

These

Wir schlagen eine Investition in Init innovation in traffic systems AG vor, einem deutschen Telematiksystemanbieter. Dabei handelt es sich um ein hervorragendes, gründergeführtes Unternehmen mit einem vorübergehenden Ertragseinbruch, der u.a. wegen Anlaufkosten

Aktueller Kurs	14,27 €
Aktienzahl (Mio.)	<u>10.040</u>
Marktkapitalisierung (Mio.)	143.270 €
./. Kasse (Mio.)	14.038 €
+ Bankverschuldung (Mio.)	<u>19.601 €</u>
Enterprise Value (Mio.)	148.833 €

für die internationale Expansion entstanden ist. Aus unserer Sicht spiegelt sich in der aktuellen Bewertung überwiegend der kurzfristige Ertragsrückgang wider und weder der Projektcharakter des Geschäftsmodells von Init noch der guten Track Record von langfristig herausragenden Renditen finden Berücksichtigung. Dementsprechend nutzen wir die im Zeitablauf günstige Bewertung und sehen bei Init über die nächsten Jahre ein deutlich überdurchschnittliches Kurspotenzial.

Unternehmensbeschreibung

Init innovation in traffic systems AG mit Sitz in Karlsruhe wurde aus der dort ansässigen Universität 1983 im Rahmen eines Spin-offs gegründet. Der Gründer Gottfried Greschner weist aktuell eine Beteiligung am Unternehmen von 41,72 % auf. Zusammen mit den Aktien, die vom Vorstand und Mitarbeitern gehalten werden, steigt der Anteil auf 52%. Init ist ein Hersteller von elektronischen und informationstechnischen Systemen für den Öffentlichen Nahverkehr. Init erstellt Systeme

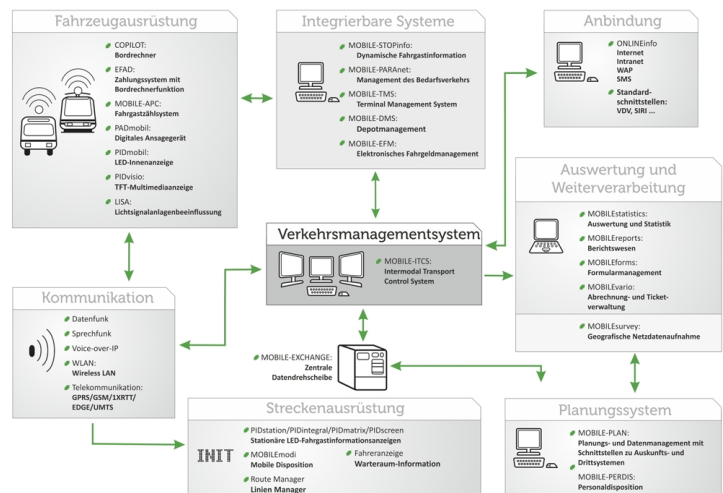
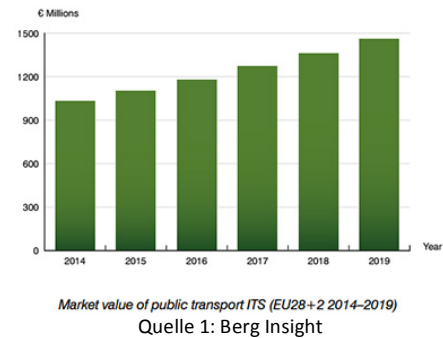


Abbildung 1: Init Geschäftsmodell

zur Planung des Verkehrsbetriebes, zur Gestaltung der Dienstpläne der Angestellten, zur Personaldisposition und zur Verwaltung von publizierten Fahrplänen. Daneben werden verschiedenste Geräte angeboten, wie z.B. Bordrechner für die Verkehrsmittel, Fahrgastinformationssysteme (in Form von Displays) oder Haltestellendisplays. Als integrierter Kompletthanbieter deckt Init einen Großteil der Wertschöpfung ab, von der Entwicklung der Hard- und Software, über die Installation beim Kunden, bis hin zur laufenden Wartung und Instandhaltung. Init ist weltweit tätig und beschäftigt derzeit 583 Mitarbeitern. Einzige Produktionsstätte ist am Hauptsitz in Karlsruhe mit Vertriebsniederlassungen in den USA, Kanada, Australien, Dubai, Großbritannien und Singapur. Die wesentlichen Absatzmärkte sind Europa, Nordamerika und der arabische Raum. Die regionale Verteilung des Umsatzvolumens ist dabei stark abhängig von der Anzahl gewonnener Großprojekte und variiert im Zeitablauf. Dementsprechend ist eine Darstellung der Umsätze u.a. nach Absatzwährungen ohne wesentliche Aussagekraft. 2015 wurde 74% des Umsatzes von Init im Ausland erwirtschaftet, wovon 50% auf Nordamerika entfielen.

