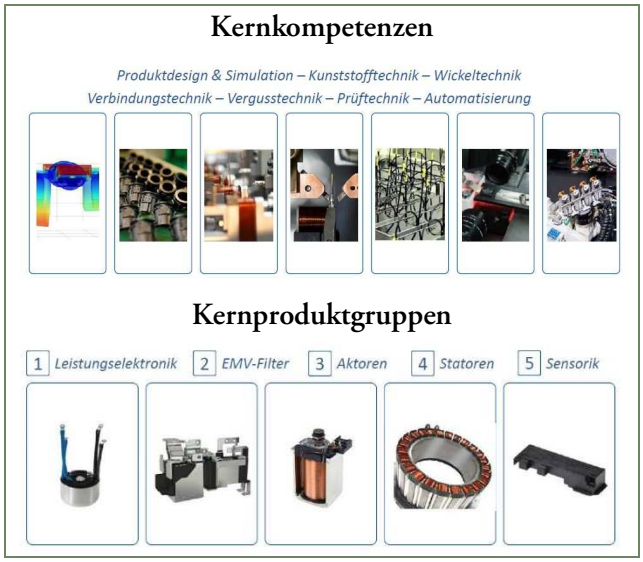
Die im Jahr 2000 gegründete Gesellschaft InTiCa Systems produziert induktive Komponenten, passive analoge Schaltungen und mechatronische Baugruppen und hat sich damit vor allem in der Automotive-Industrie eine starke Marktstellung erarbeitet. In diesem Geschäftsfeld wurden im letzten Jahr rund 37 Mio. Euro oder 77,2 Prozent der Konzernerlöse erwirtschaftet. Der übrige Teil (rund 11 Mio. Euro) entfällt auf den Bereich Industrieelektronik als zweites Standbein. Das Gros der Erlöse resultiert hier aus der Herstellung von Komponenten für Wechselrichter. Zum Sortiment zählen aber auch innovative Produkte wie EMV-Filter (zur Vermeidung von Systemstörungen), mit denen u.a. der potenzialträchtige Markt der E-Solutions (Energiespeicherung, Ladestationen usw.) adressiert wird. Da zugleich neu entwickelte Lösungen für Elektro- und Hybridfahrzeuge zu den zentralen Wachstumstreibern von InTiCa in der Automobiltechnologie zählen, wachsen die beiden Geschäftsbereiche somit stärker zusammen und bieten ein hohes Maß an Synergien.



** inkl. Umsatz der früheren Sparte Kommunikationstechnik; Quelle: Unternehmen*

Breites Kompetenzspektrum

InTiCa verfügt über eine langjährige Expertise in der Entwicklung und Herstellung von Komponenten, Baugruppen und Systemen für die adressierten Märkte. Das Unternehmen wird inzwischen von Kunden frühzeitig eingebunden, wenn diese neue Produkte konzipieren. Das Produktdesign und die Simulation zählt die Gesellschaft daher zu ihren sieben Kernkompetenzen. Darüber hinaus besteht eine umfangreiche Prozessexpertise für zahlreiche Herstellungsmethoden, die von der Kunststofftechnik über die Wickel- und Verbindungstechnik bis zur Vergusstechnik reichen. Abgerundet wird das Spektrum durch das Know-how im Bereich der Prüf- und Messtechnik sowie der Automatisierung. Die Kompetenz in der Wickeltechnologie hat für InTiCa eine besondere Bedeutung, da viele Produkte des Unternehmens auf Spulen basieren, die sich durch das Zusammenspiel von Magnetismus und Spannungserzeugung für diverse Einsatzmöglichkeiten eignen. Anwendungsbeispiele für die High-Tech-Induktivität sind etwa die kontaktlose Übertragung von Signalen (RFiD), die Abschirmung und Entstörung (EMV-Filter) oder die Krafterzeugung mit Hilfe eines Magnetfelds (Elektromotor). Insgesamt stehen fünf Produktbereiche im Fokus (siehe Grafik). Dank der breiten Aufstellung hinsichtlich der nötigen Herstellungsprozesse erfolgt der Großteil der Wertschöpfung im eigenen Haus, die Eigenfertigungstiefe lag zuletzt bei 90 Prozent.



Quelle: Unternehmen

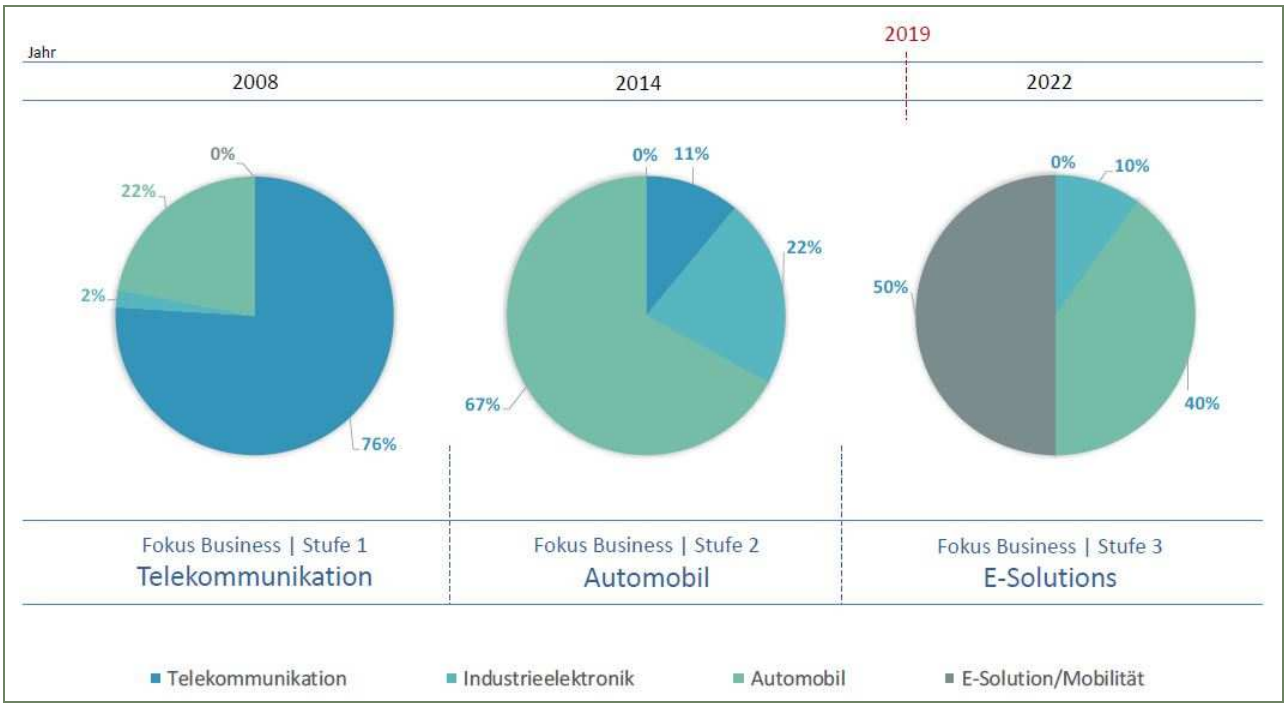
Quelle: Unternehmen

E-Mobilität gewinnt an Bedeutung

Für Kunden aus der Automobilindustrie bietet das Unternehmen inzwischen ein breites Sortiment an (siehe Grafik auf dieser Seite), das alle fünf Kernproduktbereiche abdeckt. Gestartet wurden die Aktivitäten in diesem Geschäftsfeld mit der Serienproduktion von Fahr- und Zutrittsberechtigungssystemen, Reifendruck-Kontrollsystemen sowie Filteranwendungen. Diese Produkte leisten auch heute noch den größten Beitrag zu den Spartenerlösen. Zunehmend an Bedeutung gewinnen aber Lösungen für Elektro- und Hybridfahrzeuge, auf die im letzten Jahr bereits 20 Prozent des Segmentumsatzes entfallen sind und die eine zentrale Triebfeder in der Kundengewinnung darstellen. InTiCa-Produkte finden sich inzwischen in Fahrzeugen von mehr als 25 Automobilherstellern (u.a. Mercedes, BMW, VW, Audi, Porsche und Nissan), mit steigender Tendenz. Dabei bestehen die Kundenbeziehungen überwiegend aus langjährigen Lieferverträgen (in der Regel fünf bis acht Jahre) mit großen Systemlieferanten, die wiederum die OEMs zu ihren Kunden zählen.

