

## Basisstudie

### Analysten:

Michael Vara, Tel.: 069 / 71 91 838-41, michael.vara@bankm.de

Daniel Grossjohann, Tel.: 069 / 71 91 838-42, daniel.grossjohann@bankm.de

**Fair Value €13,75**

**Kaufen**

## Automotives: Motor des Wachstums

InTiCom ist ein Spezialist für passive analoge Schaltungstechnik, die in Wachstumsnischen des Elektronikmarktes Verwendung findet. In 2006 erwirtschaftete das Unternehmen bei einem Umsatz von € 37,5 Mio. ein operatives Ergebnis von € 2,3 Mio. Nach der erfolgreichen Erschließung des Automobilmarktes in nur vier Jahren befindet sich die InTiCom wieder auf einem starken Wachstumspfad. Aufgrund der vorhandenen Alleinstellungsmerkmale gehen wir davon aus, dass weitere Geschäftsfelder, wie z.B. Wechselrichter für die Solarindustrie oder Anwendungen für die Konsumelektronik, ausgebaut werden können.

Wettbewerbsvorteile ermöglichen hohe und stabile Margen. Das Unternehmen sieht sich als Qualitäts- und Innovationsführer im Bereich der passiven analogen Schaltungstechnik. Die automatisierte Produktion erlaubt eine kundennahe Produktion in Europa und ermöglicht maximale Flexibilität. Mit eigenentwickelten Maschinen und selbsterstellter Entwicklungssoftware stellt die InTiCom gleichzeitig die Qualitäts- und Kostenführerschaft sicher.

**Sparte Automobil-Technologie:** Wird in den nächsten Jahren hohe Wachstumsraten bei überdurchschnittlichen Margen aufweisen. In fünf bis sieben Jahren soll das Segment € 50 Mio. bis € 60 Mio. Umsatz generieren. Wir erwarten das Überschreiten der € 50 Mio. Schwelle in 2014. Für 2007 gehen wir von einem Umsatz in Höhe von € 5 Mio. aus. Der Markteintritt ist zwar schwierig, danach ist das Geschäft jedoch relativ risikoarm und gut planbar, wobei wir mit zweistelligen Wachstumsraten rechnen.

**Sparte xDSL-Technologie:** Der Bereich generiert Cash und wächst aufgrund der Zunahme von DSL-Penetration, Upgrades (Bandbreite) und Providerwechseln im Durchschnitt um 7% p.a. Die kurzfristige Umsatzentwicklung kann aber recht volatil sein. Bei den DSL-Splitttern besitzt das Unternehmen in Deutschland einen Marktanteil von rund 80%.

**Tabelle 01: Key Ratios**

Jahr	Umsatz	Netto Erg.	dil. EPS	dil. KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT-Marge (%)	ROE (%)
2005	35,0	2,2	1,69	8,3	0,3	3,4	9,9	0,2
2006	37,5	1,6	0,49	42,5	1,6	26,2	6,1	8,2
2007e	40,0	2,2	0,50	22,3	1,1	13,9	7,6	8,4
2008e	45,5	2,9	0,68	16,5	0,9	11,6	7,8	10,3
2009e	54,1	3,9	0,90	12,5	0,7	8,9	8,3	12,2

Quelle: Unternehmensangaben, BankM

### Finanzkennzahlen 2006

Buchwert je Aktie € 7,75

Bilanzsumme € 38,2 Mio.

EK-Quote 65%

Nettoverschuldung - € 6,4 Mio.

Gearing -25.8%

Anzahl Mitarbeiter 155

### Aktueller Aktienkurs

(12.11.2007) € 11,2

### Anzahl Aktien

(Mio. Stück) 4.29

### Market Cap.

(in € Mio.) 48.0

### Free Float

91%

### WKN

587484

### ISIN

DE000587484

### Bloomberg

IG7:GR

### Marktsegment

Communication  
Technology

### Rechnungslegung

IFRS

### Geschäftsjahr

31. Dez



Kursverlauf seit IPO (XETRA)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko.

## Inhalt

<b>INVESTMENT CASE</b>	<b>3</b>
<b>UNTERNEHMENSPROFIL</b>	<b>4</b>
Geschäftsmodell	5
Historie	8
Technologie/Produkt/Dienstleistung	8
Management	9
Strategie	10
<b>MARKTUMFELD XDSL-TECHNOLOGIE</b>	<b>12</b>
Der deutsche Markt für xDSL-Splitter	13
Wachstumstreiber I: Ausbau des VDSL-Netzes	15
Wachstumstreiber II: Auslandswachstum	16
Wachstumstreiber III: Providerwechsel	17
Trends in der Telekommunikationstechnik	18
<b>MARKTUMFELD AUTOMOBIL-TECHNOLOGIE</b>	<b>18</b>
Marktbeschreibung	19
Produkte	20
Aussichten	22
<b>WETTBEWERBER</b>	<b>25</b>
<b>ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>26</b>
<b>BEWERTUNG</b>	<b>29</b>
DCF-Modell	29
Sensitivitätsanalyse	30
Peer-Group-Vergleich	30
Bewertungsfazit	32
<b>SWOT-ANALYSE</b>	<b>33</b>
<b>TABELLENANHANG</b>	<b>34</b>
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)</b>	<b>37</b>

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

## Investment Case

Das in nur vier Jahren erschlossene Marktsegment Automobil-Technologie wird sich in den nächsten Jahren zum wichtigsten Wachstumstreiber der Gruppe entwickeln. Nach dem Erreichen des Break Evens in 2006 erwarten wir für 2007 einen deutlichen Ausbau der Umsätze auf € 5,0 Mio. Die gut gefüllte Auftragspipeline verspricht weiteres Wachstum und wir gehen von einem Umsatzsprung in 2008/09 aus. Der gegenwärtige Auftragsbestand ermöglicht laut Unternehmen einen Umsatz von € 50 Mio. bis € 60 Mio. in fünf bis sieben Jahren. Dabei schätzen wir die erreichbaren operativen Margen höher ein als beim bisherigen Hauptumsatzträger, dem Splittergeschäft. Aufgrund der gegenseitigen Abhängigkeit zwischen den Autozulieferern und der InTiCom, den vorhandenen Mindestabsatzmengen und den Rahmenverträgen ist das Geschäft relativ risikoarm und gut planbar. Die Markteintrittsbarrieren schätzen wir als hoch ein.

Die schnelle Penetration des Automarktes stellt unter Beweis, dass die InTiCom in der Lage ist, neue Marktfelder rasch zu erschließen. Gegenwärtig arbeitet das Unternehmen mit acht Partnern im Bereich Photovoltaik zusammen. Die Kooperationen sollen ab 2008 zu ersten nennenswerten Umsätzen führen. Zudem liefert das Unternehmen Produkte für Konsumelektronik (Weiße Ware). Hiermit ist der Grundstein für den Aufbau eines weiteren Segments, Industrials, gelegt.

Da der tschechischen Tochter eine Steuerförderung für Investitionen bis zu € 24,5 Mio. gewährt worden ist, sind die Gewinne durch das zukünftige Wachstum bis 2016 praktisch steuerfrei. Dadurch dürfte die Steuerquote für InTiCom insgesamt von 37,2% in 2006 auf rund 15% in 2009 sinken. Die Steuerförderung gilt nur für Investitionen, die bis Ende 2010 getätigt werden. Wir schätzen, dass InTiCom mit den Investitionen aus dem Förderprogramm ein Umsatzvolumen von über € 100 Mio. problemlos erreichen könnte.

Unseres Erachtens können die negativen Auswirkungen der geplanten Digitalisierung des Festnetzes (ab 2012) auf das Splittergeschäft durch die starken Wachstumsaussichten des Segments Automobil-Technologie und das vorhandene Potenzial bei der Erschließung neuer Märkte mehr als kompensiert werden.

Wir erwarten, dass der Bereich xDSL-Technologie nach den zuletzt rückläufigen Umsätzen im Splittergeschäft von einem sich verbessernden Produktmix (VDSL) profitieren wird. Somit befindet sich der bis dato noch wichtigste Umsatzträger wieder auf Wachstumskurs. Wir gehen in den nächsten Jahren von rund 7%igen Wachstumsraten aus. Mit einem 2008er EV/EBIT von 11,6 bzw. 2008er KGV von 16,5 sind unseres Erachtens die starken Wachstumsperspektiven der Aktie (EPS-Wachstum 2006 bis 2009 schätzen wir auf 22%) noch nicht eingepreist.

**Automobilgeschäft entwickelt sich zum wichtigsten Wachstumsträger, Umsätze von €50 Mio. bis €60 Mio. in fünf bis sieben Jahren möglich.**

**Weiteres Geschäftsfeld, Industrials, befindet sich im Aufbau**

**Zukünftiges Wachstum geht mit null Steuern einher.**

**Starke Wachstumsaussichten kompensieren die Gefahren der Digitalisierung des Telekommunikationsnetzes.**

**Aussichten sind bei einem 2008er KGV von 16,3 nicht eingepreist.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Unternehmensprofil

### **InTiCom baut Kapazitäten aus ....**

Die InTiCom Systems AG mit Hauptsitz in Passau und Niederlassungen in Österreich, Tschechien und Griechenland erwirtschaftete 2006 einen Jahresumsatz von € 37,5 Mio. (Vj.: € 35 Mio.). Der Jahresüberschuss lag mit € 1,57 Mio. rund 28,5% unter dem Vorjahreswert. Im ersten Halbjahr 2007 erreichte das Unternehmen eine 6%ige Umsatzsteigerung bei einem deutlich überproportionalen Anstieg des Periodenüberschusses (+45%). Gegenwärtig beschäftigt das Unternehmen 230 Mitarbeiter (Vj.: 137), bis Jahresende ist ein Anstieg auf 245 Mitarbeiter geplant.

### **..und ist führender Anbieter von xDSL-Splittern.**

InTiCom wurde 2000 von vier ehemaligen Mitarbeitern der Vogt Electronic AG gegründet und ist ein hochspezialisierter Nischenplayer für passive analoge Schaltungstechnik. In Eigen- und Fremdentwicklung werden Lösungen konzipiert und im Anschluss produziert. Aufgrund der Alleinstellungsmerkmale ist es dem Unternehmen gelungen, ein führender Hersteller von xDSL-Splittern zu werden. Bei der Herstellung der neuen VDSL-Splittergeneration, die auch als ADSL-Splitter eingesetzt werden kann, ist das Unternehmen Technologieführer und Erstausrüster der Deutschen Telekom. In 2007 wird das Unternehmen voraussichtlich über 80% der Umsatzerlöse in diesem Geschäftsfeld erwirtschaften. Das VDSL-Geschäft war in 2006 noch belastet durch die Unstimmigkeiten zwischen Bundesregierung und europäischen Stellen über eine Regulierung oder Nicht-Regulierung des Hochgeschwindigkeitsnetzes, was dessen Ausbau in Deutschland verzögerte.

### **Automobil-Technologie: Wachstumsstarkes zweites Standbein mit technologischen Synergien.**

Ein für InTiCom noch kleines aber wachstumsstarkes Gebiet, auf dem das Unternehmen seine Kompetenzen in der analogen Schaltungstechnik einsetzen kann, ist der Bereich Automobil-Technologie. Dieses Segment trug 2006 etwa 10% zum Konzernumsatz bei, im ersten Halbjahr 2007 lag der Anteil bereits bei rund 14%. Mittelfristig soll der Automotive-Bereich der Motor der weiteren Unternehmensentwicklung sein. Bereits in fünf Jahren will die InTiCom Systems AG in dieser Sparte rund 50% der Konzernumsätze erwirtschaften. Auf mittelfristige (fünf bis sieben Jahre) Sicht scheint für den Bereich ein Umsatzvolumen zwischen € 50 Mio. und € 60 Mio. erzielbar.

### **Industrieelektronik –eine kundenindividuelle Nische**

Im Bereich der Industrieelektronik sind verschiedene kundenindividuelle Lösungen mit dem technischen Know-how der InTiCom Systems AG umsetzbar. Zukunftspotenzial versprechen Anwendungen in der Photovoltaik. Wechselrichter wandeln von Solar- und Windkraftanlagen erzeugten Gleichstrom in Wechselstrom. Die Geräte sind so konzipiert, dass unter anderem auch Ferndiagnosen (bei auftretenden Fehlern in der Solaranlage) möglich sind. Vorteil der von InTiCom entwickelten Wechselrichter ist die deutlich geringere Größe der Wechselrichter bei gleicher Funktionalität.

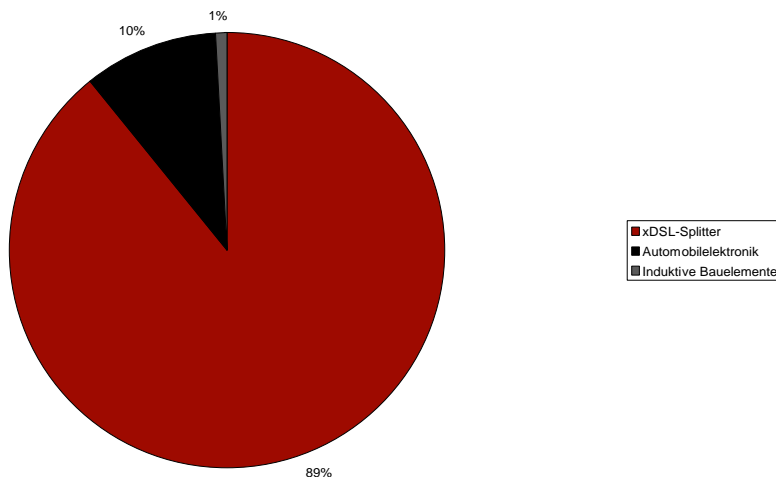
BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Das nachstehende Diagramm zeigt die Aufteilung der Unternehmensumsätze im Jahr 2006 unterteilt nach Produktbereichen.

**Grafik 01: Umsatzaufteilung nach Produktgruppen**



Quelle: InTiCom Systems AG

## Geschäftsmodell

Basierend auf dem Know-how des Unternehmens im Bereich der passiven analogen Schaltungstechnik entwickelt und produziert die InTiCom Systems AG xDSL-Splitter (amt- und nutzerseitig), Komponenten für den Bereich Automobilelektronik und kundenspezifische Komponenten aus dem Bereich der Industrielektronik. Hierbei kommen selbst-entwickelte Produktionsanlagen und Produktionstechniken zum Einsatz. Das Unternehmen unterhält mit Passau und Neufelden (Österreich) zwei Forschungs- und Entwicklungsstandorte. An diesen wird sowohl produkt- als auch produktionsbezogene Forschung betrieben. Spezifisches Know-how wird auf diese Weise in der Unternehmung gehalten.

Der modernste Produktionsstandort, Prachatice (Tschechien), sowie die Entwicklungsstandorte Passau (Zentrale und Produktentwicklung) und Neufelden (Produktionstechnologie) befinden sich in räumlicher Nähe. Jeder der drei Standorte ist vom jeweils anderen nur etwa 80 bis 100 Kilometer entfernt. Auf diese Weise kann die InTiCom den Vorteil der engen Zusammenarbeit der drei Bereiche Produktentwicklung, Konzeption der Anlagen und Maschinen sowie Produktion nutzen. Gleichzeitig kommt das Unternehmen in den Genuss der Vorteile der verschiedenen Standorte.

**Passive analoge Schaltungstechnik ist die Plattform für alle Geschäftsfelder.**

**Produktions- und Entwicklungsstandorte in räumlicher Nähe.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Vorteile durch niedrigeres Lohnniveau und 10-jährige steuerliche Investitionsförderung am tschechischen Produktionsstandort.**

Für die Wahl des Produktionsstandortes in Tschechien waren verschiedene Gründe ausschlaggebend. Das Lohnniveau in Tschechien liegt deutlich unter dem deutschen oder österreichischen Lohnniveau, aber auch am Standort Griechenland sind die Lohnkosten (um das dreifache) höher als in Prachatic. Der InTiCom Systems AG bot sich Ende 2005 die Möglichkeit, ein vollständig erschlossenes Industriegrundstück (Fläche: 20.000m<sup>2</sup>) im Gewerbegebiet von Prachatic für rund T€ 60 zu erwerben. Zudem wurde dem Unternehmen auf Sicht von zehn Jahren eine steuerliche Investitionsförderung für einen Betrag von bis zu € 24,5 Mio. gewährt. Die Förderung gilt für alle im tschechischen Werk erwirtschafteten Gewinne.

