



22. Februar 2007

COMPANY ANALYSIS

init

Sektor: Technology
Zahlungssysteme/Telematik

EREIGNIS: ERSTEINSCHÄTZUNG

Empfehlung: Kaufen **Risiko:** gering
Fair Value: € 10.62 **Letzter Preis:** € 7.55

init – Status quo und Perspektiven

- init gehört zu den führenden Unternehmen auf dem Gebiet der Verkehrstelematik- und Zahlungssysteme
- Die Gesellschaft konnte in jüngster Vergangenheit zahlreiche Ausschreibungen gewinnen
- Die überzeugende Fundamentaldaten unterstützen die Expansionspläne des Managements



Quelle: Deutsche Börse AG

SWOT

- + langjährige Branchenerfahrung
- + Internationalisierungsstrategie
- + Auftragseingänge
- - Preisfindung mittels Ausschreibungsverfahren
- - Abhängigkeit von öffentl. Haushaltslage

ANALYST

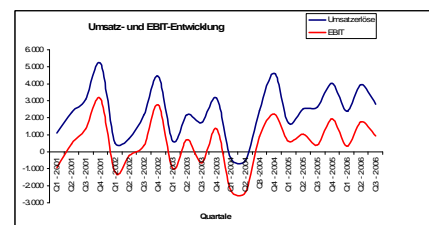
Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA
DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.
+49 (69) 97205853
nk@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

COMPANY DESCRIPTION

Gegenstand der Gesellschaft ist die Entwicklung, Produktion sowie der Einsatz und Vertrieb von rechnergestützten und rechnergesteuerten Transport-, Verkehrs- und Leitsystemen. Die Gesellschaft hat ihren Sitz in Karlsruhe und beschäftigt derzeit rund 205 Mitarbeiter. Tätig ist man auf diesem Geschäftsfeld bereits seit dem Jahre 1983.

HISTORY & ESTIMATES



Figures in EUR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e
EPS Dr. Kalliwoda*	0.10	0.20	0.13	0.04	-0.07	0.26	0.32	0.38	0.43	0.46
Revenues	22,889	31,117	31,533	30,012	32,511	33,406	36,589	42,077	45,864	50,909
EBIT	2,003	4,003	1,753	460	-1,494	3,992	4,517	5,885	6,957	7,997
KGV*	55.43	194.00	-110.86	29.85	24.14	20.19	17.96	16.69	17.47	16.24
EBIT-Margin	8.75	12.86	5.56	1.53	-4.60	11.95	12.35	13.99	15.17	15.71

Price (curr)	7.55	Shares out (mtn)	10.04
52W high	8.73	First Trading:	24.07.2001
52w low	5.53	Free Float (in %)	48.0 %
Market Cap (mtn)	75.8	Weight in GEX	0.1890 %
Last Dividend	0	Level	Prime Standard
No. Employees	205	Kürzel	IXX
Web Page	www.initag.de	WKN	575980



Inhaltsübersicht

1.	Unternehmensprofil.....	3
2.	Zielsetzung, strategische Ausrichtung.....	4
3.	Management.....	5
4.	Märkte, Branche, Wettbewerb.....	7
5.	Produkte und Dienstleistungen	10
6.	SWOT-Analyse	12
7.	Jahresabschlussanalyse	13
7.1	Analyse der Vermögenslage	14
7.2	Analyse der Finanzlage	16
7.3	Analyse der Erfolgslage	17
7.4	Rentabilitätsanalyse	19
8.	Grundlagen der Finanzplanung: Plan-GuV und Plan-Bilanz.....	20
9.	Unternehmensbewertung	21
9.1	DCF-Modell	21
9.2	Kapitalkosten.....	22
9.3	Fair Value - Sensitivitätsanalyse	23
10.	Kontakt.....	24
11.	Disclaimer.....	25



1 Unternehmensprofil

Die init innovation in traffic systems AG bzw. die INIT GmbH ist seit der Gründung im Jahr 1983 (Gründung der AG im Jahr 2000; Einbringung von GmbH-Anteilen im Jahr 2001) auf dem Markt für Verkehrstelematiklösungen tätig.