Gut positioniert in Wachstumsmärkten

Dank umfangreicher F&E-Aktivitäten in enger Zusammenarbeit mit den Kunden hat InTiCa bereits ein substanzielles Geschäft im Bereich der E-Mobilität aufgebaut. In der Serienproduktion werden beispielsweise Stator-Systeme (Statoren sind Elektromagnete) für den Antriebsstrang von Hybridfahrzeugen oder Planartransformatoren für das Batteriemanagement (das sind Bauteile zur Spannungswandlung) genutzt. Ein Schwerpunkt der Entwicklung sind derzeit EMV-Filtersysteme, da die Elektromagnetische Verträglichkeit (EMV) wegen der zunehmenden Elektrifizierung von Automobilen von großer Bedeutung ist. Um zu verhindern, dass sich Energiequellen und -verbraucher gegenseitig stören, werden elektromagnetische Filter benötigt. In aktuellen Serienanläufen von Elektrofahrzeugen ist InTiCa mit den entwickelten Lösungen bereits vertreten. 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 sie Bedarf für weitere EMV-Filteran-



Transformationsprozess von InTiCa; Quelle: Unternehmen

wendungen schaffen. In diesem Bereich bietet das Unternehmen bereits erste Produkte an und arbeitet an weiteren Neuentwicklungen.

Hohe Synergien

Das Potenzial der Neuentwicklungen geht aber über die Anwendungsmöglichkeiten in Elektro- und Hybridfahrzeugen hinaus, die letztlich nur einen Teilbereich des Themenkomplexes E-Solutions darstellen. Das Management von InTiCa sieht insbesondere die Energie-Speicherung inklusive der Be- und Entladetechnik sowie die Energie-Steuerung als interessante Segmente für den Ausbau des Geschäftsbereichs Industrieelektronik an. Damit ergeben sich zunehmende Synergien zum Bereich Automobiltechnologie und dem dort aufgebauten Know-how. Ein gutes Beispiel dafür sind Filterlösungen für den störungsfreien Betrieb von stationären Batterie- und Ladestationen, die eigentlich dem kleineren Geschäftsfeld zuzuordnen sind, aber in enger Verbindung zur Entwicklung der Elektromobilität stehen. EMV-Filter haben sich infolgedessen bereits zu einem wesentlichen Umsatzträger der Sparte Industrieelektronik entwickelt. Das wichtigste Standbein sind aber immer noch induktive Komponenten und Systeme für die Herstellung von Wechselrichtern für Photovoltaikanlagen. Daneben hat InTiCa die Produktpalette in den letzten Jahren aber erfolgreich diversifiziert, so dass diese mittlerweile beispielsweise auch Spannungswandler für Schweißgeräte oder Aktorspulen zur Stromverbrauchsreduzierung in Industrie- und Haushaltsgeräten umfasst.

Zweite große Transformation

InTiCa sieht sich damit aktuell in einem zweiten großen Transformationsprozess. Als Reaktion auf eine Änderung des Marktumfelds im früheren Kerngeschäft Kommunikationstechnik hatte das Unternehmen den Expansionsschwerpunkt zum Ende des letzten Jahrzehnts auf das Automotive-Geschäft gesetzt und dieses zum mit Abstand größten Umsatzträger entwickelt. Dank der damit aufgebauten Expertise und des Produktportfolios bieten sich nun hohe Wachstumschancen im E-Solutions-Markt mit der E-Mobilität als zentralem Treiber. Das Unternehmen reagiert darauf mit umfangreichen F&E-Aktivitäten sowie hohen Investitionen in die Kapazitäten. Der Erfolg ist bereits jetzt deutlich messbar, im laufenden Jahr werden E-Solutions-Produkte schon rund 40 Prozent zum Konzernumsatz beisteuern. Dieser An-

teil soll bis 2022 weiter auf 50 Prozent ansteigen (siehe Abbildung auf der Vorseite).

Zentrale in Passau, Fertigung im Ausland

Die Entwicklungsabteilung von InTiCa ist am Stammsitz in Passau angesiedelt. In der Zentrale arbeiten aktuell, verteilt über verschiedene Funktionsbereiche, insgesamt 78 Mitarbeiter respektive etwas mehr als 10 Prozent der Gesamtbelegschaft (Stand 30.06.19). Darin enthalten sind auch die zehn Mitarbeiter des Technologie- und Schulungszentrums, das im Jahr 2015 in direkter Nachbarschaft in Betrieb genommen wurde und einen wichtigen Baustein der Expansionsstrategie 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 513 Mitarbeitern das operative Zentrum der Gesellschaft. Deutlich ausgebaut wurde inzwischen aber auch die Produktionsstätte in Mexiko, die im Rahmen der Internationalisierungsstrategie 2016 eröffnet wurde und wo inzwischen bereits 120 Mitarbeiter beschäftigt werden. Im laufenden Jahr konnte die dritte und vierte Serienfertigung in Übersee gestartet werden.

Aktionäre	Anteil
Thorsten Wagner	>25%
Dr. Dr. Axel Diekmann	>25%
Tom Hiss	>5%
Jürgen und Elisabeth Donath	>3%
InTiCa Systems AG	1,5%
Organmitglieder	<1%
Freefloat (<3%)	<42%

Quelle: Unternehmen

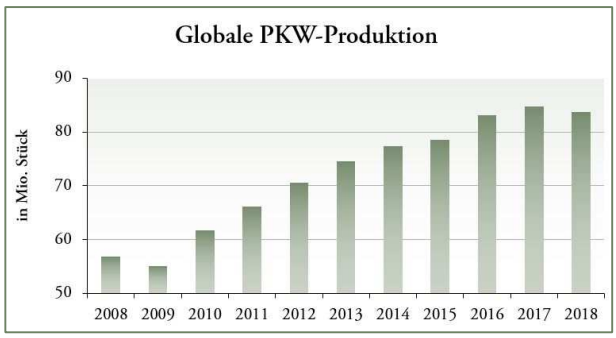
Zwei Großaktionäre

Insgesamt beschäftigte der Konzern per Ende Juni 711 Mitarbeiter. An der Spitze steht weiterhin ein zweiköpfiger Vorstand: Dr. Gregor Wasle gehört dem Gremium seit 2015 an und betreut als Vorstandsvorsitzender u.a. die Ressorts Strategie, Finanzen, Personal, Produktion sowie F&E. Zum Kompetenzbereich des langjährigen Vorstands Günther Kneidinger zählen hingegen Vertrieb, Materialwirtschaft, das Auftragszentrum und das 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).

Markt und Strategie

Trendwende in der Automobilindustrie

In der mit Abstand wichtigsten Zielbranche für InTiCa Systems, der Automobilindustrie, hat sich im letzten Jahr eine Trendwende vollzogen. Nachdem die Weltproduktion zuvor über acht Jahre mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 5,5 Prozent kontinuierlich gestiegen war, gab es 2018 einen Rückgang um 1,2 Prozent auf 83,6 Mio. Fahrzeuge. Am stärksten fiel dieser in China aus (-4,8 Prozent auf 23,1 Mio.), wo zum ersten Mal seit den neunziger Jahren auch die Verkaufszahlen (-2,8 Prozent) gesunken sind. Ursächlich dafür war ein Zusammenspiel mehrerer Faktoren, zu denen insbesondere ausgelaufene Steueranreize für den Fahrzeugkauf, der Handelskonflikt mit den USA sowie die allgemeine Abkühlung der Konjunkturdynamik zählten. Auch die Produktion in Europa war rückläufig, mit -1,2 Prozent (auf 19,2 Mio.) entsprach die Kontraktion dem weltweiten Durchschnitt. Demgegenüber gab es in den USA einen leichten Zuwachs um 0,6 Prozent auf 11 Mio. Stück (Datenquelle: VDA).