**Hohe Wertschöpfungstiefe im Drei-Schicht-Betrieb. Geprüfte Produktqualität.**

InTiCom verfügt über eine hohe Wertschöpfungstiefe. Mit Ausnahme der margenschwachen Bestückung durchlaufen die von InTiCom gefertigten Produkte und Komponenten ausschließlich interne Produktionsstufen. Sogar die Fertigung von Kunststoffgehäusen nach dem Spritzgussverfahren erfolgt auf eigenen Maschinen (Gussformen werden jedoch zugekauft). Alle Produktionsanlagen sind automatisiert. Das moderne Werk in Tschechien wird in drei Schichten an sieben Tagen in der Woche betrieben. Das Werk beschäftigt etwa 150 Mitarbeiter. Pro Schicht sind etwa 30 bis 40 Mitarbeiter im Werk, die die Produktion überwachen, Hilfsaufgaben in der Betreuung der Produktionsmaschinen (z.B. Entnahme von Bauteilen, gegebenenfalls Wartung/Umrüstung der Maschine) wahrnehmen oder im administrativen Bereich tätig sind. Die Prüfung jedes Bauteils, das die Fabrik verlässt, ist ein entscheidender Baustein des Geschäftsmodells und der strategischen Positionierung als Qualitätsproduzent.

**Produktionsmaschinen flexibel nutzbar.**

Die automatisierten Produktionsmaschinen der InTiCom sind nicht in ein vollautomatisiertes Gesamtsystem eingebunden und lassen sich bei veränderten Kundenwünschen leicht umrüsten. Wegen der Technologienähe der Segmente können die eigenentwickelten Maschinen, aber auch zugekaufte Maschinen (z.B. Spritzgussautomaten), in der Produktion für verschiedene Kundengruppen eingesetzt werden.

**Übersichtliche Anzahl an Eingangsprodukten, geringe Vorratsbestände.**

Die Produkte der InTiCom basieren in allen drei Segmenten (xDSL-Technologie, Automobil-Technologie, Industrieelektronik) auf den gleichen Ausgangsstoffen. Wesentliche Vorprodukte nahezu aller Produkte sind (Kupfer-)Draht für Spulen/Antennen (Induktivitäten) und Kunststoffgranulat als Ausgangsstoff für die Kunststoffschalen. Diese Vorprodukte sind unserer Ansicht nach so standardisiert, dass es bei der Belieferung zu keinerlei Engpässen kommen dürfte. Für ein Produktionsunternehmen weist InTiCom eine ungewöhnlich niedrige Quote in der Relation Umsatz zu Vorräten aus. Neben der übersichtlichen Anzahl an Vorprodukten und der gut kalkulierbaren Bedarfsplanung liegt eine Erklärung hierfür im Verkauf von Vorprodukten an den Auftragsbestücker.

**Keine Saisonalität, Absatz unterliegt den Lebenszyklen der Endprodukte.**

In den Endmärkten für die Produkte der InTiCom besteht keine Saisonalität. Der Splittermarkt und der Absatzbereich Automobilelektronik sind keiner systematischen Zykliz unterworfen, die Produkte der InTiCom unterliegen in Ihrem Absatz der Akzeptanz der Endprodukte, in denen sie Verwendung finden. Der Absatz der Induktivitäten für bestimmte Produkte (z.B. Keyless Go Systeme) wird durch den Produktlebenszyklus dieser Produkte bestimmt. Anders als der Automobilmarkt, der als zyklisch gilt, ist der Absatz von elektronischen Systemen (Sonderausstattungen, die nicht Pflicht sind) nicht durch den Autoabsatz bestimmt, sondern durch die Akzeptanz der Autokäufer und den Reifegrad des Produktlebenszyklus.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

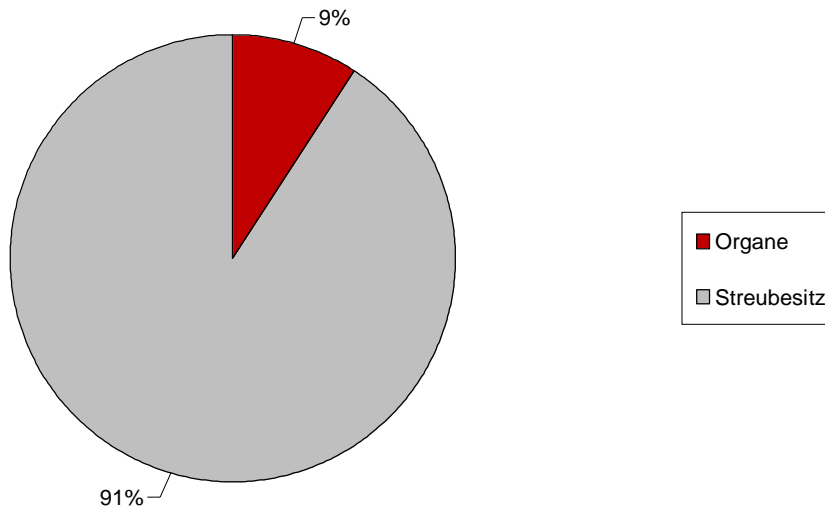
# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Die InTiCom Systems AG ist seit 2004 im Prime Standard der Deutschen Börse notiert. Der Free Float betrug zum 30.6.2007 rund 90,7%, die Marktkapitalisierung liegt gegenwärtig bei rund € 48 Mio. Nicht dem Free Float zugerechnet ist der Aktienbesitz der Organmitglieder (Vorstände und Aufsichtsrat), der sich zum 30.6.2007 auf insgesamt 9,3% belief. Zudem sind verschiedene institutionelle Investoren mit Anteilen bis zu knapp 8% bei InTiCom engagiert.

**Free Float von 90,7%.**

## Grafik 02: Aktionärsstruktur zum 30.6.2007



Quelle: InTiCom Systems AG (Halbjahresbericht)

Das Unternehmen wies zum 30.9.2007 eine Eigenkapitalquote von 57,2% auf. Der stichtagsbezogene Liquiditätsbestand (Wertpapiere, Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente) lag bei € 15,4 Mio. bei einer Bilanzsumme von € 45,9 Mio. Die Höhe des Liquiditätsbestandes erklärt sich dadurch, dass das Unternehmen die günstige Rahmensituation genutzt hat, um Kapital für zukünftige Investitionen bereitzuhalten. Zudem legen die Kooperationspartner in der Automobilindustrie aufgrund der langjährig angelegten Geschäftsbeziehungen Wert auf solide finanzierte Lieferanten. Eine Dividende schüttet das Unternehmen nicht aus. Die EBIT-Marge der InTiCom lag nach den ersten neun Monaten bei 7,8%.

**Solide  
Finanzkennzahlen,  
hoher Liquiditäts-  
bestand.**

Bis vor kurzem befand sich die InTiCom in einem Rechtsstreit um Namensrechte mit dem Hauptkunden Deutsche Telekom. Dieser wurde außergerichtlich beigelegt. InTiCom erkennt die älteren Namensrechte der Telekom an und erhält im Gegenzug eine großzügige Übergangsfrist. Die Umbenennung wird auf der kommenden ordentlichen Hauptversammlung erfolgen.

**Namensstreit ist  
außergerichtlich  
beigelegt worden.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Historie

Tabelle 02: Unternehmenshistorie der InTiCom Systems AG

Zeit	Ereignis
2000	Gründung der Gesellschaft unter dem Namen InTelCom Systems AG
2001	Gründung einer Betriebsstätte in Thessaloniki (GR) zur Produktion induktiver Bauelemente; Gründung der IST Components d.o.o. (Varazdin/HR) die Entwicklung, Produktion und Vertrieb von elektronischen und elektrotechnischen Bauelementen
2002	Verlegung des Hauptsitzes nach Passau
2003	Namensänderung in InTiCom Systems Aktiengesellschaft
2004	Gründung der InTiCom Components GmbH (Thessaloniki/GR); IPO (Prime Standard) an der Deutschen Börse
2005	Gründung des zusätzlichen Entwicklungsstandortes Neufelden (A) zur Entwicklung von Produktionstechnologien und Produktionsanlagen für die InTiCom Systems AG, Entscheidung für den Bau des Werkes in Prachatice/Tschechien (November)
2006	InTiCom wird Erstausrüster für das geplante VDSL-Netz der Deutschen Telekom (Februar); Erfolgreiche Platzierung einer Kapitalerhöhung (Volumen €9,4 Mio.) (März); Lieferung der ersten VDSL-Splitter (April); Start der Serienfertigung im Bereich Automobil-Elektronik (Mai)
2007	Verdopplung der Produktionskapazitäten in Prachatice/Tschechien (August)

Quelle: Unternehmensangaben

## Technologie/Produkt/Dienstleistung

**Höchste Kompetenz bei passiver analoger Schaltungstechnik.**

Die Produkte der InTiCom Systems AG basieren auf passiver analoger Schaltungstechnik. Hierbei wird, zumeist im Auftrag, eine Lösung mit Hilfe der eigenen Software und in enger Zusammenarbeit mit den Kunden entwickelt. Anschließend werden die Produkte mit den eigenentwickelten Maschinen produziert. Kundennähe, schnelle und kompetente Entwicklung sowie die qualitativ hochwertige und kostengünstige Produktion mit den eigenentwickelten Maschinen bilden eine schwer zu übertreffende Kombination aus Qualitäts- und Kostenführerschaft bei höchstmöglicher Flexibilität und Zuverlässigkeit.

Diese passive analoge Schaltungstechnik ist zwar keineswegs neu, jedoch hat InTiCom hier ein Know-how- und Qualitätsniveau aufgebaut, das die Wettbewerber nicht erreichen. Vergleichsweise neue Anwendungen (VDSL-Splitter, Keyless Go Antennen, Reifendruckmesssysteme) benötigen Komponenten, die auf passiver analoger Schaltungstechnik basieren und von

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



# InTiCom Systems AG

14. November 2007

sehr hoher Qualität sind. Für die Hersteller dieser neuartigen Produkte (Automobilzulieferer wie etwa Siemens VDO) ist die passive analoge Schaltungstechnik jedoch ein Nebenschauplatz, in dem man sich aufgrund der als veraltet geltenden, aber dennoch hoch anspruchsvollen Technologie nicht selbst engagieren möchte.

Die Produkte der InTiCom sind vielfältig nutzbar, jedoch immer auf verwandte Technologien zurückzuführen. Das Produktspektrum reicht von xDSL-Splitttern (ADSL bis VDSL), die gegenwärtig den größten Umsatzanteil generieren, über Komponenten für die Automobilelektronik bis hin zu (kundenindividueller) Industrie- und Spezialelektronik. In der Telekommunikationsbranche dienen die Splitter der InTiCom amts- und nutzerseitig der Trennung zwischen Internet- und Sprachdatenpaketen. Die Splitter sind funktional mit einer Weiche zu vergleichen, deren Aufgabe in der Trennung der Frequenzen liegt.

Die RFID-Lösungen der InTiCom verfügen über ein breites Einsatzgebiet im Bereich der immer komplexer werdenden Automobilelektronik. So finden sie unter anderem Verwendung bei Keyless Go Systemen, welche ein Schließen und Öffnen des Fahrzeugs ohne aktive Nutzung des Schlüssels ermöglichen. Antennen im Fahrzeuginneren erkennen ein Signal, das vom Schlüssel gesendet wird und öffnen bzw. schließen die Türen ab einer bestimmten Entfernung des Schlüssels vom Auto. Somit fungiert der Schlüssel gleichzeitig als Wegfahrsperre, da sich der Motor nur starten lässt, wenn sich der Schlüssel im Auto befindet. Das Starten des Motors wird durch einen Startknopf erledigt. Fahrerspezifische Daten werden ebenfalls im Schlüssel gespeichert, so dass sich z.B. Klimaanlage und Radio im gewünschten Modus automatisch einstellen. Das Empfangen der Daten erfolgt durch die passiven Bauelemente der InTiCom.

Auch für Reifendruckkontrollsysteme werden die Produkte der InTiCom genutzt. Hier senden Sensoren Daten des Reifens an den mit Fahrsicherheitsprogrammen vernetzten Bordcomputer, um die Sicherheit zu erhöhen und den Spritverbrauch zu senken. Auch für moderne Wegfahrsperren ist das Know-how der InTiCom wichtig. Der Schlüssel sendet beim Starten Informationen an die Bordelektronik, welche feststellt, ob der Schlüssel zum Fahrzeug gehört. Nur dann ist das Starten des Motors möglich. Auch im Bereich der sonstigen induktiven Bauelemente und Filteranwendungen ist InTiCom aktiv. Ein neues Betätigungsfeld, in dem InTiCom bereits einen größeren Auftrag vermeldete, ist die Lieferung von Systemkomponenten für Hybridmotoren. Hybridmotoren wird ein großes Potenzial zugebilligt, weil sie einen Lösungsansatz für innerstädtische Emissionsproblematiken bieten können.

## Management

Herr Dr. Grohs, Dipl.-Ingenieur, verantwortet innerhalb des Vorstands die Bereiche Entwicklung, Produktion und Verwaltung. Zudem ist Herr Dr. Grohs Geschäftsführer der InTiCom Components GmbH (Thessaloniki). Die Bestellung von Herrn Dr. Grohs läuft bis zum 30.6.2011.

Frau Grohs, Kauffrau, verantwortet die Bereich Materialwirtschaft, Marketing und Vertrieb sowie Personal. Frau Grohs ist zudem für die InTiCom Systems GmbH (Neufelden/Österreich) als Geschäftsführerin tätig. Die Bestellung von Frau Grohs läuft bis zum 30.6.2011.

Das Ehepaar Grohs hält gemeinsam eine Beteiligung von 2,8% am Unternehmen. Die Vergütung enthält keine variablen Anteile und keine Optionen.

**Breites  
Produktspektrum basiert  
auf einer  
Basistechnologie.**

**Automobil-elektronik  
bietet vielfältige  
Einsatzmöglichkeiten.  
Wie Keyless Go  
Systeme,...**

**...Reifendruckkontrollsysteme,  
Wegfahrsperren  
und Wechselrichter für  
Hybridmotoren.**

**Dipl.-Ingenieur Dr. Paul  
Grohs betreut u.a.  
Entwicklung und  
Produktion,..**

**...Kauffrau Maria Grohs  
verantwortet  
Materialwirtschaft,  
Vertrieb, Personal.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Vakante CFO-Stelle seit November 2007 besetzt. Vorstand wieder vollzählig.**

Mit Wirkung zum 1. November hat der Aufsichtsrat den Diplom-Kaufmann Herrn Christian Schubert (42) zum CFO benannt. In die Zuständigkeit von Herrn Schubert fallen die Ressorts Finanzen, Controlling und IT, aber auch Investor und Public Relations. Herr Schubert bringt aus früheren Tätigkeiten als CFO, Vorstand und Geschäftsführer bei verschiedenen Unternehmen detaillierte Branchenkenntnisse des Elektro-, Elektronik- und Automobilmarktes mit.

Aufsichtsratsvorsitzender der InTiCom Systems AG ist der Dipl. Physiker Dr. Wulfdieter Braun. Weitere Aufsichtsratsmitglieder sind der Betriebswirt (VWA) Karl Kindl, der eine Beteiligung von 3,5 % an der Gesellschaft hält, und der Dipl.-Ingenieur Harald Nöth.

## Strategie

**Systempartner für Großkonzerne im Bereich passiver analoger Schaltungstechnik.**

Die InTiCom Systems AG versteht sich als Systempartner für Großkonzerne (wie z.B. Deutsche Telekom, Nokia). Obwohl in der Elektronik eine klare Tendenz zur Digitalisierung besteht, gibt es weiterhin Bereiche, in denen auf analoge Technologie zurückgegriffen werden muss. Trotz ihres Alters ist die passive analoge Schaltungstechnik sehr komplex und wird, da sie nicht mehr an den Universitäten gelehrt wird, nur noch von wenigen Unternehmen beherrscht. InTiCom verfügt über Spezialwissen auf dem Gebiet der passiven analogen Schaltungstechnik und über eine eigenentwickelte Software, die die komplexe wechselseitige Kopplung von Induktivitäten berechnen kann. Hierdurch ist InTiCom ein wertvoller Partner für Großkonzerne, die keine eigene Abteilung für diese Nischentechnologie unterhalten wollen und entsprechende Aufträge an Partner auslagern.