Branche und Markstellung

Der öffentliche Nahverkehr befördert einen bedeutenden Anteil der Menschen, insbesondere in Städten. In 2012 wurden allein in der EU 56,8 Mrd. Fahrten getätigt. Die Branche für Telematiksysteme (Intelligent Transport Systems kurz ITS), die den öffentlichen Nahverkehr hinsichtlich der Fahrtenabwicklung, -dokumentation und -auswertung verbessern soll, hatte in 2014 ein Marktvolumen von €1,03 Mrd. in Europa. Bis 2019 wird mit einem Wachstum von 7,2% p.a. gerechnet, sodass das Zielvolumen in 2019 rd. €1,46 Mrd. entspricht. Die Investitionen in den Nahverkehr werden im Wesentlichen von öffentlichen Auftraggebern vergeben. Dadurch ist das Marktwachstum grundsätzlich stabil und tlw. sogar antizyklisch. Die Auftragsvergabe innerhalb der ITS-Branche erfolgt projektbezogen, sodass gewisse Risiken bezüglich der Umsatz-, Ertrags- und Cash-Flow-Planung bestehen, da Investitionen kurzfristig verschoben oder sogar komplett gestrichen werden können. Neben der Neuinstallation von Systemen müssen bestehende Systeme gewartet werden, sodass zumindest ein geringer Anteil der Gesamtumsätze wiederkehrend ist. Die Markteintrittsbarrieren sind hoch. Neben dem Know-How-Bedarf aufgrund der technologischen Komplexität, mit dem signifikante Investitionen einhergehen, zeichnet sich die Branche durch eine hohe Kundenloyalität aus, da ein Anbieterwechsel mit hohen Kosten verbunden ist. Zusätzlich ist die langjährige Projekterfahrung der Telematikanbieter für viele öffentliche Auftraggeber eine wichtige Voraussetzung. Neben der steigenden Weltbevölkerung ist die Branche getrieben von Megatrends, wie der Urbanisierung (inkl. Smart Cities) und dem wachsenden Umweltbewusstsein. Außerdem führen EU-weite Initiativen (z.B. European Bus System of the Future) zu einer beschleunigten Implementierung von ITS-Anwendungen. Der Wettbewerb innerhalb der ITS-Branche ist fragmentiert. Vermehrte Übernahmen und Fusionen in den letzten Jahren haben teilweise zu einer Konsolidierung geführt, die auch weiterhin anhalten sollte. Die wesentlichen Wettbewerber von Init sind die Trapeze Group und IVU. Zudem gibt es rein nationale Konkurrenten wie Ineo Systems in Frankreich oder Vix in Großbritannien. Insgesamt ist der Wettbewerb von kleinen bis mittelgroßen Unternehmen geprägt. Obwohl u.a. Siemens im Telematik-Markt aktiv ist (Marktanteil 3%) ist aufgrund der überschaubaren Marktgröße ein Eintritt von größeren und preisaggressiveren Unternehmen nicht zu erwarten. Aus unserer Sicht wäre eine Fusion von global agierenden Wettbewerbern strategisch sinnvoll, da dadurch erhebliche Skaleneffekte entstehen könnten. In Deutschland sind viele der Wettbewerber jedoch gründergeführt und damit ist eine Fusion/Übernahme aktuell nur schwer realisierbar. Init mit einem Marktanteil von rd. 10% ist in der Branche aufgrund der hohen Qualität der Software mit modularem Aufbau (Bsp. Regensburg: Volles System in der Stadt (Naherkennung), Basissystem außerhalb der Städte) und der guten Kosteneffizienz sehr gut positioniert.