Quelle: VDA

Schwaches erstes Halbjahr

Im laufenden Jahr hat sich der Abschwung der Automobilindustrie aufgrund eines deutlichen Absatzrückgangs in den wichtigsten Märkten weiter verschärft. In den ersten sieben Monaten sind die Verkaufszahlen in Westeuropa und den USA um 3,1 und 1,5 Prozent zurückgegangen, in China beschleunigte sich der Rückgang sogar auf 12,7 Prozent. Der Verband der deutschen Automobilindustrie rechnet für das Reich der Mitte für das Gesamtjahr inzwischen mit einer Schrumpfung um 7 Prozent, der weltweite Absatz könnte um 4 Prozent zurückgehen. Die Abwärtsdynamik hat zuletzt aber insgesamt etwas abgenommen: Während die Verkäufe in China im Juli nur noch um 3,7 Prozent unter dem Vorjahreswert lagen und der westeuropäische Markt in etwa stagnierte (-0,2 Prozent), verzeichneten die USA sogar ein Plus von 2,1 Prozent (Datenquelle: VDA). Dennoch herrscht Skepsis, wann die Branche auf den Wachstumspfad zurückkehren kann. In einer aktuellen Studie („Global Automotive Outlook 2019“) rechnen die Experten von AlixPartners für zwei bis drei Jahre mit einem leicht schrumpfenden bis stagnierenden Markt.

Produktion in Deutschland sinkt

Die Auswirkungen des Abschwungs sind beträchtlich, insbesondere für die Automobilindustrie in Deutschland. Deren Produktion ist in den ersten sechs Monaten 2019 nach Berechnungen des Center Automotive Research um 12 Prozent eingebrochen. Für das Gesamtjahr erwarten die Experten nun eine Kontraktion um ca. 8 Prozent auf 4,7 Mio. Stück. Das wäre der niedrigste Output seit 1997 und bereits der dritte Rückgang in Folge (nach -1,8 Prozent in 2017 und -9,3 Prozent in 2018). Damit verliert Deutschland als Produktionsstandort für Automobile im weltweiten Vergleich zunehmend an Bedeutung.

Zulieferer unter Druck

Die OEMs leiden aber nicht nur unter dem rückläufigen Absatz, sondern sie müssen zugleich eine große Markttransformation bewältigen. Megatrends wie die Etablierung alternativer Antriebssysteme (insb. Elektro und Hybrid), die Vernetzung der Fahrzeuge und das autonome Fahren stellen große Herausforderungen dar. Die Aktivitäten in diesen Wachstumssegmenten erfordern hohe Investitionen (nach Schätzung von AlixPartners branchenweit allein für die E-Mobilität rund 200 Mrd. Euro zwischen 2019 und 2023)

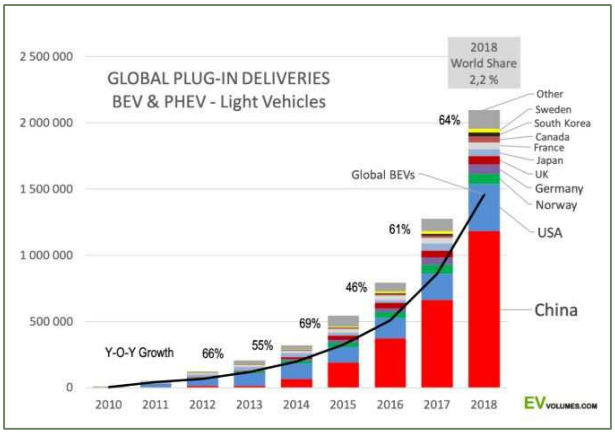
und sorgen zunächst für Margendruck, der an die Zulieferer weitergegeben wird. Im letzten Jahr konnten die führenden Automobilzulieferer (Top-100) nach einer Erhebung von Berylls Strategy Advisors den Umsatz zwar im Durchschnitt noch um 7,6 Prozent steigern, die EBIT-Marge reduzierte sich im Mittel aber um einen Prozentpunkt auf 7,7 Prozent (berechnet anhand von 71 Unternehmen, die ihre Profitabilitätszahlen veröffentlichen). Dieser Trend setzt sich im laufenden Jahr fort. Stellvertretend sei hier das Branchenschwergewicht Continental angeführt, dessen Management ursprünglich mit leichtem Wachstum (von 44,4 auf 45 bis 47 Mrd. Euro) und einem nur moderaten Rückgang der bereinigten EBIT-Marge (von 9,2 auf 8 bis 9 Prozent) gerechnet hatte, die Ziele aber im Juli auf 44 bis 45 Mrd. Euro Umsatz und 7,0 bis 7,5 Prozent Marge absenken musste.

Gewinner des Branchenwandels

Doch der Branchenwandel wird auch Gewinner hervorbringen und daher künftig für divergierende Trends sorgen. Während die Zulieferer, die ausschließlich auf Verbrennungsmotoren fokussiert sind, unter einem nachhaltig rückläufigen Geschäft leiden dürften, wird die Nachfrage nach spezifischen Komponenten für die Wachstumssegmente deutlich anziehen. AllixPartners nennen beispielsweise die Hersteller von Produkten in den Bereichen Elektrifizierung und Sensorik als Profiteure, die mit zweistelligen jährlichen Zuwachsraten rechnen dürfen und deren Hauptfokus daher darauf liegen muss, die Voraussetzungen für das Wachstum zu schaffen, um mit dem passenden Sortiment und ausreichenden Kapazitäten rechtzeitig am Markt zu sein.

E-Mobilität: +64 Prozent in 2018

Im Moment gibt es aber noch ein gewisses Ungleichgewicht im Markt, da den notwendigen hohen Investitionen in die Technologie noch vergleichsweise geringe Absatzzahlen gegenüberstehen. Angesichts hoher Steigerungsraten im Bereich der Elektro- und Hybridfahrzeuge dürfte sich das aber in den nächsten Jahren ändern. Bereits 2018 hat sich die Zahl der verkauften Fahrzeuge mit Elektroantrieb weltweit um 64 Prozent auf 2,1 Mio. erhöht, damit belief sich ihr Anteil am gesamten Automobilmarkt auf 2,2 Prozent. Auf rein batteriebetriebene Fahrzeuge (BEV) entfielen dabei 69 Prozent der Verkäufe, Hybridantriebe (PHEV) kamen somit auf 31 Prozent. Mit 1,18 Mio. Stück (+78 Prozent) bzw. einem Marktanteil von rund 56 Prozent bleibt China der mit Abstand wichtigste Markt für E-Mobilität, gefolgt von den USA (+79 Prozent auf 358 Tsd.) mit Teslas Model 3 als Markttreiber (Datenquelle: ev-volumes.com).



Quelle: ev-volumes.com

Reine Elektrofahrzeuge werden bevorzugt

Der Aufwärtstrend hat sich im ersten Halbjahr 2019 fortgesetzt, wobei sich das BEV-Segment im Moment deutlich dynamischer entwickelt als die Hybrid-Varianten. Nach einer Erhebung der Branchenexperten von JATO hat sich der weltweite Absatz von BEVs zwischen Januar und Juni um 92 Prozent auf 765 Tsd. Stück erhöht. Die wichtigsten Märkte waren erneut China (430,7 Tsd.), USA (116,2 Tsd.), Norwegen (36,3 Tsd.) und Deutschland (33 Tsd.) (Datenquelle: JATO). Demgegenüber ist der Verkauf von PHEV im Vergleich zum Vorjahr in allen diesen Märkten zurückgegangen (Quelle: CAR). Gemessen an den Absatzzahlen war Tesla im ersten Halbjahr mit 166 Tsd. verkauften Fahrzeugen der mit Abstand größte Produzent von BEV, dahinter folgten die chinesischen Anbieter BYD (96 Tsd.) und BAIC (52 Tsd.), während deutsche Automobilproduzenten sich nicht in der Top-10 platzieren konnten (Quelle: JATO).