**Entwicklung von Produkten und Produktionsanlagen erfolgt unternehmensintern.**

Komponenten für Systeme seiner Kunden entwickelt die InTiCom auf Basis des eigenen Know-hows in der passiven analogen Schaltungstechnik. Da es sich bei den Herstellern von qualitativ hochwertigen Induktivitäten um einen überschaubaren Kreis handelt, sind Maschinen zum Wickeln von Spulen am Markt nicht zu erwerben. InTiCom entwickelt und fertigt daher am österreichischen Standort selbst Maschinen, die auf die speziellen Bedürfnisse der Produktion der InTiCom ausgelegt sind.

**InTiCom setzt auf Eigen- und Auftragsentwicklungen.**

Das Unternehmen entwickelt Lösungen für Dritte, aber auch Eigenentwicklungen werden getätigt. Bei der Fremdentwicklung erhält InTiCom von einem Kunden einen konkreten Entwicklungsauftrag für bestimmte Lösungen. Diese Entwicklung mündet im Idealfall in ein Serienprodukt des Kunden, das von InTiCom geliefert wird. Bei den Eigenentwicklungen versucht InTiCom Lösungen zu entwickeln, für die das Unternehmen Bedarf sieht und die nach Abschluss der Entwicklung im Markt platziert werden sollen.

**Spezial-Know-how, Lieferzuverlässigkeit und Produkt-Qualität sorgen für die Alleinstellung.**

Darüber hinaus besitzt das Unternehmen weitere Alleinstellungsmerkmale, die auf Spezial-Know-how basieren. Ein Beispiel hierfür ist die eigene Software, die Kopplungseffekte zwischen Induktivitäten prognostizieren kann. InTiCom ist dadurch in der Lage, die Planungsphase und damit die „Time to Market“ zu reduzieren. Weiteres Kriterium sowohl in der Telekommunikations- als auch in der Automobilindustrie ist die Lieferzuverlässigkeit. InTiCom kann hier auf die eigenen Referenzen verweisen. Bei der Produktqualität hat das Unternehmen die höchstmögliche Stufe der Qualitätskontrolle gewählt. Kein Produkt der InTiCom verlässt das Werk ungeprüft.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Die Produktion der InTiCom an den Standorten Tschechien und Griechenland erfolgt automatisiert. Lediglich Arbeitsschritte wie die Entnahme aus und die Bestückung von Maschinen wird von Mitarbeitern erledigt, da diese Schritte nur schwer zu automatisieren sind und eine Automatisierung zu Inflexibilitäten führen würde. Eine vollautomatisierte Produktion wäre zu starr auf eine Produktspezifikation ausgelegt, was bei Änderungswünschen der Kunden mit erheblichen Umrüstkosten verbunden wäre.

**Automatisierte  
Produktion an beiden  
Standorten.**

InTiCom hat mit eigenen Spritzgussmaschinen, die die Splittergehäuse spritzen, die Wertschöpfungsstufen in der nutzerseitigen Splitterfertigung erweitert. Die einzige Wertschöpfungsstufe in der Splitterherstellung, die InTiCom bei der Splitterfertigung nicht abdeckt, ist die Bestückung. Hier gibt es eine Vielzahl von Lohnbestückern, die in intensivem Preiswettbewerb stehen. Der Aufbau einer eigenen Einheit in diesem Bereich ist gegenüber dem Fremdbezug daher ökonomisch nicht sinnvoll.

**Wertschöpfungstiefe  
wurde weiter ausgebaut.**

Ausgehend von der Stärke im Bereich der xDSL-Splitter ist es dem Unternehmen gelungen, mit dem vorhandenen Know-how das Geschäftsfeld Automobilelektronik zu erschließen. Diese Strategie soll die Abhängigkeit vom xDSL-Splittergeschäft reduzieren und ein belastbares zweites Standbein schaffen. Der 2003 erfolgte Einstieg gestaltete sich überaus erfolgreich. In wenigen Jahren ist es gelungen, im Bereich Automobilelektronik vier der Top-10-Systemlieferanten der Automobilindustrie als Kunden zu gewinnen. Auch in die Solarindustrie hat die InTiCom als Hersteller von Wechselrichtern, die den von den Anlagen erzeugten Gleichstrom in Wechselstrom umwandeln, den Markteintritt vollzogen. Dieser Bereich steht jedoch noch am Anfang seiner Entwicklung.

**Mit etablierter  
Technologie neue  
Anwendungsbereiche  
erobern.**

Die gesamte Produktion der InTiCom erfolgt im europäischen Ausland (Griechenland und Tschechien). Der Standort in Prachatice (Tschechien) weist die erforderliche räumliche Nähe zum Hauptsitz und den Entwicklungsstandorten Passau und Neufelden (Österreich) auf. Der (voll)automatisierte Standort Prachatice produziert überwiegend diverse Komponenten für das junge, wachstumsstarke Geschäftsfeld Automobilelektronik. Seit Januar 2007 werden in Prachatice auch VDSL-Filterspulen produziert.

**Moderner  
Produktionsstandort in  
Tschechien.**

In Tschechien nutzt InTiCom ein EU-Investitionsförderprogramm. Dieses sieht vor, dass Investitionen bis zu einem Niveau von € 25,4 Mio. mit einer Steuerfreiheit in Höhe von 61,1% des getätigten Investitionsvolumens versehen sind. Das so entstandene Steuerguthaben kann innerhalb von zehn Jahren (bis 2016) genutzt werden. Die geförderten Investitionen müssen jedoch bis 2010 getätigt werden. Gegenwärtig hat InTiCom etwa € 9 Mio. in Tschechien investiert. Das Steuerguthaben beläuft sich somit auf rund € 5,5 Mio., weitere Investitionen in Tschechien sind jedoch geplant.

**Standort ermöglicht  
steuerlich geförderte  
Investitionen,..**

Der tschechische Standort ist auch bezogen auf das Fachkräfteangebot und das Lohnkostenniveau sehr attraktiv für InTiCom. Auch die Nähe zu den Kunden ist ein weiterer Standortvorteil. Der Transport aus Asien per Schiff ist wegen der Kundenforderung nach schneller flexibler Belieferung keine Option, ein Lufttransport aus Asien wäre mit hohen Kosten verbunden. Die Produktionsfläche des tschechischen Werkes wurde im August 2007 von 2.000m<sup>2</sup> auf 4.000m<sup>2</sup> erweitert. Das von InTiCom 2005 erworbene, vollständig erschlossene Grundstück hat eine Grundfläche von 20.000m<sup>2</sup>.

**...punktet aber auch mit  
Lohnniveau und Lage.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Wachsender Automobil-Anteil reduziert Umsatzvolatilität und verbessert die Margensituation.**

Die beiden starken Standbeine mit den Bereichen Telekommunikation und Automobilelektronik ergänzen sich technologisch sehr gut. Außerdem liefert der Automobilelektronikbereich gut kalkulierbare Absatzzahlen, während der monatliche Splitterabsatz (z.B. bedingt durch Werbeoffensiven) volatil ist. Zukünftig wird sich mit wachsendem Umsatzanteil des Automobilbereiches die Planbarkeit der Umsätze verbessern. Bis 2014 wird das Unternehmen im Automobilbereich mit € 50 Mio. bis € 60 Mio. bereits mehr als die Hälfte des Umsatzes erwirtschaften. Bei dieser Produktmixverschiebung kommt für das Unternehmen positiv zum Tragen, dass in der Automobilelektronik höhere Margen erzielt werden als im Telekommunikationsgeschäft.

**Starke Bilanz als Signal an Kooperationspartner.**

Das Unternehmen ist solide finanziert mit hoher Eigenkapitalquote und hohem Bestand an liquiden Mitteln. Die Bilanzstärke ist im Bereich Automobilelektronik von entscheidender Bedeutung, da Kooperationspartnerschaften in diesem Segment langfristig angelegt sind.

**Analoge Schaltungstechnik: Drei Endmärkte - eine technologische Basis.**

InTiCom bewegt sich auf drei Absatzmärkten, die über eine gemeinsame Technologie, die passive analoge Schaltungstechnik, verknüpft sind. Das Unternehmen besitzt tiefe Kenntnisse der Materialkunde (Ferrite) sowie Entwicklungs- und Produktions-Know-how, das in die Produkte und Lösungen einfließt. Die drei Endmärkte sind der xDSL-(Splitter)-Markt (Telekom) und die Märkte für Automobil- sowie spezielle Industrieelektronik.

**InTiCom hat einen Marktanteil von 80% bei den teilnehmerseitigen xDSL-Splittern**

Die xDSL-Splitter sind für die InTiCom der wichtigste Endmarkt. Das Unternehmen ist mit diesem Marktsegment groß geworden und erwirtschaftete in 2006 etwa 90% des Umsatzes mit Splitttern. In Deutschland ist das Unternehmen mit einem Marktanteil von etwa 80% der absolute Marktführer bei den teilnehmerseitigen xDSL-Splitttern. Dies ist darin begründet, dass InTiCom wichtigster Splitter-Lieferant der Deutschen Telekom AG ist, die mit einem flächendeckenden Festnetz in Deutschland der bei Weitem wichtigste Netzanbieter ist. Auch die sogenannten Reseller wie z.B. freenet oder 1&1 nutzen die Infrastruktur der Deutschen Telekom. Somit erhalten sie über die Deutsche Telekom auch InTiCom-Splitter. InTiCom ist es gelungen, beim ehemaligen Monopolisten eine dominante Lieferantenposition aufzubauen. Hierdurch erklärt sich der hohe Marktanteil beim Splittergeschäft.

**xDSL-Splittermarkt: Skaleneffekte von großer Bedeutung.**

Zur Nutzung von Skaleneffekten ist die Splitterherstellung besonders geeignet, weil monatlich hunderttausende baugleiche, für VDSL und ADSL geeignete Splitter das Werk verlassen. Die Existenz von Skaleneffekten bedingt eine Konzentration auf wenige große Anbieter. Auch dies liefert eine Erklärung für den hohen Marktanteil der InTiCom. Aufgrund der erreichten Skaleneffekte können die Wettbewerber dem Unternehmen kaum die Kostenführerschaft bei den Splitttern streitig machen. Zwischen der Deutschen Telekom und InTiCom besteht somit eine gegenseitige Abhängigkeit.

**InTiCom im amtseitigen Splittermarkt europaweit, im teilnehmerseitigen Markt nur in Deutschland aktiv.**

Eine Segmentierung nach amt- und nutzerseitigem Splittermarkt (jeweils für alle xDSL-Technologien) kann vorgenommen werden. Beide Splitter bilden zusammen eine sogenannte „Line“. Im teilnehmerseitigen Splittergeschäft ist InTiCom nur in Deutschland und punktuell im angrenzenden Ausland aktiv. Der Grund hierfür liegt darin, dass die Deutsche Telekom gesetzlich verpflichtet ist, die Splitter für die Endabnehmer bereit zu stellen. Die Endabnehmer müssen diese nicht im Fachhandel erwerben, wie es im europäischen Ausland zum Teil

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

der Fall ist. Durch die gesetzliche Verpflichtung stellt die Deutsche Telekom mit dem flächendeckenden Netz einen idealen Distributionsweg für die InTiCom dar. Der Aufbau einer Infrastruktur, um die ausländischen Märkte über den Fachhandel zu beliefern, stellt für die InTiCom keine wirtschaftlich sinnvolle Option dar. Da die teilnehmerseitigen Splitter eher als Commodity einzuordnen sind, gibt es wenig Anreize zum Ausbau des Auslandsgeschäfts. Anders ist die Situation bei den amtseitigen Splitttern. Hier kann InTiCom die eigenen Stärken Qualität, Zuverlässigkeit, Innovation, schnelle Produktentwicklung und eine kostengünstige Produktion ausspielen. So ist das Unternehmen bei den amtseitigen Splitttern europaweit aktiv und beliefert die wichtigsten Telekomaurüster, wie z.B. Siemens, Nokia, Ericsson und Corning. Wir schätzen, dass die Margen in erster Linie bei den amtseitigen Splitttern verdient werden.

## Der deutsche Markt für xDSL-Splitter

Die nachfolgende Übersicht zeigt die historische Entwicklung des deutschen Breitbandmarktes sowie eine Prognose der BITKOM für die Marktwachstums- und Penetrationsrate in den Jahren bis 2009. Trotz steigender Marktpenetration rechnet die BITKOM weiterhin mit zweistelligen Wachstumsraten in den Jahren 2007 bis 2009.

**Breitbandmarkt in Deutschland mit weiterhin zweistelligem Wachstum.**

**Tabelle 03: Prognose Breitbandanschlüsse in Deutschland**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Marktpenetration	18%	27%	37%	46%	54%	60%
Wachstum	49%	55%	37%	24%	16%	11%

Quelle: BITKOM/EITO

Der deutsche Breitbandmarkt wird im Wesentlichen von der DSL-Technologie dominiert, die hier einen Anteil von 96% hat. Nach Jahren sehr dynamischen Wachstums mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten von rund 50% in den Jahren von 2001 bis 2006 ist eine leichte Abschwächung des Wachstums bei weiterhin zweistelligen Mengenzuwächsen (Anzahl DSL-Anschlüsse) bis 2009 zu erwarten. Für 2009 geht die BITKOM von einem Penetrationsgrad von rund 60% aus. Damit dürfte sich die Marktpenetration des DSL-Geschäfts ihrer Sättigungsgrenze nähern. Der Haupttreiber des Splittermarktes, das Neukundengeschäft, dürfte somit an Dynamik verlieren und für Preisdruck sorgen. Das Wachstum danach ist von Upgrades bzw. technologischem Fortschritt sowie von Providerwechseln abhängig.

**BITKOM rechnet mit einer Erhöhung der Penetrationsrate von 46% in 2007 auf 60% in 2009**

Das über 200%ige Umsatzwachstum, das InTiCom 2004 zeigte, war neben dem starken Wachstum des Gesamtmarktes auch auf den Ausbau des Marktanteils als Lieferant der Deutschen Telekom zurückzuführen. Zu berücksichtigen ist auch die geringe Vorjahresbasis. In 2004 fand die Markteinführung der „DSL 2000“-Anschlüsse (2Mbit/s) statt, für die eine neue Splittergeneration benötigt wurde. InTiCom profitierte in diesem Jahr also von DSL-Neukunden der Telekom und von Upgrades. Der stark expandierende Markt dürfte darüber hinaus Preisdruck aus dem Markt genommen haben. In 2005 verzeichnete die InTiCom ein 80%iges Umsatzwachstum. Zum neuen Wachstumstreiber entwickelte sich das beginnende Resale-Geschäft der Deutschen Telekom. Bei jedem Providerwechsel eines Kunden wird dieser erneut mit einem xDSL-Splitter

**DSL-Neukundengeschäft, Providerwechsel und Upgrades sind die drei zentralen Wachstumstreiber im Splittermarkt.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

ausgestattet, unabhängig davon, ob er bereits über einen geeigneten Splitter verfügt.

**Tabelle 04: Entwicklung Breitbandanschlüsse in Deutschland**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>DSL-Lines (in Mio.)</b>							
DSL T-Com	0,2	1,8	2,8	4,0	5,8	6,3	6,9
DSL Resale (Telekom)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	3,6
DSL (andere Anbieter)	0,0	0,1	0,2	0,4	0,9	2,4	4,4
<b>Wachstum Lines</b>							
T-Com+Reseller	n.a.	1100%	56%	43%	45%	36%	33%
andere Anbieter	n.a.	809%	100%	100%	125%	167%	83%
<b>Neukunden (in Mio.)</b>							
DSL T-Com	0,2	1,7	1,0	1,2	1,8	0,5	0,6
DSL Resale (Telekom)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	2,0
DSL (andere Anbieter)	0,0	0,1	0,1	0,2	0,5	1,5	2,0
<b>Wachstum Neukunden</b>							
T-Com+Reseller	n.a.	1000%	-39%	20%	50%	17%	24%
andere Anbieter	n.a.	709%	12%	100%	150%	200%	33%

Quelle: Dialog Consult/VATM

**Der Deutsche Breitbandmarkt wuchs in 2006 um 37% ...**

**...bei weiterem Nachholbedarf im internationalen Vergleich.**

Mit einem Wachstum von 37% in 2006 war der deutsche Breitbandmarkt der am schnellsten wachsende Breitbandmarkt Europas. Allein in Deutschland (39,4 Mio. Haushalte) waren Ende 2006 14,9 Mio. Breitbandanschlüsse installiert.