Strategie / Management

Init verfolgt einen langfristigen strategischen Ansatz. Dieser wird dem Unternehmen durch den Gründer, größten Aktionär und Vorstandsvorsitzenden Gottfried Greschner ermöglicht, der seit 33 Jahren an der Spitze des Unternehmens steht. Durch die Tatsache, dass das Management den größten Einzelaktionär stellt, ergibt sich

SoE Investments

21.04.2016

ein gewisser Handlungsfreiraum, um langfristig wertsteigernde Entscheidungen auch auf Kosten kurzfristiger Ergebnisziele zu treffen. Insgesamt will Init weiterhin organisch wachsen mit einer sukzessiven Erschließung neuer regionaler Märkte (z.B. Asien) und Ausbau bestehender Standorte wie den USA. Durch kontinuierliche Weiterentwicklung und Verbesserung der Produkte ihres Baukastensystems versucht Init zudem über Service und Wartungsdienstleistungen auch nach Abschluss der Projekte wiederkehrende Umsätze zu generieren und damit die Ertragsvolatilität zu reduzieren.

Finanzanalyse

In Mio. €	2015		2014		2013	
Umsatz	105,3	+2,2%	103,0	2,9%	100,1	2,9%
Rohertragsmarge		30,2%		35,5%		37,4%
EBITDA	14,1	13,4%	21,7	21,1%	20,5	20,5%
EBIT	10,8	10,2%	18,7	18,1%	17,7	17,7%
Konzernergebnis	7,6	7,2%	12,1	11,7%	12,1	12,1%
EK-Quote		49,1%		52,6%		52,5%
Marketcap	147,2		205,9		233,9	
Enterprise Value	152,7		205,8		219,5	
Operativer CF	11,5		0,5		11,4	
Free CF	3,1		-6,1		7,3	

In den letzten 3 Jahren verzeichnete Init leicht steigende Umsätze mit Wachstumsraten von rd. 2-3% p.a. Demgegenüber ist die Rohertragsmarge seit 2013 deutlich rückläufig, was insbesondere auf höhere Kosten für angelaufene Projekte und Personalaufbau zurückzuführen ist. Dabei gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass im Zuge der regionalen Expansion in Asien und USA Anlaufkosten angefallen sind, die zukünftig durch steigende Umsatzbeiträge kompensiert werden sollen. Das EBITDA, EBIT und Konzernergebnis sind darüber hinaus durch gestiegene F&E-Aufwendungen belastet.

Init ist sehr konservativ finanziert. Die Brutto-EK-Quote ist mit 49,1% trotz hoher Dividendenzahlungen sehr gut. Die Marktkapitalisierung und der Enterprise Value sind korrespondierend zur Ertragsentwicklung deutlich gesunken. Die operativen und freien Cash flows weichen teilweise deutlich von der Ertragsentwicklung ab und sind im Jahresvergleich sehr volatil. Hier werden die typischen Eigenschaften des Projektgeschäfts deutlich.

Wesentliche Risiken

a) Projekt-, Produkt und Vertragsrisiken

Init arbeitet mit Festpreisverträgen und unterliegt damit dem Risiko, dass es zu Kostenüberschreitungen infolge von technischen Schwierigkeiten, Qualitätsproblemen oder Zeitverzögerungen kommt. Darüber hinaus können Produktmängel auch nach Abschluss eines Projekts zu Gewährleistungszahlungen führen.

b) Signifikanter Forderungsbestand

Der Geschäftsansatz von Init birgt den Nachteil, dass Projekte oftmals eine lange Laufzeit aufweisen. Dadurch entsteht ein hoher Forderungsbestand (€62,7 Mio. bzw. 43% der Bilanzsumme), der verschiedene Risiken mit sich bringt. Einerseits können Forderungsausfälle drohen, insb. in Entwicklungsländern mit schlechter Zah-
SoE Investments