Ausgeprägte Kundenorientierung

Für InTiCa Systems bietet die laufende Markttransformation erhebliche Wachstumschancen. Während Kernprodukte des Unternehmens wie Fahr- und Zutrittsberechtigungssysteme vom Wandel der Antriebstechnologie nicht negativ betroffen sind, besteht dank der umfangreichen Expertise im Bereich von Technologien, die für E-Solutions wichtig sind, eine gute Ausgangsbasis für Marktanteilsgewinne. InTiCa bringt sich dabei als Partner möglichst früh in die Produktentwicklung der Kunden ein und unterstützt den Prozess von einer Idee hin zur fertigen Konzeption mit einem eigenen Kompetenzteam. F&E spielt daher für die Gesellschaft eine wichtige Rolle, die Aktivitäten und die daraus hervorgehenden Produktinnovationen orientieren sich aber eng an den konkreten Bedürfnissen der Systemlieferanten und OEMs. Angestrebt ist dabei auch eine stetige Ausweitung der Wertschöpfung, indem die Lieferung von einzelnen Komponenten auf Baugruppen oder Subsysteme ausgeweitet wird. Im letzten Jahr hat InTiCa 2,9 Mio. Euro und damit rund 6,1 Prozent vom Umsatz in Forschung und Entwicklung investiert.

Internationalisierung schreitet voran

InTiCa folgt den Kunden aber nicht nur in der Produktentwicklung, sondern richtet auch das Standortportfolio auf die Bedürfnisse der Abnehmer aus und stellt sich infolgedessen zunehmend internationaler auf. Ein großer Schritt ist diesbezüglich vor drei Jahren mit dem Aufbau eines neuen Werks in Mexiko gelungen. Damit ist die Gesellschaft in einem Land aktiv, das sich zu einer zentralen Plattform für Automobilzulieferer entwickelt hat, mit einer starken Präsenz von deutschen Anbietern. Während zum Start zunächst Aufträge von Bestandskunden erteilt wurden, arbeitet inzwischen eine eigene Vertriebsorganisation vor Ort an der Neukundenakquise im NAFTA-Raum. Perspektivisch könnte das Unternehmen versuchen, mit einem ähnlichen Modell in Asien Fuß zu fassen, da das Management aufgrund der wachsenden Bedeutung des dortigen Marktes ein Standort in der Region mittelfristig für „unabdingbar" hält. Zunächst liegt der Fokus aber auf der Auslastung des Werks in Mexiko. Lokale Fertigungsstätten könnten künftig zusätzlich an Bedeutung gewinnen, wenn sich protektionistische Tendenzen im globalen Handel noch stärker durchsetzen. Eine Entspannung in den großen Handelskonflikten (insb. China – USA) sowie beim Brexit ist derzeit nicht absehbar.

Kontinuierliche Optimierung

Mit dem Aufbau eines neuen Werks haben die Optionen, aber auch die Komplexität für das Unternehmen zugenommen. Umso wichtiger sind effiziente Prozesse und Strukturen, um das Margenpotenzial, das die Positionierung als innovativer Automobilzulieferer bietet, zu heben. Das Unternehmen hat bereits vor vier Jahren eine Transformation der Produktion nach Lean-Prinzipien eingeleitet, die sich zunächst insbesondere auf die Abläufe und den Materialfluss im tschechischen Werk fokussiert hat, zugleich aber den Startschuss für einen kontinuierlichen Verbesserungsprozess darstellte. Nach der abgeschlossenen Anlaufphase wird der Ansatz nun auch in Mexiko zu einem Kernelement der Weiterentwicklung. Die höher als erwartet ausgefallenen Anlaufkosten in Übersee (insb. aufgrund kundenseitiger Auftragsverschiebungen) und negative Marktentwicklungen (steigende Rohstoff- und Personalkosten) haben die bislang erzielten Fortschritte teilweise konterkariert. Im letzten Jahr hat das Management die Anstrengungen daher noch einmal forciert. Derzeit arbeitet die Gesellschaft an einer stärkeren Automatisierung der Fertigung, außerdem wird eine Verlagerung der Herstellung einiger Produkte von Tschechien nach Mexiko geprüft.

Zahlen

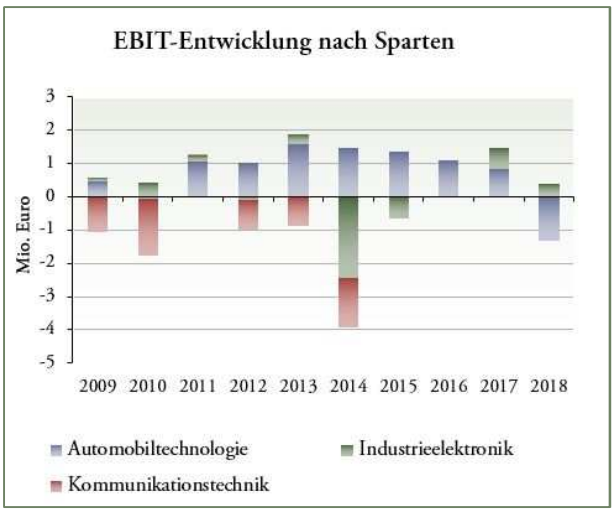
Expansion im Automobilsektor

Der starke Ausbau des Geschäftsbereichs Automobiltechnologie hat sich in einem jahrelangen dynamischen Wachstum von InTiCa niedergeschlagen. Zwischen 2012 und 2017 konnte der Konzernumsatz von 36,3 auf 50,1 Mio. Euro ausgeweitet werden, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 6,6 Prozent entspricht.

Quelle: Unternehmen

Wachstumstrend unterbrochen

Im letzten Jahr wurde dieser Expansionsprozess allerdings unterbrochen. Eine generelle Abkühlung der Branchenkonjunktur im Automobilsektor und die Sonderbelastung durch die Einführung des neuen WLTP-Standards, die insbesondere in Deutschland zu einer temporären Drosselung der Produktion führte, stellten im zweiten Halbjahr eine zunehmende Belastung dar. Da zusätzlich die geplante Inbetriebnahme der dritten Serienproduktion in Mexiko in das Jahr 2019 verschoben wurde, reduzierten sich die Erlöse im Segment Automobilproduktion um 3,1 Prozent auf 37 Mio. Euro. Ursprünglich hatte das Management mit einem Wachstum auf 45 bis 47 Mio. Euro gerechnet. Auch in der kleineren Sparte Industrieelektronik wurde mit 11 Mio. Euro der sehr starke Vorjahreswert zwar um 8,4 Prozent verfehlt, die eigene Zielsetzung (8 bis 9 Mio. Euro) aber aufgrund einer unverändert hohen Nachfrage aus der Photovoltaikindustrie und dank eines wachsenden Geschäfts mit EMV-Filterlösungen deutlich übertroffen. Nachdem das Management die Guidance für den Konzernumsatz im Oktober 2018 von zuvor 53 bis 56 Mio. Euro auf 47 bis 49 Mio. Euro reduziert hatte, wurde diese mit einem Wert von 47,9 Mio. Euro (-4,3 Prozent) erreicht.



Quelle: Unternehmen

Deutlicher Rückschlag beim Ergebnis

Der Bereich Industrieelektronik hat dank der positiven Entwicklung weiter profitabel gewirtschaftet, auch wenn das Segment-EBIT mit 0,4 Mio. Euro um 42 Prozent unter dem Vorjahreswert lag. Deutlich stärker sind die Einbußen hingegen in der größeren Sparte Automobiltechnologie ausgefallen, deren operatives Ergebnis von +0,8 auf -1,3 Mio. Euro drehte. Neben den fehlenden Deckungsbeiträgen aus entgangenen Einnahmen haben sich hier auch umfangreiche Vorleistungen, etwa in Form des Aufbaus von Fertigungsanlagen für anstehende Serienstarts im Bereich E-Mobilität, bemerkbar gemacht. Zudem war InTiCa mit einer Materialverknappung in einzelnen Bereichen sowie steigenden Personalkosten aufgrund einer

angespannten Arbeitsmarktlage in Tschechien konfrontiert. Das Konzern-EBIT reduzierte sich infolgedessen von 1,5 auf -1,0 Mio. Euro und erfüllte damit exakt die im Oktober abgesenkte Prognose. Ursprünglich sollte eine EBIT-Marge von 3,0 bis 3,5 Prozent erzielt werden.