Deutschland liegt aktuell mit einem Anteil von 37,3% bei Breitbandzugängen (xDSL) deutlich unterhalb des Durchschnitts anderer Industriestaaten (rund 50%). Bezogen auf die allgemeine Breitbandpenetration besteht in Deutschland somit noch Nachholpotenzial.

**Tabelle 05: Breitband- und DSL-Penetration in ausgewählten Industriestaaten**

Land	Breitband-nutzeranteil (in %)	Anteil DSL-Nutzer (in %)	DSL-Anteil am Breitband-zugangsmarkt
Deutschland	37,3%	35,8%	96,0%
Frankreich	47,1%	44,9%	95,3%
Großbritannien	56,7%	43,8%	77,2%
Spanien	45,2%	34,7%	76,8%
Japan	53,7%	30,6%	57,0%
USA	49,9%	20,1%	40,3%

Quelle: BITKOM

**DSL-Anteil an Breitbandanschlüssen variiert, Europa ist eine Hochburg der DSL-Technologie.**

Die Verbreitung der DSL-Technologie variiert stark zwischen den einzelnen Staaten. In außereuropäischen Staaten liegt der Anteil der DSL-Technologie am Breitbandmarkt zumeist bei nur 50% und darunter. Dagegen spielen die alternativen Breitbandtechnologien (Kabelmodem, Satellit, Fixed Wireless Access und „Fibre to the Home“) in Europa nur eine untergeordnete Rolle. Absolut dominierend ist die DSL-Technologie in Deutschland und Frankreich, wo sie einen Anteil an der Breitbandnutzung von jeweils über 95% verzeichnet.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Bedingt durch den Preisdruck im Bereich herkömmlicher xDSL-Splitter sowie nicht wie geplant abgerufene Entwicklungsprojekte blieb das Umsatzwachstum der InTiCom in 2006 erstmals hinter dem Mengenzuwachs der Telekom-DSL-Anschlüsse (inkl. Reseller) zurück. Während die Telekom (inkl. dem Resale-Geschäft) ein Mengenwachstum von 24% im Neukundengeschäft erzielte, verbuchte InTiCom einem Umsatzrückgang von 4,4% (bei insgesamt weiter steigenden Absatzzahlen).

Der Preisdruck im Jahr 2006 ergab sich aus der Produkteinführung des VDSL-Splitters. Bereits bei der Umstellung von DSL 1000 auf DSL 2000 ließ sich beobachten, dass dies zu einem Preisverfall bei den Produkten der älteren Generation führte. Das neue Splitterprodukt blieb in den zwei darauf folgenden Jahren nahezu preisstabil. Wir denken, dass der 2006 beobachtete Preisverfall ausschließlich aus dem Bereich ADSL-Splitter kam. Bei VDSL-Splitttern selbst besteht kein Preisdruck. Auch die Margen im VDSL-Splittergeschäft sind nicht unter Druck geraten.

Da die Deutsche Telekom nun auch an ADSL2+ Kunden den neuen VDSL-Splitter ausliefert, wird InTiCom von einem sich wieder verbessernden Produktmix profitieren. Die Belieferung der Deutschen Telekom mit den VDSL-Splitttern ist bis Ende 2008 durch einen Rahmenvertrag gesichert, so dass wir mit einer Stabilisierung und einer anschließenden Rückkehr auf die Wachstumsschiene ab 2008 rechnen.

## Exkurs ADSL vs. VDSL

Unter ADSL werden Bandbreiten zwischen 2 Mbit/s bis 6 Mbit/s verstanden. Für höhere Bandbreiten ist ein Netzausbau erforderlich. Die Amtseite muss hierfür näher an den Teilnehmer rücken. Die ADSL2+ Technologie kann bereits Bandbreiten von 16 Mbit/s realisieren. Die Ende 2006 eingeführte neue VDSL-Technologie, in der die Deutsche Telekom eine Vorreiterrolle einnimmt, eignet sich für Bandbreiten bis 50 Mbit/s. VDSL erfordert dezentral aufgestellte Multifunktionskästen in Kundennähe (300m bis 500m Entfernung), die die amtseitigen Splitter beherbergen. Die VDSL Technologie ist daher bisher nur in Ballungsgebieten verfügbar und erfordert auch einen neuen teilnehmerseitigen VDSL-Splitter. Da die neuen VDSL-Splitter der InTiCom abwärtskompatibel sind, könnten sie die ADSL-Splitter mittelfristig komplett substituieren. Gegenwärtig werden nur ADSL2+ und VDSL Anschlüsse mit VDSL-Splitttern beliefert.

## Wachstumstreiber I: Ausbau des VDSL-Netzes

2006 sollte bei der Telekom das Jahr der Markteinführung einer neuen, leistungsstärkeren DSL-Generation (VDSL) werden. InTiCom war als Technologieführer bereit für die Einführung der neuen (abwärtskompatiblen) VDSL-Splittergeneration. Bedingt durch einen Streit über die Exklusivität des VDSL-Netzes der Deutschen Telekom kam es jedoch beim Netzaufbau der Telekom zu zeitlichen Verschiebungen. Die Investitionen der Festnetzsparte der Deutschen Telekom erhöhten sich daher weniger stark als erwartet. In den Jahren 2004 (Capex: € 2,1 Mrd.), 2005 (Capex: € 2,5 Mrd.) und 2006 (Capex: € 3,3 Mrd.) war dennoch jeweils ein Anstieg der Investitionstätigkeit erkennbar. Das Geschäft mit Upgrades bestehender DSL-Lines blieb hinter den Erwartungen (sowohl von Deutscher Telekom als auch von InTiCom) zurück.

**2006er Umsatz blieb aufgrund zunehmenden Preisdrucks und nicht wie geplant abgerufenen Projekten hinter den Erwartungen zurück.**

**Preisdruck in 2006 entstand durch die Einführung einer neuen VDSL-Splittergeneration.**

**Ab 2008 rechnen wir mit wieder steigenden Umsätzen.**

**Ab einer Bandbreite von 16 Mbit/s werden VDSL-Splitter ausgeliefert.**

**InTiCom setzte früh auf VDSL.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Deutsche Telekom setzt große Hoffnungen in den Netzausbau.**

Beim Ausbau des VDSL-Netzes hat die Deutsche Telekom AG bereits 27 Großstädte in Deutschland erschlossen. 2008 sollen 23 weitere Städte folgen. Angesichts rückläufiger Festnetzkunden ist der Netzausbau der Hoffnungsträger der Deutschen Telekom. In den ersten fünf Wochen der angelaufenen Werbeoffensive (für das Entertainmentpaket, das einen VDSL-Splitter erfordert) konnten 50.000 neue Nutzer gewonnen werden. Zum Ende dieses Jahres sollen es bis zu 200.000 sein. Damit sich die Investitionen für die Deutsche Telekom rentieren, müssten mindestens eine Million Haushalte für die neuen Bandbreiten gewonnen werden. In Deutschland sind bisher erst die Ballungsräume erschlossen. Zum Jahresende 2007 hat die Deutsche Telekom die Einbindung von 17 Mio. deutschen Haushalten in das VDSL/ADSL2+ Netz geplant. Auch die bestehende DSL-Infrastruktur soll in den ländlichen Regionen weiter ausgebaut werden, die DSL-Verfügbarkeit soll Ende 2007 94,4% der Haushalte offenstehen. Dies entspricht einer DSL-Anbindung von 400.000 neuen Haushalten.

**Telekom-Kooperation mit GdW öffnet einen neuen Absatzkanal für Triple-Play-Angebote.**

Die Kooperation zwischen GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen und Deutscher Telekom bezieht sich auf die Vermarktung von Double- und Triple-Play-Angeboten (Internet, Telefonie und Fernsehen) der Telekom durch die Mitgliedsunternehmen des Verbandes. Für die Telekom ist dies eine große Chance zur Stärkung des Vertriebs des neuen Angebotes. Hiermit tritt die Deutsche Telekom in direkten Wettbewerb mit den Kabelnetzbetreibern.

**Wir denken, dass sich die VDSL-Technik durchsetzt, dies jedoch länger dauern wird als bei Vorgängertechnologien.**

Bereits bei vorherigen Ausweitungen der DSL-Leitungskapazitäten (von 1Mbit/s auf 2Mbit/s, 6Mbit/s und 16Mbit/s) haben sich die neuen Kapazitäten jeweils nach vergleichsweise kurzer Zeit (2-3 Jahre) durchgesetzt. Zwar nimmt der Grenznutzen für den Kunden mit jeder zusätzlichen Kapazitätsausweitung ab, dennoch gehen wir davon aus, dass sich VDSL (bis zu 50Mbit/s) in Deutschland mittelfristig durchsetzt. Neue Anwendungen wie IPTV lassen sich auf diese Weise komfortabler nutzen. Wir denken jedoch, dass das Wachstum bei Upgrades und Neukunden im VDSL-Bereich hinter den Wachstumsraten aus früheren Entwicklungssprüngen der DSL-Technologie zurückbleiben wird.

**VDSL auch in anderen europäischen Staaten der Wachstumstreiber.**

## Wachstumstreiber II: Auslandswachstum

Große europäische Netzbetreiber (wie z.B. die British Telecom) befinden sich, ebenso wie die Deutsche Telekom, in einer Phase der Aufwertung ihres Festnetzes durch VDSL-Angebote. Während der Start des VDSL-Projektes in Deutschland bereits vollzogen ist, werden in Großbritannien ab 2008 entsprechende Aktivitäten erwartet. Auch wenn es hierbei, wie in Deutschland, zu Verzögerungen bei der Einführung kommen sollte, bietet diese Entwicklung ein großes Potenzial. InTiCom wird an der Einführung der VDSL-Technologie in Großbritannien im amtseitigen Splittergeschäft in jedem Fall partizipieren. Erhebliches Potenzial bietet der InTiCom auch das Geschäft im europäischen Ausland, wo DSL ebenfalls verbreitet ist. Weltweit wuchs die Anzahl der DSL-Anschlüsse zwischen 2005 und 2007 um jährlich rund 19%.

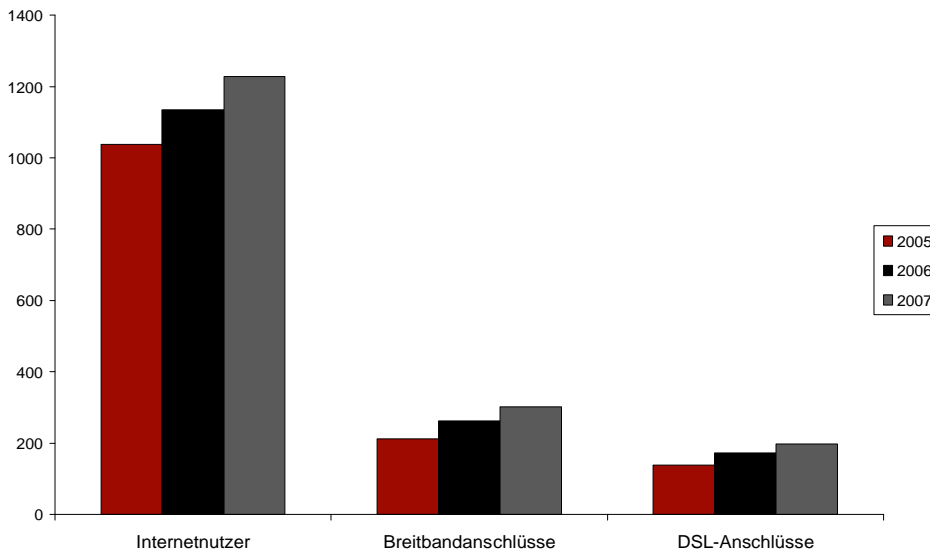
BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



# InTiCom Systems AG

14. November 2007

**Grafik 03: Weltweite Informationsinfrastrukturen ( in Mio. Nutzern)**



Quelle: BITKOM

InTiCom bieten sich vor allem auf den westeuropäischen Märkten Absatzchancen im amtseitigen Splittergeschäft, da hier bereits eine breite Akzeptanz der DSL-Technologie existiert. Im vergangenen Geschäftsjahr erzielte InTiCom knapp 30% der Telekommunikationsumsätze im europäischen Ausland. Insbesondere Staaten wie z.B. Großbritannien, bei denen die VDSL-Einführung, also eine Aufwertung der bestehenden DSL-Netzinfrastruktur, noch bevorsteht, bieten Potenzial.

Da InTiCom im europäischen Ausland keine teilnehmerseitigen Splitter anbietet, wird sich der Aufbau der VDSL-Infrastruktur in anderen europäischen Staaten bei der Nachfrage nach den höhermargigen amtseitigen Splittern bemerkbar machen.

Gegenwärtig beinhaltet die Projektpipeline sieben Entwicklungsprojekte. Auslandsprojekte machen den Löwenanteil der Pipeline aus. Daneben wird in Deutschland an VDSL-bezogenen Entwicklungsprojekten gearbeitet. Die Projektpipeline hier ist auf zwei Bestandskunden und einen Neukunden zurückzuführen und wird erwartungsgemäß 2008/09 zu Umsätzen führen.

**Chancen in Märkten mit hoher DSL-Akzeptanz wie z.B. Großbritannien.**

**Amtseiten-Splitter bietet die höheren Margen.**

## Wachstumstreiber III: Providerwechsel

Die Neigung zu Providerwechseln, dem dritten wichtigen Wachstumstreiber im Splittermarkt, ist stark von den Kampagnen der Wettbewerber abhängig. Nachdem in den vergangenen Jahren DSL-Kunden massiv von den alternativen DSL-Anbietern umworben wurden, könnte sich hier in nächster Zeit gegenüber den Vorjahren eine Normalisierung abzeichnen. Die Deutsche Telekom hat mit Congster und dem neuen Entertainmentpaket auf die Angebote der Wettbewerber reagiert.

**Providerwechsel sorgen für ein Grundrauschen auf dem Markt.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Trends in der Telekommunikationstechnik

**Risiko: Digitalisierung des Festnetzes.**

Sollte in einigen Jahren (ab 2012) die geplante Digitalisierung des Festnetzes einsetzen, würde dies dem Splittermarkt die Wachstumsgrundlage entziehen. Eine Trennung zwischen den Frequenzen (Sprache und Daten) mittels eines Splitters entfielen. Bei einem sich über mehrere Jahre hinziehenden Wechsel auf ein komplett digitalisiertes Netz würde zwar der Absatzmarkt Splitter allmählich verschwinden, Einsatzfelder für das Know-how der InTiCom würde jedoch auch das digitalisierte Festnetz liefern. Hierzu zählen Produkte wie Filterbaugruppen. Verglichen mit dem heutigen xDSL-Markt wäre das Umsatzpotenzial voraussichtlich allerdings geringer.

**Vorteil des analogen Festnetzes ist die Robustheit.**

Obwohl die Digitalisierung des bestehenden Netzes dem allgemeinen Trend der Digitalisierung entspricht und das Zusammenwachsen verschiedener Technologien ermöglicht, gibt es auch Argumente, die für ein Festhalten an der analogen Technologie sprechen. Diese betonen vor allem die Robustheit und Störanfälligkeit des analogen Festnetzes. Die nachfolgende Tabelle stellt die jeweiligen Vorteile des bisherigen analogen Festnetzes und eines (komplett) digitalisierten Festnetzes gegenüber.