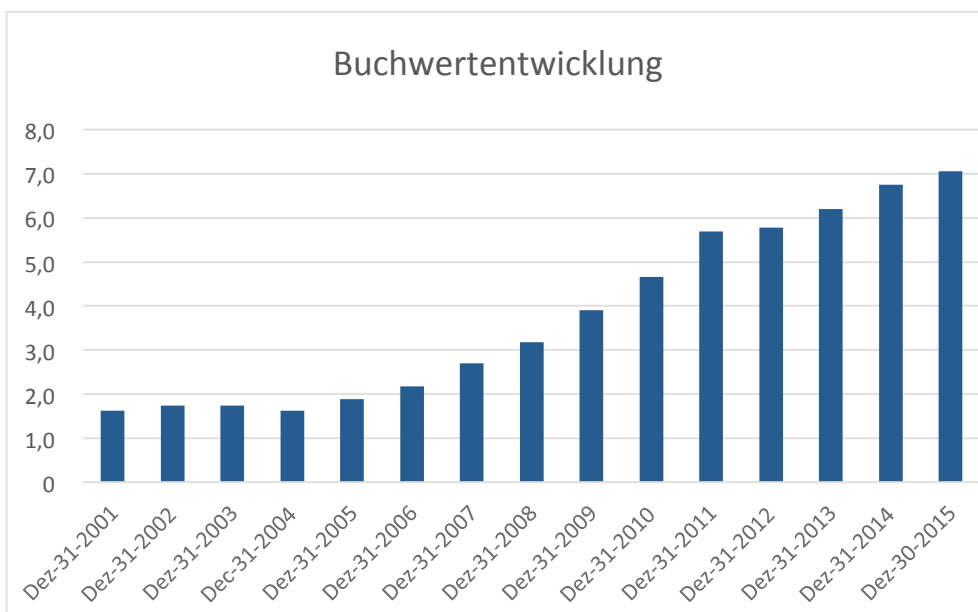
21.04.2016

lungsmoral. Andererseits ist Init gezwungen einen großen Teil der Produktion u.a. über Bankavale über vorzufinanzieren, weil insbesondere Kommunen Zahlungsziele oftmals bis zum Maximum ausreizen.

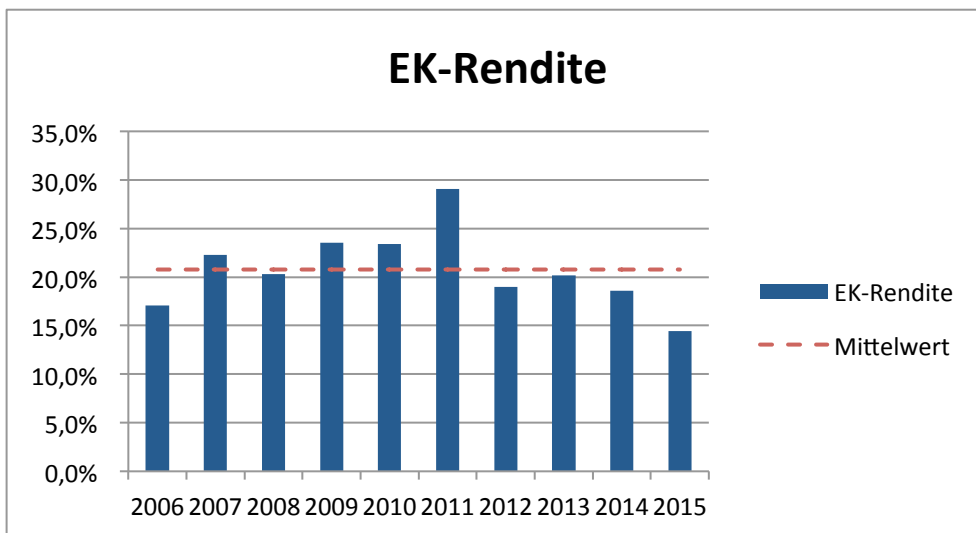
c) *Währungsrisiken*

Init erwirtschaftet in der Regel über 50% des Umsatzes in Fremdwährungen. Dementsprechend besteht ein signifikantes Wechselkursrisiko, dass sich insb. auf das Ergebnis und den bilanziellen Forderungsbestand auswirken kann. Init hat deshalb Devisentermingeschäfte abgeschlossen, die die Auswirkungen von Wechselkursschwankungen reduzieren.