Kostensenkungsprogramm

Zeitgleich zur Absenkung der Jahresprognose hat InTiCa ein umfassendes Optimierungsprogramm gestartet, um als Reaktion auf die Marktentwicklung die Kosten der Organisation zu reduzieren und die Effizienz zu steigern. Im Zuge dessen wurden sämtliche Leistungen und Prozesse noch einmal im Hinblick auf ihre Umsatzrelevanz und ihren Ergebnisbeitrag untersucht. Anpassungsmaßnahmen sind danach insbesondere im Personalbereich vorgenommen worden, außerdem wurden u.a. eine kleinere Bereinigung im Produktportfolio vorgenommen und einige Ausgabenposten reduziert oder gestrichen.

Geschäftszahlen	HJ 18	HJ 19	Änderung
Umsatz	25,93	29,60	*+14,2%*
- Automobiltechnol.	*19,91*	*21,81*	*+9,5%*
- Industrielektronik	*6,03*	*7,80*	*+29,4%*
EBITDA	2,89	3,28	*+13,4%*
EBIT	0,74	0,74	*+0,7%*
- Automobiltechnol.	*0,28*	*0,44*	*+56,8%*
- Industrielektronik	*0,46*	*0,30*	*-33,8%*
Nettoergebnis	0,39	0,27	*-30,3%*

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

Deutlich anziehende Dynamik

Die schwierigen Rahmenbedingungen haben auch im ersten Halbjahr 2019 angehalten. Doch im Gegensatz zu 2018 haben nun die positiven Impulse aus dem Bereich E-Mobilität / E-Solutions den dämpfenden Effekt aus der insgesamt rückläufigen Automobilproduktion deutlich überkompensiert. Im Segment Automobiltechnologie konnten die Erlöse um 9,5 Prozent auf 21,8 Mio. Euro gesteigert werden, wobei die Wachstumsrate vom ersten auf das zweite Quartal von 5,7 auf 13,2 Prozent zugelegt hat. Noch deutlicher ist der Effekt im Bereich Industrieelektronik ausgefallen, wo die Erlöse im Startquartal (in Relation zu einem starken Vorjahreswert) noch leicht rückläufig waren, um dann von April bis Juni um 75 Prozent zu expandieren, so dass auf Halbjahresbasis ein Zuwachs von 29,4 Prozent auf 7,8 Mio. Euro in den Büchern steht. Der zentrale Wachstumstreiber ist hier die Nachfrage nach EMV-Filterlösungen, wobei das Management darauf hinweist, dass auch deren Absatz an die Automobilindustrie im Moment in den Spartenerlösen der Industrieelektronik erfasst wird.

EBITDA steigt, EBIT stagniert

Während der Konzernumsatz in den ersten sechs Monaten insgesamt um 14,2 Prozent auf 29,6 Mio. Euro zugelegt hat, wurde die Gesamtleistung aufgrund eines deutlichen Bestandsabbaus (-1,5 Mio. Euro, Vorjahr: -0,2 Mio. Euro) nur um 8,7 Prozent auf 28,7 Mio. Euro ausgeweitet. In Relation dazu war die Steigerung der Materialkosten (+15,7 Prozent auf 16,2 Mio. Euro) deutlich überproportional, was zu einer signifikanten Erhöhung der Materialkostenquote von 53,0 auf 56,5 Prozent binnen Jahresfrist führte. Verantwortlich dafür war vor allem der Umsatzmix, da der Materialanteil bei Produkten mit steigender Bedeutung wie EMV-Filter und Statoren vergleichsweise höher ist. Im Gegenzug nimmt die relative Bedeutung der Personalkosten etwas ab. In Verbindung mit den durchgeführten strukturellen Anpassungsmaßnahmen konnte der Personalaufwand des ersten Halbjahrs trotz des Umsatzwachstum um 7 Prozent auf 5,6 Mio. Euro reduziert werden. Der Effekt wird aber leicht überzeichnet, da die im sonstigen betrieblichen Aufwand (+8 Prozent auf 4,1 Mio. Euro) erfassten Kosten für Leiharbeiter deutlich von 0,7 auf 1,4 Mio. Euro gestiegen sind. Per Saldo konnte das EBITDA im ersten Halbjahr um 13,4 Prozent auf 3,3 Mio. Euro ausgeweitet werden, während das EBIT aufgrund des deutlichen Anstiegs der Abschreibungen (+17,8 Prozent auf 2,5 Mio. Euro) bei 0,74 Mio. Euro (+0,7 Prozent) in etwa stagnierte.

Marge erholt sich zunehmend

Nach dem Ergebniseinbruch im zweiten Halbjahr 2018 hat sich die EBIT-Marge mit einem Wert von 2,5 Prozent (erstes Halbjahr 2018: 2,8 Prozent) wieder weitgehend erholt. Beide Geschäftsbereiche haben

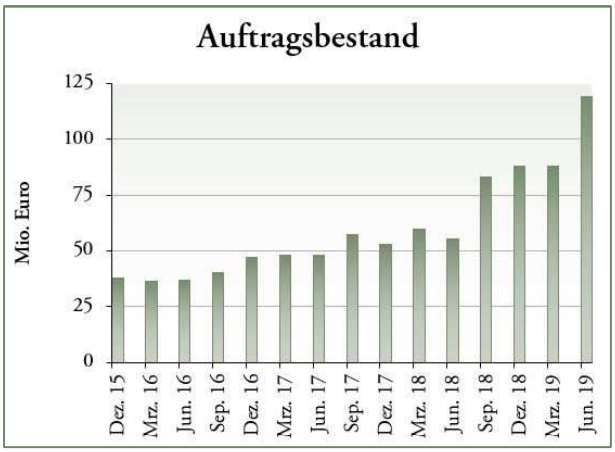
profitabel gewirtschaftet, wobei die Rendite im Segment Industrieelektronik (3,9 Prozent) deutlich höher ausgefallen ist als in der Automobiltechnologie (2,0 Prozent). Der kleinere Geschäftsbereich war dank einer deutlichen Steigerung im zweiten Quartal auch dafür verantwortlich, dass die EBIT-Marge von InTiCa von April bis Juni bei 2,8 Prozent lag, nach 2,1 Prozent im ersten Quartal. Unter dem Strich musste das Unternehmen dennoch in den ersten sechs Monaten einen Gewinnrückgang um 30,3 Prozent auf 0,27 Mio. Euro hinnehmen, was auf einen deutlich höheren Finanzaufwand (+62,9 Prozent auf 0,34 Mio. Euro) wegen der gestiegenen Verschuldung zurückzuführen ist.