**Tabelle 06: Vorteile von analogem und digitalem Festnetz**

Analoges Festnetz	Digitalisiertes Festnetz
Weniger störanfällig durch äußere Einflüsse (Gewitter)	Einheitliche Lösung
Benutzbar auch bei Stromausfällen	Entspricht dem allgemeinen Digitalisierungstrend
Robustes System, das die Erreichbarkeit von Rettungskräften und Feuerwehr sichert	Zusammenwachsen der Technologien (Sprach- und Datenübertragung)
	Einfachheit (Frequenztrennung mittels Splitter nicht weiter erforderlich)
	Höhere Übertragungsqualität

Quelle: BankM

## Marktumfeld Automobil-Technologie

**InTiCom beeindruckte mit einer schnellen Penetration der Autoindustrie.**

Der Einstieg in den Automobilbereich wurde erst vor vier Jahren (2003) vollzogen. Heute beliefert InTiCom bereits vier der zehn größten Automobilzulieferer mit Komponenten für Wegfahrsperrern, Keyless Go Einheiten, Reifendruckmeßsysteme und Wechselrichter für Hybridmotoren. Diese schnelle Marktpenetration ist ein Beleg für die hohe Qualität, Lieferzuverlässigkeit und Flexibilität, da gerade die Automobilindustrie im Bezug auf neue Lieferanten eher als konservativ gilt. Die verhältnismäßig schnelle Penetration der konservativen Autoindustrie macht uns zuversichtlich, dass auch andere Märkte, wie z.B. die Solarindustrie oder der Bereich Konsumelektronik (Weiße Ware) erfolgreich mit den vorhandenen Alleinstellungsmerkmalen erschlossen werden können.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Ein wesentlicher Vorteil der InTiCom bei der Entwicklung von Prototypen für die Automobilindustrie ist, dass durch die unternehmenseigene Software Kopplungen zwischen Induktivitäten berechnet werden können. Die Ermittlung dieser Effekte ist sehr komplex. Eine exakte Berechnung verkürzt jedoch die Entwicklungszeiten in erheblichem Umfang. Dadurch minimiert die InTiCom die so wichtige „Time to Market“ für ihre Kundschaft.

Gegenwärtig liefert die InTiCom (Vor-) Produkte für elektronische Systeme, die in über 40 Modellen von insgesamt acht Automobilherstellern Verwendung finden. Zu den acht Automobilherstellern zählen drei deutsche Hersteller von Oberklassewagen, ein Sportwagenhersteller, drei asiatische Hersteller sowie einer der drei großen US-amerikanischen Hersteller, bei dem neun Modellreihen (Jeeps und Oberklassenfahrzeuge) mit InTiCom-Produkten bestückt sind. Als direkte Abnehmer der Produkte der InTiCom treten Zulieferer der jeweiligen Automobilunternehmen auf.

## Marktbeschreibung

Der Markt für Elektrik und Elektronik mit Einsatzgebiet in automobilen Anwendungen erreicht gegenwärtig ein weltweites Marktvolumen von € 125 Mrd. Branchenexperten gehen davon aus, dass der Markt in den nächsten zehn Jahren auf ein jährliches Marktvolumen von € 270 Mrd. anwachsen wird. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 8%.

Elektronik ist für die Automobilhersteller ein margenstarkes Geschäft, da zu vergleichsweise geringen Kosten ein hoher Mehrwert für den Autokäufer geschaffen werden kann. Der VDE (Verband der Elektrotechnik, Elektronik, Informationstechnik e.V.) schätzt, dass der Anteil der Elektronik an der Wertschöpfung eines Autos von gegenwärtig rund 25% bis zum Jahr 2010 auf etwa 40% steigen wird.

Für die InTiCom ist entscheidend, welche Anwendungen sich durchsetzen werden, ob die von InTiCom mit Bauteilen belieferten Systeme ihren Weg in die Mittelklassefahrzeuge finden und inwieweit die neuen elektronischen Anwendungen im PKW-Bereich passive analoge Schaltungstechnik von hoher Qualität benötigen. Zwischen Autoherstellern, Automobilzulieferern und deren Komponentenlieferanten besteht eine enge Kooperation und wechselseitige Abhängigkeit. Da über alle Phasen hinweg von der Konzeption bis zur Serienfertigung eine enge Zusammenarbeit erfolgt und die Entwicklung spezifisch ist, verdient InTiCom in jeder dieser Phasen.

Innerhalb des Automobilmarktes wird die Elektronik immer wieder gezielt eingesetzt, um sich von Wettbewerbern abzugrenzen. Neuheiten werden zuerst als Sonderausstattung in den Modellreihen der Oberklasse angeboten. Werden diese Sonderausstattungen dort akzeptiert, dringen sie allmählich in das Mittel- und Kleinwagensegment vor (Beispiele hierfür sind z.B. Klimaanlage und Sitzheizungen). InTiCom ist daher mit den noch jungen Produkten vor allem bei den Oberklassefahrzeugen als Komponentenlieferant vertreten.

Der Markt für Automobilelektronik ist fragmentiert. Die Aktivitäten der InTiCom beschränken sich jedoch auf Komponenten, die auf passiver analoger Schaltungstechnik basieren. Dies ist eine Nische. Die größeren Unternehmen richteten sich in der Vergangenheit vermehrt auf digitale Technologie aus und haben die traditionelle, passive analoge Schaltungstechnik vernachlässigt. Auch in den Universitäten wird dieses Wissen nur in Form von Basiskursen angeboten.

**InTiCom reduziert mit eigener Entwicklungs- und Prognosesoftware die „TimeToMarket“...**

**...und beliefert nach vier Jahren über 40 Modelle von acht Autoherstellern.**

**InTiCom zielt auf den Wachstumsmarkt Automobilelektronik**

**Automobilelektronik: Wertschöpfungsanteil steigt auf 40% in 2010.**

**Absatzchancen der InTiCom im Automobilbereich von jungen Produkten mit Potenzial getragen.**

**Oberklasseautos nehmen Vorreiterrolle bei neuen Anwendungen der Automobilelektronik ein.**

**InTiCom besetzt im wachsenden Markt für Automobilelektronik eine Nische.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Geschäftsmodell bedingt hohe Markteintrittsbarrieren.**

Dennoch ist die passive analoge Schaltungstechnik aus vielen hochmodernen Anwendungen nicht wegzudenken.

Die Stellung der InTiCom ist durch hohe Markteintrittsbarrieren abgesichert, die sich aus dem kaum noch verfügbaren Spezial-Know-how bei passiver Schaltungstechnik und Materialkunde sowie aus dem Geschäftsmodell selbst ergeben. Die Entwicklung neuer Systeme für Modellreihen der Automobilhersteller erfolgt in enger Entwicklungs Kooperation zwischen Herstellern und Zulieferern. In der ersten Phase, in der Konzepte und Prototypen entwickelt werden, werden die Kosten für die allgemein nutzbaren Maschinen von InTiCom getragen. Die speziellen Maschinen und Werkzeuge werden von den Automobilherstellern finanziert und verbleiben in deren Besitz. Die Beziehung zwischen Herstellern und Zulieferern ist eine strategische, die von wechselseitiger Abhängigkeit gekennzeichnet ist. Die Bindung ist besonders zu Geschäftsbeginn der Modelleinführung sehr stabil. Zu einem späteren Zeitpunkt und bei höheren Stückzahlen besteht die Gefahr, dass der Automobilhersteller die Belieferung auf zwei Zulieferer verteilt, um seine Abhängigkeit zu reduzieren.

**Stabiles Geschäft mit überdurchschnittlichen Margen...**

Erhält ein Zulieferer den Entwicklungsauftrag für ein speziell auf eine Modellreihe zugeschnittenes System, so hängt der wirtschaftliche Erfolg maßgeblich davon ab, wie sich die nachgefragten Stückzahlen des Modells entwickeln. Da der Produktion eine längere Entwicklungsphase vorgelagert war, ist Wettbewerbsdruck während des Produktlebenszyklus nicht zu befürchten. So dürften auch die Margen in der Automobilelektronik höher ausfallen als im Splittergeschäft.

**...bei guter Planbarkeit der Umsätze.**

Die Umsätze im Automobilelektronikgeschäft sind für InTiCom gut planbar. Oft werden in der Branche mehrjährige Rahmenverträge geschlossen, die auch Mindestabnahmemengen benennen. Daneben ergibt sich die Planbarkeit aus dem prognostizierten Absatzerfolg der Modellreihen und der Quote von Autokäufern, die die entsprechende Sonderausstattung wünschen.

**Maßgeschneiderte Produkte, hohe Qualitätsanforderungen.**

Im Automobilsektor entwickelt InTiCom immer maßgeschneiderte Lösungen. Dies ist nötig, da jede Modellreihe abweichende Anforderungen an das elektronische System stellt. Die räumliche Anordnung und der für das System vorgesehene Platz in der Karosserie unterscheiden sich zwischen den Modellen. Die Qualität der gelieferten Komponenten ist von entscheidender Bedeutung. Um die Lieferanten abzusichern, werden daher oft Mindestabnahmemengen festgelegt.

**Keyless Go Systeme: Hohe Anforderungen an Antennenqualität, wenige Wettbewerber und gegenwärtig wichtigster Umsatzträger der Sparte Automobil-Technologie.**

InTiCom beliefert zum Beispiel Hersteller von Keyless Go Systemen. Bei diesem jungen System spielt die Produktqualität der Keyless Go Antennen die herausragende Rolle, weil die Frequenz von Schließsystem und Schlüsseln (bzw. Karten) exakt zueinander passen muss und jeweils nur genau eine Frequenzhöhe genutzt werden darf. Der zentrale Nutzen des Systems besteht im Komfort (das System erkennt den Fahrer und modifiziert Einstellungen wie z.B. Sitzhöhe etc.) und in der Diebstahlsicherung. Wir trauen den Keyless Go Systemen, die auf RFID-Technologie basieren und gegenwärtig nur in den Fahrzeugen der Premiumklasse als Sonderausstattung verfügbar sind, durchaus zu, in die Mittelklasse einzudringen. Bei einigen Modelltypen dürften Keyless Go Systeme mittelfristig Teil der Serienausstattung werden. Die Anzahl der Wettbewerber im Bereich Keyless Go Antennen ist durch die hohen technischen Anforderungen begrenzt. InTiCom erzielt 2007 voraussichtlich rund 80% seiner Umsätze im

## Produkte

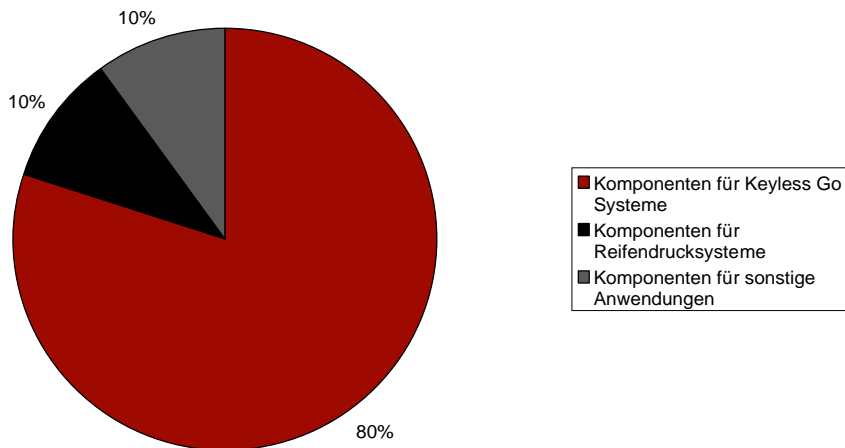
BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Automobilelektronikbereich mit diesem Produkt. Die Projektpipeline (vgl. Tabelle 08) nennt für 2008 und 2009 weitere Projekte im Bereich Keyless Go Antennen.

**Grafik 04: Umsatzaufteilung (Automobil-Technologie) nach Produktarten (für 2007)**



Quelle: InTiCom, BankM

In der nachfolgenden Tabelle sind Modelle uns bekannter europäischer Autohersteller aufgeführt, bei denen Keyless Go Systeme als Sonderausstattung verfügbar sind. Zudem ist uns bekannt, dass drei asiatische Automobilhersteller Keyless Go Systeme anbieten. Eine Mehrheit dieser Modelle wird von InTiCom beliefert. Anbieter mit Schwerpunkt auf Mittelklasse und Kleinwagen wie z.B. Honda beobachten den Trend, haben jedoch noch keine eigenen Angebote.

**Tabelle 07: Modellklassen mit optionalem Keyless Go**

Hersteller	1er	3er	5er	6er	7er	X5
BMW	-	C-Klasse	E-Klasse	CLK/CLS	S-Klasse	ML-Klasse
Mercedes	-	A4/A5	A6	-	A8	Q7
Audi	-	-	V70	-	S80	XC70
Volvo	-	Passat	-	-	Phaeton	Touareg
Volkswagen	-	-	-	-	-	-

Quelle: Herstellerangaben

Mit Reifendrucksensoren wird InTiCom in diesem Jahr voraussichtlich 10% der Umsätze im Automobilbereich erwirtschaften. Das Produkt der InTiCom überträgt die Daten des Sensors an die Anzeige im Fahrercockpit. Auch diesem Produkt liegt RFID-Technologie zugrunde. In den USA sind Reifendrucksensoren bei neuen Modellen ab 2009 Pflicht. Eine gesetzliche Verpflichtung oder Druck durch die Versicherer ist unserer Einschätzung nach der wichtigste Treiber dieser Anwendung. Wir glauben, dass sich Reifendruckmesssysteme aus Sicherheitsgründen bei Sportwagen und Lastkraftwagen durchsetzen könnten. Porsche z.B. bietet das Reifendruckmesssystem als Standard an. In anderen Fahrzeugklassen dürfte es dieses System, dass die Fahrsicherheit erhöht und

**Reifendrucksensoren in den USA bei neuen Modellen bereits Pflicht.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Wechselrichter für Hybridmotoren – eine Antwort auf innerstädtische Emissionsproblematik.**

helfen kann, (über optimalen Reifendruck) den Spritverbrauch zu senken, dagegen schwer haben.

Wechselrichter für Hybridmotoren sind in Europa noch ein sehr junger Markt, erst wenige Modelle sind mit Hybridmotoren ausgestattet. Die Technologie, die dafür sorgt, dass der Motor innerstädtisch auf Elektroantrieb umgestellt werden kann, soll für eine Emissionsentlastung der Innenstädte sorgen. Aufgrund dieser Thematik besitzt sie ein hohes Langfristpotenzial. Nach Marktforschungsumfragen gaben fast 64% der Befragten an, dass ihnen beim nächsten Autokauf ein niedriger CO<sub>2</sub>-Ausstoß sehr wichtig ist. 64% sind sogar bereit, einen höheren Preis für geringere Emissionen zu bezahlen. Der Gesetzgeber könnte die Entwicklung dieser Technologie über die Steuerpolitik oder sonstige gesetzliche Regelungen fördern. Gegenwärtig erzielt InTiCom bereits Umsätze mit Wechselrichtern für die Automobilindustrie, für das dritte Quartal 2008 beginnt die auf mindestens fünf Jahre angelegte Belieferung eines großen deutschen Automobilherstellers mit Wechselrichtern für Hybridmotoren. Marktprognosen gehen für das Jahr 2010 von 450.000 Hybrid-Autos in Europa aus, diese Prognose könnte sich bei Aktivitäten des Gesetzgebers jedoch als deutlich zu konservativ erweisen.

**Start Stopp Einheit ein junges Produkt, Produktion läuft Mitte 2008 an.**

Unter einer Start Stopp Einheit ist eine Vorrichtung zu verstehen, die bei stockendem Verkehr (Ampeln, Bahnübergänge) den Motor kurzzeitig abschaltet und so dazu beiträgt, den Spritverbrauch zu reduzieren. Gegenwärtig sind erst wenige Modellreihen optional (Sonderausstattung) mit dieser Technologie ausgestattet. InTiCom erwirtschaftet mit diesem Produkt noch keine Umsätze, wird aber ab Mitte 2008 über einen Zeitraum von fünf Jahren einen großen deutschen Automobilhersteller mit jährlich mindestens 250.000 dieser Systeme beliefern.

**Neue Kooperationspartner, Wachstum der belieferten Modellreihen,...**

Wachstumstreiber für das Unternehmen ist die Gewinnung neuer Kooperationspartner und dadurch neuer Automodelle. Grundlage für die Gewinnung neuer Kunden ist die über Referenzen nachgewiesene Zuverlässigkeit und Produktqualität der InTiCom. Zweiter wichtiger Treiber des Wachstums ist der Absatz der Modellreihen, die beliefert werden. Gegenwärtig sind die Komponenten und Systeme, an denen InTiCom partizipiert, in Oberklassefahrzeugen als Sonderausstattung zu finden.

**...und Penetration der Mittelklasse sind die Wachstumstreiber für InTiCom.**

Deutlich an Dynamik gewinnen wird die Umsatzentwicklung der InTiCom jedoch durch die Penetration der Mittelklassewagen, von denen deutlich höhere Stückzahlen abgesetzt werden. Weiterer Wachstumstreiber ist die Etablierung eines Systems als Serienausstattung, das zuvor eine kostenpflichtige Sonderausstattung darstellte. Die beiden letztgenannten Treiber würden einen erheblichen Umsatzschub bei InTiCom bewirken. Die Basis für das zukünftige Wachstum bildet die vertraglich abgesicherte Auftragspipeline.