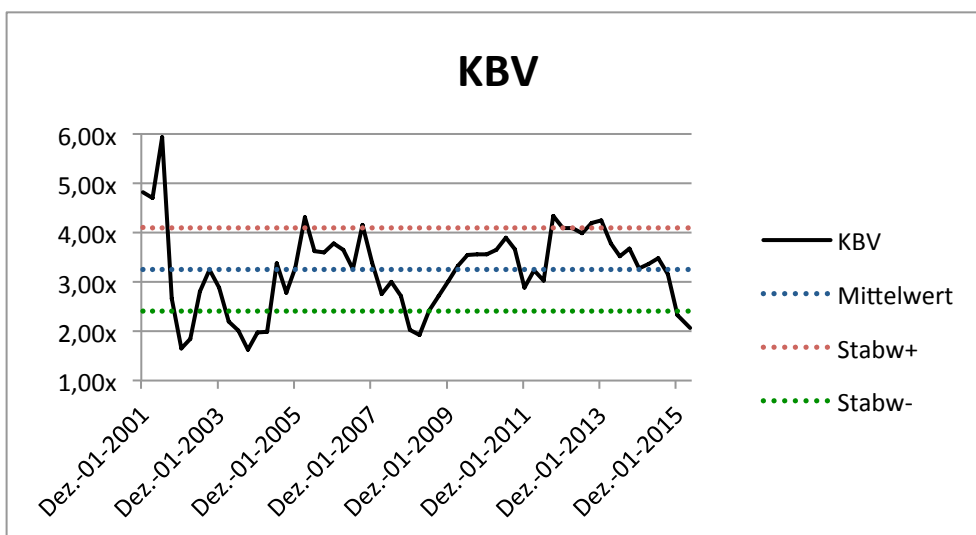
Bewertung



Init anhand einer DCF-Berechnung zu bewerten ist aus unserer Sicht nicht zielführend, da aufgrund des Projektgeschäfts der Zeitpunkt des Kapitalflusses nur schwer abschätzbar ist. Um eine erste Einschätzung treffen zu können, ob das Unternehmen profitabel wirtschaftet, betrachten wir die Buchwertentwicklung von Init in den vergangenen 14 Jahren. Dabei wird deutlich, dass Init nach dem Ende der Rezession in 2003/04 den Buchwert jedes Jahr steigern konnte, auch während der Finanzkrise in 2008/09. Im Durchschnitt konnte das Eigenkapital seit 2001 um 11,5% gesteigert werden. Damit kann sich Init von anderen Projektunternehmen, wie der Bauindustrie, deutlich positiv abheben, was nicht zuletzt auf die größtenteils öffentlichen Auftraggeber zurückzuführen ist.



Nachdem in einem ersten Schritt die sehr gute Buchwertsteigerung in der Vergangenheit die nachhaltige Profitabilität des Geschäftsmodells von Init bewiesen hat, ist in einem zweiten Schritt zu klären, welche Renditen das Unternehmen auf das eingesetzte Eigenkapital erwirtschaften konnte. Wie die Abbildung zeigt, lag die EK-Rendite in den letzten 10 Jahren im Schnitt über 20%. Gleichzeitig wird auch deutlich, dass die Renditen gewissen Schwankungen unterworfen sind. Im abgelaufenen Jahr wurde mit rd. 14% eine wesentlich niedrigere EK-Rendite erzielt. Wie bereits beschrieben gehen wir davon aus, dass das Geschäftsmodell von Init trotz des Ertragsrückgangs intakt ist, was sich u.a. an der Umsatzstabilität und der positiven Auftragsentwicklung der letzten Wochen ablesen lässt. Folglich erwarten wir mittelfristig eine Rückkehr zu den durchschnittlichen EK-Renditen von über 20%.



Die rückläufige Ertragsentwicklung von Init hat sich deutlich auf den Aktienkurs niedergeschlagen. Auf Basis des KBV wurde Init nur in den Krisen in 2003/04 und 2008/09 niedriger bewertet. Im Vergleich zum Durchschnitts-KBV von 3,35x bewegt sich die aktuelle Bewertung von 2,06x rd. 40% unter diesem Niveau. Wir gehen jedoch aufgrund des nachhaltig stabilen Geschäftsmodells davon aus, dass Init vom Markt zumindest wieder eine durchschnittliche Bewertung zugestanden wird. Allein dadurch ergibt sich ein Potenzial von 60% zum aktuellen Aktienkurs.