Free-Cashflow leicht negativ

Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit lag im ersten Halbjahr mit 2,2 Mio. Euro nur minimal unter dem starken Vorjahreswert (2,3 Mio. Euro). Da sich zugleich die Auszahlungen für Investitionen binnen Jahresfrist von 4,7 auf 2,4 Mio. Euro reduziert haben, ist der Free-Cashflow nur noch leicht negativ ausgefallen. Im Finanzierungsbereich dominierten die Tilgungsleistungen für Darlehen und Finanzierungsleasing (gesamter Finanzierungs-Cashflow: -0,9 Mio. Euro), so dass der Zahlungsmittelfonds in den letzten zwölf Monaten von -7,5 auf -11,0 Mio. Euro (0,3 Mio. Euro Liquidität abzüglich in Anspruch genommener Kontokorrentlinien) zurückgegangen ist. Dem Unternehmen stehen derzeit insgesamt abrufbare Kreditlinien im Volumen von 12,4 Mio. Euro zur Verfügung. Um die weiterhin relativ hohen Investitionen abzusichern, wird aktuell an einer neuen Finanzierungsstrategie gearbeitet. Bilanziell betrug das gesamte Fremdkapital zum 30. Juni 41,3 Mio. Euro (mit einem Effekt aus nach IFRS 16 aktivierten Leasingverbindlichkeiten von 3,5 Mio. Euro per Anfang Januar), während sich das Eigenkapital auf 17,1 Mio. Euro belief, gleichbedeutend mit einer Eigenkapitalquote von 29,3 Prozent (30. Juni 2018: 37,5 Prozent).

Auftragsbestand legt deutlich zu

Die Wachstumsperspektiven für InTiCa sind weiter aussichtsreich, was insbesondere im stark gestiegenen Auftragsbestand zum Ausdruck kommt, der sich rollierend jeweils auf die kommenden anderthalb Jahre bezieht. Dank der starken Nachfrage nach E-Solutions-Produkten hat dieser in den letzten zwölf Monaten um 116 Prozent auf 119 Mio. Euro zugelegt, mit einem kräftigen Schub im zweiten Quartal dieses Jahres. Zu den wesentlichen Wachstumstreibern zählen die EMV-Filterlösungen, die maßgeblich dazu beigetragen haben, dass inzwischen 34 Prozent des Auftragsbestands auf den Bereich Industrieelektronik (Vorjahr: 11 Prozent) entfallen, wobei hier allerdings, wie bereits ausgeführt, auch die Bestellungen aus dem Automobilbereich erfasst sind. Für das laufende Jahr zeigt sich der Vorstand anlässlich der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen optimistisch, nun das obere Ende der ausgegebenen Zielspanne für den Umsatz von 54 bis 58 Mio. Euro erreichen zu können. In den ersten sechs Monaten wurden bereits 51 Prozent dieses Wertes erwirtschaftet, und die EBIT-Marge lag mit 2,5 Prozent sogar über der Zielspanne von 1,5 bis 2,0 Prozent. Dennoch bleibt das Management wegen der schwierigen Rahmenbedingungen in der Branche vorerst noch relativ vorsichtig und verzichtet auf eine offensivere Formulierung.



Quelle: Unternehmen

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 Fahrzeugen von mehr als 25 Automobilherstellern zum Einsatz kommen. Das Unternehmen richtet die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten eng an den Bedürfnissen der Kunden aus und ist inzwischen oft bereits in deren Entwicklungsprozesse involviert. Dadurch können frühzeitig die passenden Produkte für neue Trends entwickelt werden. 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. Außerdem arbeitet das Unternehmen daran, die eigene Wertschöpfung stetig auszubauen, indem nicht nur Komponenten, sondern zunehmend Baugruppen oder Subsysteme geliefert werden.

Schub durch E-Mobilität

Das Zusammenspiel mehrerer Belastungsfaktoren hat dafür gesorgt, dass die Geschäftsentwicklung von InTiCa in der letzten Finanzperiode trotzdem enttäuschend verlaufen ist und die Expansion unterbrochen wurde. Dass der generelle Wachstumstrend aber dennoch intakt ist, verdeutlicht die Entwicklung des Auftragsbestands, der in den letzten zwölf Monaten um 116 Prozent auf 119 Mio. Euro zugelegt und damit die Basis für die Rückkehr auf einen dynamischen Wachstumspfad gelegt hat. Der wesentliche Treiber waren dabei die Lösungen für Elektro- und Hybridfahrzeuge. Mehrere Produkte von InTiCa 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. Nachdem der weltweite Absatz von Elektro- und Hybridfahrzeugen im letzten Jahr um 64 Prozent auf 2,1 Mio. Stück gesteigert wurde, hat sich die Zahl der verkauften reinen Elektrofahrzuge in den ersten sechs Monaten der laufenden Periode sogar fast verdoppelt. Branchenexperten erwarten eine Fortsetzung dieses Trends.

E-Solutions als weiterer Treiber

Das Potenzial, das für InTiCa aus der Branchentransformation resultiert, geht aber über die Lieferung von Lösungen für Fahrzeuge deutlich hinaus. Denn der Wandel beim Antriebssystem erfordert auch im Umfeld umfassende Anpassungen, die das Management unter dem Stichwort „E-Solutions“ zusammenfasst. Für alle Kernbereiche, von der Erzeugung über die Speicherung bis hin zur Steuerung von Energie, sind neue Produkte nötig, mit denen die geänderten Anforderungen bewältigt werden können, und das Management von InTiCa sieht induktive Komponenten als wichtigen Baustein dieser Produkte. Mit dem Geschäftsbereich Industrieelektronik ist das Unternehmen gut positioniert, um an dieser Entwicklung zu partizipieren, zumal das Know-how in der Automobiltechnologie dafür eine ideale Ergänzung darstellt. Damit bieten sich hohe Synergiepotenziale, die jetzt mit ersten Produkten, wie Filterlösungen für Ladestationen, realisiert werden.

Hohe Vorleistungen

Zur Wahrnehmung der sich bietenden Chancen tätigt InTiCa derzeit hohe Investitionen in die Produktion. Im letzten Jahr beliefen sich die Ausgaben auf 6,6 Mio. Euro (+47 Prozent zur Vorperiode) oder fast 14 Prozent der Erlöse, für 2019 sind 5,8 Mio. Euro budgetiert. Davon entfällt ein substanzieller Teil auf neue Anlagen für die Herstellung von Produkten im Bereich E-Mobility, zugleich wird das Werk in Mexiko weiter ausgebaut. Die Gesellschaft geht damit in Vorleistung, um das hohe Wachstum im Auftragsbestand in Erlöse ummünzen zu können und die mexikanische

Produktionsstätte als zweites starkes Standbein neben dem tschechischen Werk zu etablieren. Mit Standorten auf zwei Kontinenten hat sich InTiCa zudem einen Zugang zu weiteren Aufträgen erschlossen, die eine solche geographische Diversifikation voraussetzen. Die internationale Expansion ist damit aber voraussichtlich noch nicht abgeschlossen. Mittelfristig hat das Management einen möglichen zusätzlichen Produktionsstandort in Asien im Visier, da die Region für die Automobilindustrie weiter an Bedeutung gewinnen dürfte.

Großer Margenhebel

Zunächst steht aber die Auslastung der bestehenden Kapazitäten und die Effizienzsteigerung im Vordergrund. InTiCa hat sich einem kontinuierlichen Optimierungsprozess nach Lean-Prinzipien verschrieben, um die Profitabilität sukzessive zu verbessern. Noch wird das in den Zahlen nicht richtig sichtbar. In den letzten Jahren haben die Anlaufkosten des neuen Werks in Mexiko belastet, was in Verbindung mit einem signifikant negativen Einfluss aus der Branchenentwicklung, der durch Rohstoff- und Personalkostensteigerungen noch erhöht wurde, in 2018 letztlich sogar zu einem Ergebniseinbruch geführt hat. Nach einem daraufhin neu initiierten Kostensenkungsprogramm hat das Management für das aktuelle Geschäftsjahr mit einer anvisierten EBIT-Marge von 1,5 bis 2,0 Prozent den Turnaround angekündigt. Und das, obwohl das wachsende E-Mobility-Geschäft noch von einer erhöhten Unsicherheit und Volatilität gekennzeichnet ist, da die Hersteller ihre Absatzzahlen selbst noch schwer kalkulieren können und daher auch die Abrufe mit großzügigen Puffern planen. Sobald sich aber das Wachstum verstetigt hat und die Lieferketten eingeschwungen sind, dürfte InTiCa stark profitieren. Auf Basis der dann aufgebauten Kapazitäten versprechen steigende Stückzahlen hohe Skaleneffekte und Deckungsbeiträge. Mit innovativen Produkten und größeren Lösungen (Subsysteme) sind ohnehin grundsätzlich höhere Margen erzielbar. Wir trauen es InTiCa daher zu, die EBIT-Marge mittelfristig auf ein branchenübliches Niveau von 6 bis 7 Prozent zu steigern, was gegenüber dem Status-quo eine Gewinnvervielfachung bedeuten würde.