**Derzeitige Pipeline gefüllt mit vertraglich fixierten, mehrjährigen Projekten.**

Die derzeitige Pipeline beinhaltet auf mehrere Jahre festgeschriebene Projekte, die teilweise Abnahmegarantien beinhalten und Planungssicherheit bei den Umsätzen und Kapazitäten bieten. Üblicherweise sind die Lieferanten-Kundenbeziehungen auf mindestens fünf Jahre angelegt. Die nachfolgende Tabelle liefert einen Überblick über bereits vereinbarte Projekte.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

**Tabelle 08: Projektpipeline der InTiCom Systems AG**

Bekanntgabe	Projektstart	Mindest-dauer	Mindest-Projektvolumen	Produkt	Kunde	Sonstiges
22.02.2007	Mitte 2008 & 2009	n.a.	Umsatz €1,2 Mio. pro Jahr (geplant)	Keyless Entry Antennen	US-Autoproduzent (Chrysler)	9 Modellreihen, angenommener Ausstattungsgrad 15%
20.03.2007	Mitte 2008 & 2009	5 Jahre	250.000 Einheiten pro Jahr (Planung)	Start Stopp Einheit	Großer deutscher Automobilhersteller	Für insgesamt drei Modellreihen dieses Herstellers
23.05.2007	Q3 2008	5 Jahre	n.a.	Systemkomponenten für Hybridmotoren	Deutscher Automobilhersteller	Verwendung der Komponenten in weiteren Fahrzeugreihen geplant
11.07.2007	Januar 2009	5 Jahre	Mindestabnahme von 4,5 Mio. Sensoren.	Keyless Entry Antennen	n.a.	Produkt fließt in 2 Fahrzeugtypen mit insgesamt fünf Modellreihen ein
12.11.2007	2. Halbjahr 2008	5 Jahre	Mindestabnahme von 1 Mio. Sensoren.	Sensor für Hubmagnet-systeme	Französischer Automobilhersteller	Technologie in anderen Common-Rail Anwendungen nutzbar

Quelle: InTiCom (Pressemitteilungen)

Die ersten beiden der in Tabelle 08 aufgeführten Aufträge haben ihren Produktionsbeginn Mitte 2008, weitere Produkte für andere Modellreihen werden 2009 folgen. Start der Fertigung von Systemkomponenten für Hybridmotoren wird das dritte Quartal 2008 sein. Im November vermeldete das Unternehmen einen Auftrag zur Belieferung eines französischen Automobilherstellers mit Sensoren für Hubmagnet-Systeme. Durch diese neue Produktreihe lassen sich weitere Common-Rail Anwendungen erschließen. Genannte Mindestbestimmungen und eine Mindestdauer der Vereinbarungen (in der Regel fünf Jahre) sorgen für eine Umsatzabsicherung.

Die noch geringe Basis und die gut gefüllte Projektpipeline deuten auf ein starkes Wachstum hin. So erwarten wir, dass das Automobilgeschäft von 2007 bis 2012 jährlich um durchschnittlich 49% p.a. wachsen wird. Unsere Erwartung basiert auf drei Faktoren:

- 1) der Auftragspipeline im Automobilbereich (vgl. Tabelle 08),
- 2) der Modellpolitik der belieferten Automobilhersteller und
- 3) der noch zumeist frühen Lebensphase der Systeme, die bei einer zunehmenden Akzeptanz in der Anfangsphase hohe Wachstumsraten aufweisen werden.

In Europa werden jährlich rund fünfmal so viele Mittelklassefahrzeuge abgesetzt wie Oberklassefahrzeuge. Im Falle des „Remote Keyless Entry“ (Schlüssel mit einem Knopf, der die Autotür beim betätigen öffnet), der 1983 als Sonderausstattung in der Premiumklasse eingeführt wurde, hat es etwas über 20 Jahre gedauert, bis diese Ausstattung zum Standard wurde. Gegenwärtig ist der „Remote Keyless Entry“ in über 90% aller Fahrzeuge, die in Westeuropa verkauft werden, Standard. Wir gehen davon aus, dass die moderne Version der Keyless Go Systeme (eine Chipkarte öffnet den Wagen, wenn sich der Chip dem Fahrzeug nähert, das System prüft zudem in regelmäßigen Abständen, ob sich

**Größere Projekte starten Mitte 2008. Mindestlaufzeiten und Mindestprojektvolumen vertraglich abgesichert.**

**Gut gefüllte Pipeline deutet auf ein starkes Wachstum hin.**

**In Europa werden fünfmal mehr Mittelklassewagen als Oberklassefahrzeuge produziert.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

der Chip noch im Fahrzeug befindet) einen ähnlichen Weg nehmen wird und bis 2020 zur Serienausstattung in Neuwagen aller Pkw-Klassen gehört.

In Tabelle 09 haben wir ausgehend von den Prognosen für die europäische Automobilproduktion und den für InTiCom relevanten Fahrzeugklassen (Oberklasse, Mittelklasse) den Umsatz prognostiziert. Relevante Systeme sind Keyless Go Systeme, Reifendrucksensoren, Wechselrichter für Hybridmotoren und Start Stopp Einheiten. Der gegenwärtig noch dominante Umsatzanteil der Keyless Go Systeme von rund 80% dürfte sich in fünf bis sieben Jahren auf etwa die Hälfte reduzieren.

**Tabelle 09: Umsatzprognose für den Bereich Automobil-Technologie, basierend auf dem europäischen Automobilmarkt**

	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
<b>Gesamtzahl Neuwagen (Produktion Europa)</b>	20.342	20.325	20.845	20.803	21.421	22.784	23.639	24.373	25.069
<b>Summe aller Oberklasse-Modelle (in Tsd.)*</b>	2.651	2.429	2.475	2.515	2.505	2.669	2.840	2.745	2.791
- mit KeylessGo, Start Stopp, Reifendruck, Hybrid	8,0%	8,5%	9,0%	10,0%	18,0%	30,0%	40,0%	50,0%	70,0%
<b>Summe aller Mittelklasse-Modelle (in Tsd.)**</b>	10.302	10.599	10.253	10.151	10.313	10.583	10.878	11.665	12.138
- mit KeylessGo, Startstopp, Reifendruck, Hybrid	0,0%	0,5%	0,8%	1,0%	3,0%	7,0%	13,0%	23,0%	34,0%
<b>Relevante Modelle (in Tsd.)</b>	212	259	300	353	760	1.542	2.550	4.055	6.081
<b>Marktanteil der InTiCom bei diesen Modellen</b>	0%	0%	40%	60%	60%	55%	50%	45%	40%
- Fahrzeuge mit Komponenten von ITC (in Tsd.)	0	0	120	212	456	848	1275	1825	2432
- Durchschn. Umsatz pro Einheit (in €)	25	25	24	22	17	16	16	15	15
<b>Automobilelektronikumsatz der InTiCom (in T€)</b>	0	0	2.877	4.660	7.755	13.565	20.401	27.374	36.484
- Umsatzwachstum	n.a.	n.a.	n.a.	62%	66%	75%	50%	34%	33%
<b>Entwicklungsvergütung, Sonstiges</b>	0	400	823	340	245	435	599	976	371
<b>Umsatzprognose Automobilelektronik (in T€)</b>	0	400	3.700	5.000	8.000	14.000	21.000	28.350	36.855
- Umsatzwachstum	n.a.	n.a.	825%	35%	60%	75%	50%	35%	30%

Quelle: JD Power, Herstellerangaben, eigene Schätzungen

\* Oberklasse beinhaltet Luxusklasse, Sportwagen und Oberklasse

\*\* Mittelklasse und Vans

**Umsatzsprünge in 2008 und 2009 ergeben sich aus der Auftragspipeline.**

In 2005 erzielte InTiCom bereits Umsätze im Bereich Automobil-Technologie, hierbei handelte es sich um Entwicklungsvergütungen. Diese Erlöse sind dem Start der Produktionsaufträge vorgelagert. Auch in den Jahren bis 2012 werden entsprechende Erlöse anfallen. Der deutliche Umsatzsprung in 2008 und 2009 erklärt sich aus vier größeren mehrjährigen Projekten, die in diesen Jahren starten. Der von uns kalkulierte durchschnittliche Umsatz pro beliefierter Einheit (Automobil) erklärt sich durch den Produktmix und die Anzahl der in das Automobil eingehenden Einheiten.

**Zunehmende Marktpenetration geht mit Realisierung von Skaleneffekten einher.**

Mit zunehmender Absatzmenge wird InTiCom Skalen- und Lernkurveneffekte in der Produktion realisieren können. Unter unserer Annahme, dass in den nächsten fünf Jahren die Penetration der relevanten Systeme zunehmen wird und der Eintritt in den Bereich der Mittelklassefahrzeuge gelingt, wird InTiCom dynamisches Wachstum zeigen. Obwohl wir einen Rückgang des Marktanteils der InTiCom (Zweitlieferanten) und leicht rückläufige Preise einkalkuliert haben, wird InTiCom in 2012 einen Umsatz von rund € 37 Mio. erzielen. Die dynamischste Wachstumsphase mit dem Anstieg auf einen Umsatz von € 14 Mio. in 2009, ist bereits über konkrete Aufträge in 2008/09 abgesichert.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



# InTiCom Systems AG

14. November 2007

## Wettbewerber

Die wenigen europäischen Wettbewerber, die über Know-how in der passiven analogen Schaltungstechnik verfügen, sind ähnlich wie InTiCom aufgestellt. Wir haben daher die Wettbewerber aus den drei Segmenten xDSL-, Automobil-Technologie und Industrieelektronik (z.B. Wechselrichter für Solaranlagen) in einem gemeinsamen Abschnitt besprochen. Einfache Induktivitäten (Spulen) werden aus Kostengründen (Personalkosten) oft in Asien gefertigt. Anbieter wie InTiCom und Wittronic setzen dagegen auf hohe Qualität und fertigen mit hohem Automatisierungsgrad in Europa. Gerade in diesem Qualitätssegment gibt es insgesamt nur wenige Anbieter, auf die als Zulieferer für (hochwertige) Endprodukte (VDSL-Splitter, Keyless Go Systeme) zugegriffen werden kann.

**Nur wenige Unternehmen bieten Induktivitäten hoher Qualität.**

### Wittronic

Die Wittronic unterhält zwei Produktionsstandorte. Neben dem deutschen Standort Witten verfügt das Unternehmen seit 2002 über einen Standort in Jimbolia (Rumänien). Insgesamt beschäftigt das Unternehmen über 400 Mitarbeiter, die sich zu etwa gleichen Teilen auf die beiden Standorte verteilen. Genau wie die InTiCom Systems AG ist die Wittronic in den drei Marktsegmenten Telekommunikation, Automobilsektor und Industrieelektronik aktiv. Auch sieht sich Wittronic mit dem eigenen Know-how entlang der Prozesskette gut aufgestellt, um für Kundenanwendungen die Zeit von der Produktentwicklung bis zur Marktreife („TimetoMarket“) zu minimieren.

**Zwei europäische Produktionsstandorte. Segmente Telekommunikation, Automobile und Industrieelektronik.**

In dem Bereich Telekommunikation ist das Unternehmen seit 1970 aktiv. Als wichtiger Produktionsstandort der Siemens-Gruppe war das Wittener Werk lange Zeit der weltweit größte Produktionsstandort für Telekommunikationsanlagen. Nach eigenen Angaben hat das Unternehmen den T-DSL Splitter (den Vorgänger des heutigen VDSL-Splitters) millionenfach abgesetzt. Auch im Bereich Automobile blickt das Unternehmen auf eine langjährige Tradition zurück und hat für verschiedene Kunden elektronische Systeme wie z.B. Freisprecheinrichtungen, Sitzsteuerungen und verschiedene Sensoren sowie Baugruppen für Armaturenbretter gefertigt. Auch im Bereich der Industrieelektronik, in dem das Unternehmen z.B. Steuerungselektronik für Maschinen liefert, beruft sich Wittronic auf langjährige Erfahrung.

**Jahrelanges Know-how in den drei Segmenten.**

### VAC Vacuumschmelze

Die 1914 gegründete VAC Vacuumschmelze entwickelt, produziert und vermarktet magnetische Spezialwerkstoffe und veredelt Produkte, die darauf basieren. Das Unternehmen erzielt gegenwärtig mit seinen 4.500 Mitarbeitern Jahresumsätze in Höhe von rund € 300 Mio. und ist in 40 Ländern aktiv. Die Umsätze verteilen sich auf die Segmente „Kerne & Bauelemente“ (40%), „Halbzeuge & Teile“ (38%) und „Dauermagnete“ (22%).

**Bauelemente, Halbzeuge und Dauermagneten bilden das Produktportfolio.**

Die Produktion ist in vier regionale Einheiten unterteilt. VAC Deutschland produziert mit rund 1.500 Mitarbeitern am Standort Hanau Legierungen und verarbeitet diese weiter. Am slowakischen Standort Horná Streda (bei Bratislava), der seit 1997 existiert, werden Kerne, Bauelemente und weichmagnetische Teile vor allem für die Leistungselektronik gefertigt. VAC Asien unterhält in Pekan (Malaysia) einen Produktionsstandort für induktive Bauelemente, die in Telekommunikation und Leistungselektronik zum Einsatz kommen. VAC China fertigt in einem Joint Venture mit mehreren chinesischen Partnern am Standort Shenyang Ringbandkerne, Bauelemente und Assemblies für die

**Produktion an fünf Standorten in Europa und Asien.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Produktion in Asien bei volatiler Mengennachfrage und Transportkosten hinderlich. Ausstieg aus dem deutschen Splittermarkt.**

Telekommunikation und Leistungselektronik. In einem weiteren Joint Venture, der SANVAC (Partner: San Huan), werden in Peking Neodym-Eisen-Bor-Magnete produziert.

Anders als die InTiCom Systems AG hat die VAC Vacuumschmelze sämtliche Standorte, die Bauteile für die Telekommunikationsindustrie produzieren, in Asien angesiedelt. Dies bietet bezogen auf die Personalkosten zwar möglicherweise Vorteile, ist aber hinderlich, wenn es z.B. um die Belieferung europäischer Telekommunikationsunternehmen mit Splittern geht, weil in diesem Bereich die Nachfrage sehr volatil und der Transport sehr zeit- und kostenintensiv ist. Das Unternehmen ist daher seit einiger Zeit nicht mehr im deutschen Splittermarkt aktiv.

**Asiatische Hersteller suchen oft den Massenmarkt – nicht die Qualitätsnische.**

Asiatische Hersteller von Induktivitäten leiden ebenfalls unter diesem logistischen Problem, das die Produktionskostenvorteile mitunter aufwiegen kann. Zudem sind viele asiatischen Hersteller oft nicht in der Lage, die geforderten Produktqualitäten zu liefern und beschränken sich daher auf den Massenmarkt, in dem Qualitätsanforderungen weniger von Bedeutung sind, wie zum Beispiel bei Abnehmern aus dem Bereich Telekommunikation oder Automobilelektronik. Allerdings gibt es einen asiatischen Wettbewerber, der im deutschen xDSL-Splittermarkt über einen Marktanteil von 10% verfügt.

## Ertrags- und Vermögenslage

**Weiterhin wichtigstes Standbein xDSL-Splittermarkt wird auch die nächsten drei Jahre um rund 7% p.a. wachsen.**

Hauptprodukt der InTiCom sind xDSL-Splitter, womit in 2006 rund 90% des Gesamtumsatzes erwirtschaftet wurden. Dieses Geschäft hat stark von dem dynamischen Neukundengeschäft, Marketingkampagnen der Provider (Providerwechsel führen zu erneuter Splitterlieferung) sowie der Modernisierung des Festnetzes profitiert. In 2005 erzielte das Unternehmen im xDSL-Segment 10%ige EBIT-Margen. Der EBIT-Margenrückgang in 2006 (auf 6,8%) war durch den Produktmix bedingt. Nach der Markteinführung der neuen VDSL-Splitter sind ADSL-Splitter unter Preisdruck geraten. Gegenwärtig wird noch ein Großteil des Umsatzes mit ADSL-Splittern erwirtschaftet.

**Höhere Wertschöpfungstiefe, Impulse aus der Netzmodernisierung in Grossbritannien zu erwarten.**

Dem Preisdruck will das Unternehmen mit einer höheren Wertschöpfungstiefe (eigene Fertigung der Spritzgussteile (Splittergehäuse)), mit der Einführung der neuen VDSL-Splitter-Generation ab 16 Mbit/s und der zunehmenden Internationalisierung im Zuge der weiteren DSL-Penetration/Modernisierung des DSL-Netzes im europäischen Ausland begegnen. An europäische Netzbetreiber liefert InTiCom nur die amtseitigen Splitter. Insbesondere die lang erwartete Modernisierung des Netzes der British Telekom könnte in den nächsten Jahren bedeutende Umsatzbeiträge liefern.

**Q3: xDSL-Sparte findet zurück zum zweistelligem Umsatzwachstum; Marge leicht erhöht**

Nach einem rückläufigen Umsatz im ersten Halbjahr konnte die Sparte xDSL-Technologie im dritten Quartal ein zweistelliges Umsatzwachstum zeigen (+12,7%). Im vierten Quartal dürfte sich das Wachstum weiter beschleunigen, so dass wir für das Geschäftsjahr 2007 den Spartenumsatz auf € 35,0 Mio. schätzen. Mit einem Umsatz von € 4 Mio. in den ersten neun Monaten machte die Automobil-Technologie 13% des Gesamtumsatzes aus. Für das Gesamtjahr schätzen wir den Umsatz der Sparte auf € 5 Mio. Die operative Marge für die Gruppe wurde im Vergleich zum zweiten Quartal um 0,4%-Punkte auf 7,6% ausgebaut.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Wir gehen davon aus, dass der neue VDSL-Splitter im vierten Quartal 2007 weitere positive Impulse liefert. Für das Geschäftsjahr 2007 schätzen wir den Umsatz der xDSL-Sparte auf € 35,0 Mio. Unter der Annahme, dass in 2008 schon erste Lieferungen an die British Telekom und andere internationale Kunden erfolgen, gehen wir von einem Umsatzwachstum in 2008 von 7% aus. Danach erwarten wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 7%. Allerdings kann das Geschäft mit xDSL-Splitttern eine durchaus volatile Umsatzentwicklung zeigen, dies liegt in Marketingkampagnen und Rabattaktionen der Provider beim Verkauf neuer DSL-Verträge begründet.

Die für 2012 geplante Einführung eines digitalen Festnetzes würde ein Ausklingen des DSL-Splittergeschäftes bedeuten. Wir denken, dass InTiCom den entfallenden Umsatz im Geschäft mit der Telekommunikationsbranche teilweise über Filterbaugruppen, die auch bei einem digitalen Festnetz benötigt werden, auffangen kann.

**British Telecom sorgt für Impuls in 2008, dann 7%iges jährliches Wachstum**

**Digitales Festnetz 2012: Umsätze mit Filterbaugruppen werden wegfallende Splitterumsätze teilweise ausgleichen.**

**Tabelle 10: Umsatz und EBIT der Division xDSL-Technologie**

Jahr	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz	19,457	34,634	33,783	35,000	37,450	40,072	42,877
Umsatzwachstum	n.a.	78,0%	-2,5%	3,6%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT	1,196	3,466	2,300	2,800	2,996	3,206	3,430
EBIT-Marge	6,1%	10,0%	6,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

Quelle: InTiCom AG, BankM

Im Geschäftsfeld Automobil-Technologie konnte InTiCom schnell Erfolge verzeichnen. Obwohl die Produktion des Bereiches erst im Frühjahr 2006 gestartet wurde, wird in 2007 bereits ein Umsatz von € 5,0 Mio. erwartet. Davon entfielen € 4 Mio. auf die ersten neun Monate. Trotz der jungen Geschichte der Sparte Automobil-Technologie zählen vier der zehn größten Automobilzulieferer zum Kundenkreis. Das Geschäft ist durch langjährige Rahmenverträge sehr stabil, langfristig planbar und besitzt hohe Markteintrittsbarrieren (Entwicklungspartnerschaft). Die vertraglich abgesicherte Auftragspipeline ist das Fundament des von uns erwarteten starken Umsatzwachstums in diesem Bereich, insbesondere in den Jahren 2008 (+60%) und 2009 (+75%). In 2010 erwarten wir einen Umsatz von € 21 Mio., den wir als recht konservativ einstufen. Auch nach 2010 dürfte das Geschäftsfeld starkes Wachstum aufweisen. Das Unternehmen selbst geht von einem Umsatz in 2012 von € 50 Mio. bis € 60 Mio. aus. Wir erwarten das Überschreiten der € 50 Mio. Marke in 2014. Bereits 2012 erreicht der Umsatz des Automotive-Bereichs das Niveau der xDSL-Sparte.

Das Unternehmen hat die Produktionskapazitäten im tschechischen Werk zur Jahresmitte 2007 verdoppelt. Der Standort ermöglicht auch einen weiteren Ausbau der Kapazitäten (Grundstück 20.000 m<sup>2</sup>). Zudem genießt das Unternehmen eine bis 2016 laufende Steuerfreiheit für Gewinne, die durch das tschechische Werk erwirtschaftet wurden. Die genaue Höhe der Steuerfreiheit ist durch das Investitionsverhalten der InTiCom in Tschechien bis 2010 determiniert. Nach dem erreichten Break Even dürften die operativen Margen mit zunehmender Produktlebensphase und steigenden Stückzahlen unserer Schätzung nach von 5% (2007) auf 11% (2010e) ausgebaut werden können. Aufgrund des überproportional starken Wachstums der Sparte Automobil-Technologie wird die Materialkostenquote der Gruppe deutlich zurückgehen.

**Automobil-Technologie wird sich schnell zu einem belastbaren zweiten Standbein entwickeln.**

**Dynamisches Umsatzwachstum bei steigenden Margen.**

**Produktionskapazitäten in Tschechien verdoppelt. Margenerhöhende Skaleneffekte erwartet.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Tabelle 11: Umsatz und EBIT der Division Automobil-Technologie**

Jahr	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz	0,000	0,400	3,700	5,000	8,000	14,000	21,000
Umsatzwachstum	n.a.	n.a.	825%	35%	60%	75%	50%
EBIT	n.a.	n.a.	0,000	0,250	0,560	1,260	2,310
EBIT-Marge	n.a.	n.a.	0,0%	5,0%	7,0%	9,0%	11,0%

Quelle: InTiCom AG, BankM

**Industrieelektronik:  
Wechselrichter für die  
Solarindustrie noch in  
den Anfängen.**

**Solide  
Bilanzkennzahlen: Hohe  
Liquidität,  
Eigenkapitalquote bei  
57,2%**

Das Geschäft mit Wechselrichtern für die Solarindustrie befindet sich noch in den Anfängen. Obwohl wir dem Geschäft durchaus erhebliches Potenzial zubilligen, haben wir diesen Bereich in der Unternehmensbewertung noch nicht berücksichtigt

Das Unternehmen weist solide Bilanzkennzahlen aus. So lag die Eigenkapitalquote zum 30.9.2007 bei 57,2%. Zudem verfügt das Unternehmen über eine hohe Liquidität (Zahlungsmittelbestand zum 30.9.2007: € 15,4 Mio.), diese ist teilweise durch die Erfordernisse in der Automobilindustrie (langfristige Kooperationspartnerschaften erfordern verlässliche Partner) begründet. Bedingt durch den hohen Bestand an liquiden Mitteln liegt die Nettoverschuldung bei € - 5,5 Mio. Aus der Bilanz wird auch ersichtlich, dass das Geschäftsmodell der InTiCom im Branchenvergleich nicht besonders "Working Capital"-intensiv ist. Für die Kennzahl Working Capital zum Umsatz haben wir in den Jahren ab 2007 mit einem konstanten Verhältnis von (9,8%) gearbeitet.

**Hohes Capex in 2007  
durch Kapazitäts-  
erweiterung bedingt.  
Sinkende Steuer-  
belastung in den  
kommenden Jahren.**

Bei der Betrachtung der Cashflow-Entwicklung ist zu beachten, dass das Jahr 2007 einen gewissen Höhepunkt in der Investitionstätigkeit darstellt. Das Capex in Relation zum Umsatz dürfte sich in den kommenden Jahren mit unter dem Niveau des laufenden Jahres befinden. Hier lag, bedingt durch die Kapazitätserweiterung des tschechischen Werkes, die Capex/Umsatz Kennzahl bei 9,9%. Da das Steuerförderprogramm nur für Investitionen bis Ende 2010 gilt, gehen wir ab 2010 von einem Rückgang der Investitionen auf das Niveau der Abschreibungen (3,5% des Umsatzes) aus. Die Steuerquote wird, bedingt durch die Steuerfreiheit (Investitionsförderprogramm Tschechien) und den wachsenden Umsatzbeitrag des tschechischen Werkes, von 35,2% in 2006 auf etwa 12% in 2010 zurückgehen.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

## Bewertung

Wir haben die InTiCom sowohl mit der Free Cash Flow Methode, als auch durch eine Peer-Group-Analyse bewertet. Hierbei erhalten wir bei der Free Cash Flow Analyse einen fairen Wert von € 16,00. Die Peer-Group-Analyse liefert einen fairen Wert von € 11,45. Bei gleicher Gewichtung von Peer-Group-Analyse und Free Cash Flow Bewertung ergibt sich ein fairer Wert von € 13,75.

## DCF-Modell

Bei der Bewertung nach der Free Cash Flow Methode haben wir ein Beta von 1,3 unterstellt, da es sich bei der InTiCom um ein kleines Unternehmen handelt, das in einer gewissen Abhängigkeit zu einem Großabnehmer, der Deutschen Telekom, steht. Der auf die Telekom entfallende Umsatzanteil wird in den kommenden Jahren rückläufig sein, während die Sparte Automobil-Technologie mit stabilem und gut planbarem Umsatzwachstum an Bedeutung für den Gesamtkonzern gewinnen wird. Relevant für die Steuerquote des Gesamtkonzerns ist der Gewinnbeitrag des Werkes in Prachatice, das bis 2016 in den Genuss einer steuerlichen Investitionsförderung kommt. Auf Konzernebene erwarten wir daher einen Rückgang der Steuerquote von 35,2% in 2006 auf 11,8% in 2010.

Der risikolose Marktzins liegt bei 5%, der für InTiCom relevante Zinsspread bei einhundert Basispunkten (1%), die Risikoprämie liegt bei 5%. Aus diesen Annahmen resultieren Eigenkapitalkosten von 12,5%, unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur in 2007 errechnet sich ein WACC von 9,2%. Das ewige Wachstum (ab 2016) haben wir mit einem Prozent angesetzt. Aus unserer Free Cash Flow Bewertung ergibt sich ein fairer Wert pro Aktie von € 16,00. Tabelle 12: Free Cash Flow Bewertung der InTiCom.

**Umsatzverschiebung vom xDSL-Splittergeschäft hin zum Automobilgeschäft erwartet. Beta von 1,3.**

**FCF-Modell liefert fairen Wert von € 16,00 pro Aktie.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Tabelle 12: Free Cash Flow Bewertung**

	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	40,000	45,450	54,072	63,877	71,227	73,300	75,204	84,049	89,357	95,194
EBITDA	4,450	5,147	6,358	7,976	8,896	9,175	9,488	10,859	11,682	12,587
EBITDA-Marge	11,1%	11,3%	11,8%	12,5%	12,5%	12,5%	12,6%	12,9%	13,1%	13,2%
EBIT	3,050	3,556	4,466	5,740	6,403	6,609	6,856	7,917	8,554	9,255
EBIT-Marge	7,6%	7,8%	8,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,1%	9,4%	9,6%	9,7%
Steuern	0,929	0,681	0,678	0,675	0,675	0,675	0,675	0,675	0,675	2,776
+ Abschreibungen	1,400	1,591	1,893	2,236	2,493	2,566	2,632	2,942	3,127	3,332
- Investitionen	3,961	3,064	3,245	3,333	2,568	2,642	2,711	3,030	3,221	3,332
- Veränderung Working Capital	0,246	0,532	0,841	0,956	1,066	1,097	1,126	1,258	1,338	1,425
Operativer Cashflow	-0,686	0,871	1,594	3,011	4,587	4,760	4,976	5,896	6,448	5,053
Diskontierungsfaktor	0,915	0,838	0,767	0,702	0,643	0,589	0,539	0,493	0,452	0,413
Wert operativer Cashflow heute	-0,628	0,730	1,223	2,115	2,949	2,802	2,681	2,908	2,912	2,089
Kumulierter Wert der operativen Cash	19,781									
Barwert des Restwertes	25,367									
Unternehmenswert	45,148									
- Nettoverschuldung	-5,707									
- Anteile Dritter	0,000									
Wert des Eigenkapitals	50,855									
Fairer Wert je Aktie in €	16,02									
Kurspotenzial in %	43,0%									
WACC	9,2%									
Langfristige Wachstumsrate	1,0%									

Quelle: BankM

## Sensitivitätsanalyse

**Tabelle 13: Fairer Aktienkurs (in €) in Abhängigkeit von WACC und langfristiger Wachstumsrate**

W A C C		Langfristige Wachstumsrate							
		0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
	7,7%	18,83	19,18	19,56	19,97	20,41	20,88	21,39	21,95
	8,2%	17,55	17,84	18,16	18,49	18,86	19,24	19,66	20,11
	8,7%	16,42	16,67	16,93	17,21	17,51	17,84	18,18	18,55
	9,2%	15,35	15,63	15,85	16,02	16,34	16,61	16,90	17,21
	9,7%	14,52	14,71	14,90	15,10	15,31	15,54	15,78	16,04
	10,2%	13,72	13,88	14,05	14,22	14,40	14,60	14,80	15,02
	10,7%	13,00	13,14	13,28	13,43	13,59	13,75	13,93	14,11

Quelle: BankM

## Peer-Group-Vergleich

**Hersteller von elektronischen Bauteilen für Telekommunikations- und Automobilbranche bilden den Schwerpunkt der Peer Group,...**

Zur Peer-Group-Bewertung der InTiCom haben wir Produzenten von elektronischen Bauteilen und zwei DSL-Provider herangezogen. Zwar unterscheiden sich die Geschäftsmodelle der QSC (als Netzbetreiber) und der United Internet (als Provider und Portalbetreiber) deutlich von dem der InTiCom, beiden Unternehmen liegt jedoch die DSL-Penetration als Treiber des Wachstums zugrunde. Epcos ist ein Hersteller von passiven elektronischen Bauteilen. Im Wesentlichen beliefert Epcos Kunden aus der Telekommunikationsbranche, der Automobil- und Konsumgüterindustrie. Das Kundenspektrum und die Produkteinsatzbereiche sind mit dem der InTiCom vergleichbar. Elmos Semiconductor erzielt rund 90% seiner Umsätze mit Kunden aus der Automobilindustrie und verfügt unter den Zulieferern über namhafte

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Referenzen (z.B. Bosch, Valeo, SiemensVDO, Delphi und Hella). AT&S sieht sich als einer der technologisch führenden Hersteller von hochwertigen Leiterplatten in Europa. Kunden des Unternehmens finden sich in der Telekommunikations-, Computer- und Automobilindustrie, sowie in der Mess- und Regeltechnik. Anders als InTiCom unterhält das Unternehmen Produktionsstandorte in Asien.

Obwohl alle Peer-Unternehmen in den gleichen Endmärkten wie InTiCom aktiv sind, ist die direkte Vergleichbarkeit der Bewertung eingeschränkt. Gemessen an der Marktkapitalisierung sind alle Peer-Unternehmen deutlich größer als InTiCom. AT&S weist eine starke Abhängigkeit vom Halbleiterzyklus auf. Andere Geschäftsmodelle wie das von Elmos und Epcos weisen hohe Wettbewerbsintensitäten auf und sind kapitalintensiv. Auch das Geschäftsmodell der QSC als DSL-Provider mit eigenem Netz ist deutlich kapitalintensiver als die Entwicklung und Produktion von Komponenten für die Telekommunikationsbranche.