DCF-Bewertung

Dynamischer Expansionspfad

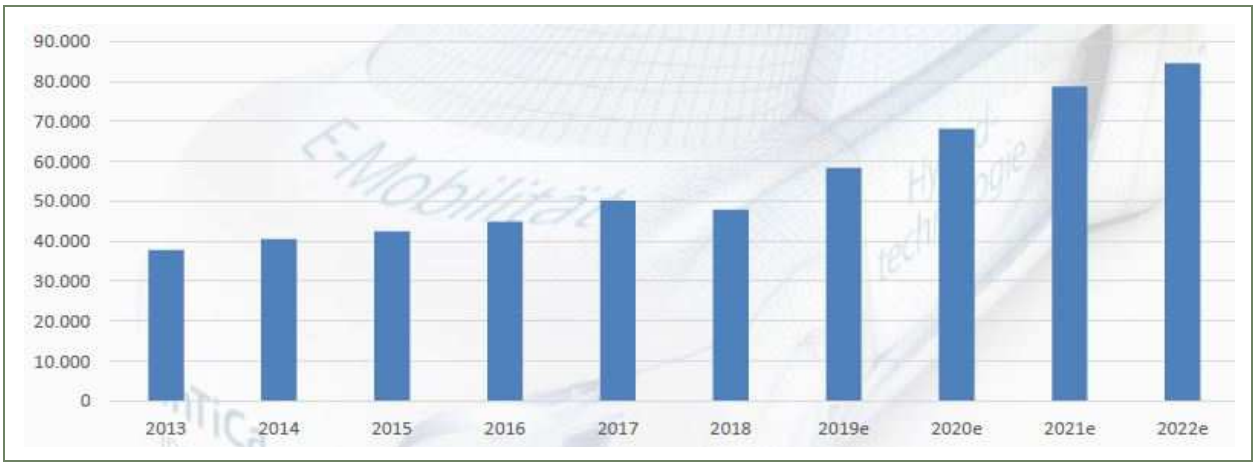
Auch wenn die schwieriger gewordenen Rahmenbedingungen in der Automobilindustrie im letzten Jahr noch einmal für einen Rückschlag gesorgt haben, bewegt sich InTiCa Systems auf einem dynamischen Expansionspfad. Die Produkte aus dem Bereich E-Solutions stoßen auf eine starke Nachfrage, was sich in einem rasanten Anstieg des Auftragsbestands widerspiegelt. Die Umsatzprognose für das laufende Jahr (54 bis 58 Mio. Euro) wirkt inzwischen selbst am oberen Ende eher konservativ, aber das Management verweist diesbezüglich auf den weiterhin negativen Gesamttrend in der Automobilindustrie und die noch erhöhte Unsicherheit im Wachstumsbereich E-Mobilität, wo Verschiebungen in der Produkteinführung oder zu optimistische Absatzplanungen der OEMs einen großen Einfluss auf das tatsächliche Bestellvolumen ausüben können. Dennoch gehen wir jetzt davon aus, dass die Erlöszielspanne in diesem Jahr übertroffen werden kann und erhöhen unsere Schätzung von bislang 58 auf 60 Mio. Euro.

Marge noch gering

Obwohl sich die Profitabilität in den ersten sechs Monaten 2019 nach dem Rücksetzer im letzten Jahr schon wieder deutlich verbessert hat, bleibt die operative Rendite derzeit noch relativ gering. Begrenzt wird das Potenzial kurzfristig durch hohe Investitionen und Entwicklungsaufwendungen, den weiteren Aufbau der Fertigung in Mexiko und den Neuanlauf neuer Produkte. Zusätzlicher Druck resultiert aus den immer noch recht hohen Materialkosten – auch wenn der Abschwung in der Branche langsam für etwas Entspannung sorgt – und steigenden Personalkosten. Trotzdem profitiert InTiCa schon jetzt von den höheren Margen innovativer Produkte. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen die EBIT-Marge des ersten Halbjahrs im Gesamtjahr mit 2,5 Prozent halten kann und damit die Prognosespanne (1,5 bis 2,0 Prozent) übertrifft.

Zweistellige Wachstumsraten bis 2022

Eine Fortsetzung des Wachstumskurses über das Jahr 2019 hinaus erscheint aufgrund des hohen Auftragsbestands und der aussichtsreichen Positionierung schon jetzt sehr wahrscheinlich. In der mittelfristigen Umsatzprojektion rechnet das Management mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von fast 15 Prozent bis 2022, so dass dann ein Umsatzniveau von ca. 85 Mio. Euro erreicht werden würde (siehe Abbildung). Wir hatten bislang mit 82 Mio. Euro und damit mit einem Abschlag gerechnet. Dies halten wir angesichts der jüngsten Dynamik beim



Mittelfristplanung InTiCa – Umsatz in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

Auftragsbestand nicht mehr für gerechtfertigt und heben den Wert daher auf das Niveau der Managementprognose an. Im Anschluss kalkulieren wir wie bislang mit abnehmenden einstelligen Wachstumsraten.

Hohes Verbesserungspotenzial

Für den starken Ausbau des E-Solutions-Geschäfts geht InTiCa aktuell noch stark in Vorleistung. Doch wenn das skizzierte hohe Wachstum tatsächlich realisiert wird, dürfte das zu einem großen Teil aus den Volumensteigerungen der neu eingeführten Produkte resultieren. Damit erwarten wir erhebliche Skaleneffekte, zudem weisen die zum Teil komplexeren Erzeugnisse ohnehin ein höheres Margenpotenzial auf. Daher gehen wir fest davon aus, dass die operative Profitabilität sukzessive ansteigt – das hatten wir auch bislang so unterstellt. Da der Anteil des E-Solutions-Sortiments schneller ansteigt und langfristig noch höher ausfallen dürfte, als von uns zuvor im Modell unterstellt, haben wir die Zielmarge leicht von 6,7 auf 7,0 Prozent angehoben. Das entspricht immer noch in etwa dem Durchschnittsniveau, das von innovativen Automobilzulieferern erwirtschaftet wird. Die daraus resultierenden wichtigsten Kennzahlen bis 2026 zeigt die unten abgebildete Tabelle, weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow finden sich im Anhang.

Diskontierungssatz 5,9 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 60 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 5,9 Prozent.

Kursziel: 10,20 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 5,9 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	60,2	68,0	77,5	85,6	92,0	97,7	103,7	108,2
Umsatzwachstum		12,9%	14,1%	10,4%	7,4%	6,2%	6,2%	4,3%
EBIT-Marge	2,5%	3,1%	4,6%	5,7%	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT	**1,5**	**2,1**	**3,5**	**4,9**	**6,0**	**6,9**	**7,2**	**7,5**
Steuersatz	38,0%	31,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,6	0,7	1,1	1,5	1,8	2,1	2,2	2,3
NOPAT	**0,9**	**1,5**	**2,5**	**3,4**	**4,2**	**4,8**	**5,0**	**5,3**
+ Abschreibungen & Amortisation	5,1	5,3	5,4	5,5	5,4	5,3	5,2	5,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Sonstiges	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Operativer Brutto Cashflow	7,0	7,7	8,9	9,8	10,6	11,2	11,3	11,5
- Zunahme Net Working Capital	-1,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1
- Investitionen AV	-5,9	-6,0	-5,8	-5,1	-4,9	-4,8	-4,7	-4,9
Free Cashflow	**-0,5**	**1,1**	**2,3**	**4,0**	**4,8**	**5,5**	**5,6**	**5,6**