**... dennoch nur bedingte Eignung als Maßstab für die Bewertung.**

**Tabelle 14: Peer-Group-Bewertung**

	Marktkap. in		EV/Umsatz	EV/EBITDA	EV/EBIT
	€ Mio.	KGV 2008e	2008	2008	2008
AT & S	427,4	8,55	0,90	5,44	9,60
Epcos	914,3	11,79	0,60	4,10	9,43
Elmos	140,0	9,36	1,01	4,16	7,91
United Internet	3669,0	19,14	2,09	10,72	12,82
QSC	359,6	29,56	0,84	5,86	17,16
Mittelwert	1102,1	15,68	1,09	6,06	11,39
InTiCom	48,0	16,47	0,91	8,04	11,64
Abschlag/Aufschlag	-95,6%	5,1%	-16,3%	32,8%	2,2%
Implizierter fairer Wert		10,66	12,87	8,60	10,78
Fairer Wert					11,44

Quelle: JCF, BankM

Auf den ersten Blick erscheint InTiCom mit € 11,45 gemäß unserem Peer-Gruppen-Vergleich vom Kapitalmarkt fair bewertet zu sein. In den Vergleichskennzahlen bleibt jedoch unberücksichtigt, dass InTiCom von allen der dargestellten Unternehmen in den Jahren nach 2007 das wachstumsstärkste ist. Einige der Peer-Unternehmen weisen niedrige Bewertungen auf, die durch den Branchenzyklus bedingt sind. Die unternehmensspezifische Konjunktur bei Umsatz- und Ergebnisentwicklung, die sich bei der InTiCom insbesondere ab 2009 zeigen wird, ist dagegen nicht berücksichtigt. Ursache hierfür sind neu anlaufende Produktionsserien im Bereich Automobil-Technologie in 2008/2009. Wachsende Stückzahlen wirken sich positiv auf die Profitabilität aus, ebenso wie der wachsende Umsatzanteil des Automobil-Bereiches (der höhere Durchschnittsmargen aufweist). Da wir davon ausgehen, dass sich InTiCom durch die beschriebenen Effekte auf das Margenniveau der Peer-Unternehmen heben wird, haben wir die Kennzahl EV/Umsatz mit 50% gewichtet. Die übrigen drei Kennzahlen sind gleichgewichtet und verantworten zusammen ebenfalls 50%.

Anders als die Vergleichsunternehmen wird InTiCom zudem von einer sinkenden Steuerbelastung profitieren, die sich aus dem bis 2016 laufenden Investitionsförderprogramm des tschechischen Werkes und der zunehmenden Produktionsmenge dieses Werkes ergibt.

**Peer-Vergleich impliziert faire Bewertung – Wachstumsdynamik der InTiCom bleibt hier jedoch unberücksichtigt.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Tabelle 15: Peer-Group Margenvergleich

	EBITDA-	EBIT-Marge	Nettomarge	EK-Quote	EKR 2007
	Marge 2008	2008	2008	2007	
AT & S	16,5%	9,4%	8,1%	47,6%	19,2%
Epcos	14,7%	6,4%	5,1%	44,8%	11,2%
Elmos	24,3%	12,8%	7,8%	64,2%	5,5%
United Internet	19,5%	16,3%	0,7%	43,0%	45,5%
QSC	14,4%	4,9%	0,1%	54,0%	0,0%
Mittelwert	17,9%	9,9%	4,4%	50,7%	16,3%
InTiCom	11,3%	7,8%	6,4%	60,7%	8,4%
Abschlag/Aufschlag	-36,6%	-21,3%	47,4%	19,6%	-48,4%

Quelle: JCF, BankM

Im Vergleich zu den Peer-Unternehmen weist InTiCom auf 2008er Basis unterdurchschnittliche EBIT- und EBITDA-Margen (Abschläge von 21,3% und 36,6%) auf. Dieser Abschlag würde aufgrund der höheren Wachstumsdynamik beim Umsatz und dem zu erwartenden überproportionalen Umsatzanstieg in 2009 weniger ausgeprägt sein. Bereits 2008 wird InTiCom eine Nettomarge aufweisen, die 47,4% über dem Mittelwert der Peer-Unternehmen liegt.

Tabelle 16: Peer-Group Wachstumsvergleich

	Umsatz CAGR	EBITDA CAGR	EBIT CAGR	EPS CAGR
	(2006-2009e)	(2006-2009e)	(2006-2009e)	(2006-2009e)
AT & S	13,9%	17,1%	31,8%	21,0%
Epcos	6,7%	9,6%	33,6%	32,0%
Elmos	8,6%	11,4%	10,5%	16,5%
United Internet	18,0%	19,4%	22,6%	28,7%
QSC	19,9%	58,3%	n.m.	n.m.
Mittelwert	13,4%	23,1%	24,6%	24,6%
InTiCom	13,0%	23,8%	24,8%	22,0%
Abschlag/Aufschlag	-3,3%	2,8%	0,5%	-10,3%

Quelle: JCF, BankM

**Profitabilität wächst überproportional zum Umsatz.**

Wie aus Tabelle 16 ersichtlich, wachsen im Zeitraum von 2006 bis 2009 EBITDA (+23,8% p.a.) und EBIT (+24,8% p.a.) schneller als der Umsatz (+13,0% p.a.). Ursache hierfür sind der wachsende Umsatzanteil des höhermargigen Automobilgeschäftes und die steuerlichen Vorteile des Werkes in Prachatice, die sich bei zunehmender Produktion stärker auswirken. Die 2006 durchgeführte Kapitalerhöhung bewirkt, dass das EBIT im betrachteten Zeitraum sogar leicht stärker als das EPS wächst, obwohl die für zehn Jahre vereinbarte steuerliche Investitionsförderung in Tschechien ein überproportionales Wachstum des Nettoergebnisses (ggü. dem EBIT) bedingt.

### Bewertungsfazit

**2008er Basis untermauert das Potenzial der InTiCom Aktie.**

Während der Peer-Group-Vergleich auf Basis von 2008 einen fairen Wert liefert, der nur unwesentlich über dem aktuellen Kursniveau liegt, identifiziert die Free Cash Flow Analyse mit einem fairen Wert von € 16,00 ein deutliches Aufwärtspotenzial. Grund für die Diskrepanz zwischen den beiden Methoden ist der Umstand, dass das neue, gut prognostizierbare Geschäftsfeld Automobil-Technologie 2009 deutlich an Dynamik gewinnen wird, was die statischen Kennzahlen für 2008 nicht widerspiegeln. Neben anziehenden Umsätzen sind in den kommenden Jahren auch Margenerhöhungen zu erwarten, die sich aus dem

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Produktmix und der für das tschechische Werk gewährten steuerlichen Förderung ergeben.

Gewichtet man beide Bewertungsmethoden gleich, ergibt sich ein fairer Wert pro Aktie von € 13,75. Dies entspricht gegenüber dem aktuellen Kurs einem Aufwärtspotenzial von rund 23%.

**Gewichteter fairer Wert  
impliziert Kurspotenzial  
von 23%.**

## SWOT-Analyse

### Stärken

- Technologisch führend bei passiver analoger Schaltungstechnik
- Führend bei xDSL-Splittern in Deutschland (80% Marktanteil)
- Zweites Standbein (Automobil-Technologie) wächst stark
- Technologische Nähe aller drei Segmente (passive analoge Schaltungstechnik)
- Geringe „Time To Market“ durch eigene Entwicklungs- und Prognosesoftware
- Gute Kostenstruktur durch automatisierte Produktion in Tschechien, bei 10-jähriger steuerlicher Investitionsförderung für dieses Werk
- Vier der zehn großen Automobilzulieferer konnten bereits als Kunden gewonnen werden
- Positionierung in der Nische (passive analoge Schaltungstechnik)
- Bei den Automobilelektroniksystemen handelt es sich um junge Produkte

### Schwächen

- Im Bereich Automobil-Technologie werden gegenwärtig nur Premiummodelle beliefert (geringe Stückzahlen)
- Im Splittergeschäft gewisse Abhängigkeit vom Großkunden Deutsche Telekom
- Hoher Liquiditätsbestand teilweise durch Geschäftsmodell bedingt (Langfrist-Kooperationen im Automobil-Bereich)

### Chancen

- Neue Einsatzbereiche der Technologie
- Namhafte Referenzen und Entwicklungskompetenz eine gute Basis für weiteres Wachstum im Automobilbereich
- Vordringen der jungen Anwendungen aus dem Automobilbereich (z.B. Keyless Go) in die Mittelklasse
- Emissionsproblematik in den Innenstädten könnte Hybridmotorpenetration steigern
- Sicherheit und Energieeffizienz könnten Absatz von Reifendrucksystemen treiben
- Aufbau der Industrieelektronik (u.a. für Solarbranche) dürfte Gesamtmargensituation weiter verbessern

### Risiken

- Markterfolg von DSL-Alternativen (Kabelnetzbetreiber) hätte negative Auswirkungen auf den Splitterabsatz
- Digitalisierung des Festnetzes (geplant für 2012) nimmt der Telekommunikationssparte der InTiCom den derzeit wichtigsten Umsatzbringer (xDSL-Splitter)
- Einige der Systeme im Bereich Automobil-Technologie (Reifendrucksysteme) könnten ohne Unterstützung des Gesetzgebers nur geringe Penetrationsraten erreichen
- Einige der belieferten Systeme (Automobil-Technologie) könnten Sonderausstattung bleiben

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Tabellenanhang

Bilanzen (in Mio. €)	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Anlagevermögen	7,512	15,523	18,084	19,557	20,909	22,007
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,180	2,710	3,710	3,710	3,710	3,710
Sachanlagen	6,299	12,813	14,374	15,847	17,199	18,297
Finanzanlagen	0,033	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	16,608	21,821	25,210	27,557	31,490	37,199
Vorräte	0,630	0,883	1,942	2,207	2,626	3,102
Forderungen	5,276	7,130	8,609	9,782	11,637	13,747
Kasse und Wertpapiere	10,702	13,808	14,659	15,569	17,227	20,349
Sonstiges Aktiva	0,412	0,837	0,837	0,837	0,837	0,837
Summe Aktiva	24,532	38,181	44,131	47,951	53,236	60,042
Eigenkapital	13,480	24,614	26,771	29,686	33,537	38,714
Rücklagen	13,480	24,614	26,771	29,686	33,537	38,714
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	0,136	0,178	0,178	0,178	0,178	0,178
Verbindlichkeiten	10,140	11,809	15,602	16,508	17,941	19,571
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,171	7,452	8,952	8,952	8,952	8,952
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	5,969	4,357	6,650	7,556	8,989	10,619
Sonstige Passiva	0,776	1,580	1,580	1,580	1,580	1,580
Summe Passiva	24,532	38,181	44,131	47,951	53,236	60,042

Quelle: BankM

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,354	0,745	3,312	3,974	4,903	6,456
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-15,078	-13,160	-3,961	-3,064	-3,245	-3,333
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	4,918	11,431	1,500	0,000	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	-8,806	-0,984	0,851	0,910	1,658	3,123
Flüssige Mittel am Ende der Periode	10,702	13,808	14,659	15,569	17,227	20,349

Quelle: BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Konzern GuV (in Mio. €)	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz	35,034	37,483	40,000	45,450	54,072	63,877
Erhöhung oder Verminderung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	-0,537	-0,039	0,582	0,661	0,787	0,929
Andere aktivierte Eigenleistungen	1,589	1,896	2,132	2,422	2,882	3,404
Sonstige betriebliche Erträge	0,330	0,242	0,199	0,226	0,268	0,317
Gesamtleistung	36,416	39,582	42,912	48,759	58,008	68,527
Herstellungskosten	-27,732	-29,629	-30,736	-34,833	-41,206	-48,213
Bruttoergebnis	8,684	9,953	12,176	13,926	16,802	20,314
Personalaufwand	-3,111	-4,291	-5,207	-5,916	-7,038	-8,314
Sonstige betriebliche Erträge	-1,453	-2,308	-2,520	-2,863	-3,406	-4,024
EBITDA	4,120	3,354	4,450	5,147	6,358	7,976
Amortisation	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBITA	4,120	3,354	4,450	5,147	6,358	7,976
Abschreibungen	-0,654	-1,054	-1,400	-1,591	-1,893	-2,236
EBIT	3,466	2,300	3,050	3,556	4,466	5,740
Finanzergebnis	0,118	0,120	0,053	0,049	0,076	0,126
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	3,584	2,420	3,103	3,605	4,542	5,866
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-1,389	-0,851	-0,946	-0,690	-0,690	-0,690
Anteile Fremder	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	2,195	1,569	2,157	2,915	3,852	5,176
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	2,195	1,569	2,157	2,915	3,852	5,176
Gewichtete Anzahl Aktien (in Tsd.)	1,300	3,175	4,287	4,287	4,287	4,287
EPS	1,69	0,49	0,50	0,68	0,90	1,21
EPS bereinigt	1,69	0,49	0,50	0,68	0,90	1,21
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

<b>Kennzahlen</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz	0,33	1,61	1,06	0,91	0,73	0,57
EV/EBITDA	2,83	17,98	9,51	8,04	6,25	4,59
EV/EBIT	3,37	26,23	13,87	11,64	8,90	6,38
P/E berichtet	8,29	42,50	22,26	16,47	12,47	9,28
P/E bereinigt	8,29	42,50	22,26	16,47	12,47	9,28
PCPS	6,31	25,42	13,50	10,66	8,36	6,48
Preis/Buchwert	1,35	2,71	1,79	1,62	1,43	1,24
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>						
Brutto Marge	24,8%	26,6%	30,4%	30,6%	31,1%	31,8%
EBITDA Marge	11,8%	8,9%	11,1%	11,3%	11,8%	12,5%
EBITA Marge	9,9%	6,1%	7,6%	7,8%	8,3%	9,0%
EBIT Marge	9,9%	6,1%	7,6%	7,8%	8,3%	9,0%
Vorsteuer Marge	10,2%	6,5%	7,8%	7,9%	8,4%	9,2%
Netto Marge	6,3%	4,2%	5,4%	6,4%	7,1%	8,1%
ROE	17,8%	8,2%	8,4%	10,3%	12,2%	14,3%
ROCE	81,5%	17,8%	15,4%	16,1%	18,3%	21,4%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	343,47	241,83	174,10	188,40	213,47	240,17
Nettoergebnis/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	21,52	10,12	9,39	12,08	15,21	19,46
Anzahl Mitarbeiter	102	155	230	241	253	266
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	54,9%	64,5%	60,7%	61,9%	63,0%	64,5%
Gearing	-48,4%	-25,8%	-21,3%	-22,3%	-24,7%	-29,4%
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow Kennzahlen</b>						
Cashflow pro Aktie	2,22	0,83	0,83	1,05	1,34	1,73
Free Cashflow pro Aktie	-1,56	-1,50	-0,09	0,34	0,58	0,95
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	1,9%	2,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Capex/Umsatz	14,0%	19,7%	9,9%	6,7%	6,0%	5,2%
Working Capital/Umsatz	-0,2%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Steuerquote	38,8%	35,2%	30,5%	19,1%	15,2%	11,8%

Quelle: BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Insbesondere nicht-qualifizierte Anleger sollten sich hinsichtlich ihrer Anlageentscheidung fachlich beraten lassen. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

### B. Angaben gemäß § 34 b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV):

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Michael Vara, Analyst, und Daniel Großjohann., Analyst. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die InTiCom Systems AG.

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten in den letzten zwölf Monaten:

Bisher wurden keine Finanzanalysen zum Emittenten durch BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG veröffentlicht.

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

NEUTRAL: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz- Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

14.11.2007

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 12.11.2007

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

Der Geschäftserfolg von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten. Vorstände, leitende Angestellte, Mitarbeiter oder Kunden der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen), könnten Positionen eingehen und könnten Käufe und/oder Verkäufe tätigen als Auftraggeber oder Vermittler in denen im Dokument genannten Wertpapieren oder Anlagen,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG betreut den Emittenten nach Handelsaufnahme als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind im Handelsbestand halten.

3. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, vor deren Emission erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

## C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher schriftlicher Genehmigung durch die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments sollte sich über entsprechende Beschränkungen informieren und diese beachten.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtet werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt damit keine Haftung für Schäden und Folgeschäden, die auf leichter Fahrlässigkeit beruhen, es sei denn dass eine Haftung auch in diesem Fall aus rechtlichen Gründen zwingend ist, wie z. B. gem. § 309 Ziffer 7. lit a) BGB.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# InTiCom Systems AG

14. November 2007

Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

**This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document.**

© 2007 BankM | Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Reuterweg 16, D-60323 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Bahnstraße 37, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!