SMC-Schätzmodell

Höhe von 43,9 Mio. Euro. Das entspricht 10,23 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 10,20 Euro ableiten. Die deutliche Anhebung in Relation zu unserem bisherigen Kursziel (8,70 Euro) resultiert insbesondere aus den optimistischeren Wachstumserwartungen in Verbindung mit einer leicht erhöhten Margenschätzung. Auf dieser Basis sehen wir aktuell ein Kurspotenzial von über 90 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. Insbesondere das dominante Automobilzuliefergeschäft mit langen Auftragslaufzeiten sorgt für eine vergleichbar gute Visibilität und Planungssicherheit. Nach einer Übergangsphase, in der sich die Lieferketten einschwingen müssen, dürfte das auch wieder für das Segment E-Mobilität gelten. Zwar kann es branchenbedingt immer wieder zu Schwankungen in den Abrufzahlen kommen, wie das Jahr 2018 gezeigt hat, doch das Unternehmen dürfte dies mit der flexibilisierten Fertigung zunehmend besser abfedern. Wir stufen das Prognoserisiko mit 3 Punkten weiterhin als leicht unterdurchschnittlich ein.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 5,86 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 6,9 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 20,45 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
4,9%	20,45	17,18	14,75	12,87	11,37
5,4%	16,40	14,05	12,24	10,79	9,62
5,9%	13,38	11,63	**10,23**	9,10	8,15
6,4%	11,04	9,70	8,60	7,69	6,92
6,9%	9,18	8,12	7,24	6,49	5,86

Fazit

Nach einem Rückschlag im letzten Jahr ist InTiCa Systems im ersten Halbjahr 2019 in die Erfolgsspur zurückgekehrt und konnte den Umsatz um 14,2 Prozent auf 25,9 Mio. Euro steigern. Vom ersten auf das zweite Quartal hat die Dynamik dabei deutlich angezogen. Mit diesem Rückenwind ist dem Unternehmen die Rückkehr in die Gewinnzone gelungen, die EBIT-Marge lag in den ersten sechs Monaten bei 2,5 Prozent. Auch hier zeigt sich ein positiver Quartalsverlauf (Q1: 2,1 Prozent; Q2: 2,8 Prozent).

Trotzdem ist die Rendite insgesamt noch gering. Das Unternehmen erbringt derzeit hohe Vorleistungen, um die sich bietenden Wachstumschancen im Bereich E-Solutions, mit der Etablierung der E-Mobilität als zentralem Treiber, zu nutzen. Zudem belasten aktuell die schwierigen Rahmenbedingungen in der Automobilindustrie.

Das Management bleibt daher vorsichtig und hat die Ziele für 2019 – ein Umsatz von 54 bis 58 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 1,5 bis 2,0 Prozent – zunächst einmal nur bestätigt, auch wenn die Halbjahreszahlen ein Übertreffen möglich erscheinen lassen. Zumindest werden nach aktuellem Stand Erlöse am oberen Ende der Spanne erwartet.

Das dürfte aber erst den Anfang einer längeren und dynamischen Wachstumsphase darstellen. Die hohe Nachfrage nach Produkten aus dem Bereich E-Solutions hat binnen Jahresfrist zu einem Anstieg des Auftragsbestands um 116 Prozent auf 119 Mio. Euro geführt. Auf der Grundlage des sich damit abzeichnenden Wachstums rechnen wir für die nächsten Jahre mit erheblichen Skaleneffekten und einer deutlichen Verbesserung der operativen Rendite auf ein branchenübliches Niveau.

Dieses Szenario haben wir in unserem Bewertungsmodell abgebildet und auf dieser Basis ein Kursziel von 10,20 Euro ermittelt. Der deutliche Anstieg gegenüber unserer letzten Analyse (8,70 Euro) resultiert aus den im zweiten Quartal sichtbaren substanziellen Fortschritten und dem stark gestiegenen Auftragsbestand, der zu einer Anhebung unserer Umsatz- und Gewinnschätzungen geführt hat. Wir bekräftigen das Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	28,1	33,9	34,5	34,9	34,5	34,0	33,5	33,1	32,8
1. Immat. VG	4,9	5,1	5,4	5,6	5,7	5,7	5,6	5,5	5,3
2. Sachanlagen	22,0	22,6	22,9	23,1	22,6	22,1	21,7	21,4	21,3
II. UV Summe	22,0	25,7	27,8	30,7	35,2	39,4	44,0	48,6	53,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	16,8	17,4	18,3	20,2	23,1	25,5	28,3	31,0	33,9
II. Rückstellungen	1,2	1,5	1,9	2,2	2,6	2,9	3,2	3,6	3,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	12,5	19,0	19,1	19,1	18,9	18,8	18,6	18,4	18,2
2. Kurzfristiges FK	19,6	21,7	23,1	24,1	25,2	26,3	27,5	28,7	30,0
BILANZSUMME	**50,1**	**59,6**	**62,4**	**65,6**	**69,7**	**73,5**	**77,5**	**81,6**	**86,0**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	47,9	60,2	68,0	77,5	85,6	92,0	97,7	103,7	108,2
Gesamtleistung	50,2	60,0	69,5	79,0	87,1	93,5	99,2	105,2	109,7
Rohertrag	23,0	26,4	31,1	35,6	39,4	42,4	45,0	47,6	49,4
EBITDA	3,4	6,6	7,4	8,9	10,3	11,3	12,1	12,4	12,6
EBIT	-0,9	1,5	2,1	3,5	4,9	6,0	6,9	7,2	7,5
EBT	-1,4	0,8	1,3	2,8	4,1	5,1	6,0	6,3	6,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,3	0,6	0,9	1,9	2,8	3,6	4,2	4,4	4,7
JÜ	-1,3	0,6	0,9	1,9	2,8	3,6	4,2	4,4	4,7
EPS	-0,31	0,14	0,22	0,45	0,66	0,84	0,98	1,03	1,09

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	2,1	4,3	5,7	6,7	7,7	8,3	8,7	8,8	8,9
CF aus Investition	-6,6	-5,9	-6,0	-5,8	-5,1	-4,9	-4,8	-4,7	-4,9
CF Finanzierung	0,2	1,7	0,2	-0,1	-0,3	-1,5	-1,8	-2,1	-2,2
Liquidität Jahresanfa.	-5,7	-9,9	-9,9	-9,9	-9,1	-6,7	-4,8	-2,6	-0,6
Liquidität Jahresende	-9,9	-9,9	-9,9	-9,1	-6,7	-4,8	-2,6	-0,6	1,2

Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	-4,3%	25,6%	12,9%	14,1%	10,4%	7,4%	6,2%	6,2%	4,3%
Rohertragsmarge	48,0%	43,8%	45,7%	45,9%	46,1%	46,1%	46,0%	45,8%	45,7%
EBITDA-Marge	7,0%	11,0%	10,9%	11,5%	12,1%	12,3%	12,4%	11,9%	11,7%
EBIT-Marge	-2,0%	2,5%	3,1%	4,6%	5,7%	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%
EBT-Marge	-2,9%	1,3%	2,0%	3,6%	4,7%	5,6%	6,1%	6,1%	6,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	-2,7%	1,0%	1,4%	2,5%	3,3%	3,9%	4,3%	4,3%	4,3%

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 (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt

4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

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 oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.

8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde

9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH

10) 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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 12.09.2019 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 12.09.2019 um 8:10 Uhr veröffentlicht.

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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
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 Bewertungsverfahren 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:
http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
28.05.2019	Buy	8,70 Euro	2), 3)
07.05.2019	Buy	8,80 Euro	2), 3)
28.03.2019	Buy	9,00 Euro	2), 3), 4)
29.11.2018	Buy	8,00 Euro	2), 3)
06.11.2018	Buy	8,00 Euro	2), 3), 4)
31.08.2018	Buy	9,15 Euro	2), 3), 4)
02.05.2018	Buy	9,60 Euro	2), 3)
27.03.2018	Buy	9,60 Euro	2), 3)
30.11.2017	Buy	9,60 Euro	2), 3), 4)
28.08.2017	Buy	8,70 Euro	2), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates und 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.