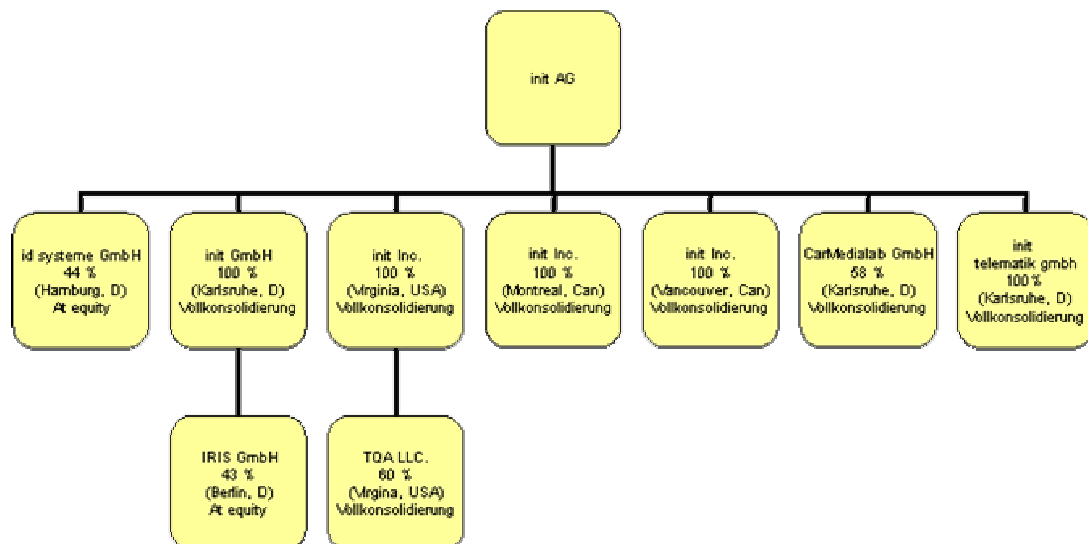
Das Unternehmen hat seinen Stammsitz in Karlsruhe. Die Börsennotierung erfolgte im Geschäftsjahr 2001, zunächst am Neuen Markt und nach dessen Abschaffung im Prime Standard. Zwischenzeitlich hat sich der regionale Fokus auf das Auslandsgeschäft verlagert. Der Konzern ist im Ausland mit Niederlassungen bzw. Tochterunternehmen an den Standorten USA, Kanada, Großbritannien, Spanien, Finnland und Schweden präsent.

Die Gesellschaft wird von dem Gründer und Vorstandsvorsitzenden Dr. Gottfried Greschner geleitet. Herr Dr. Gottfried Greschner ist gleichzeitig mit einem Anteil von 35,6 % der größte Einzelaktionär der Gesellschaft.

Die init AG übernimmt die Funktion einer Management-Holding und hat daher vornehmlich die Aufgabe, das Konzernrechnungswesen, die grundsätzliche strategische Ausrichtung und den Bereich Investor Relations zu betreuen. Der init Konzern beschäftigt 205 Mitarbeiter.

Der Konsolidierungskreis des Konzerns umfasst 8 Tochterunternehmen, an 5 Gesellschaften ist die init AG zu je 100% beteiligt. Darüber hinaus ist die Gesellschaft an der TQA Total Quality Assembly LLC., USA, zu 60 % und an der CarMedialab GmbH, Deutschland, mit einem Anteil in Höhe von 58 % beteiligt, der Id systeme zu 44%, IRIS GmbH zu 43%,

Die Verflechtungsstruktur der Init-Gruppe veranschaulicht das folgende Schaubild:





Das Angebotsspektrum erstreckt sich auf die Geschäftsfelder „Telematiksoftware und Services“ sowie „Mobile Telematik- und Zahlungssysteme“. Der Bereich Telematiksoftware und Services umfasst die Software und Hardware in der Zentrale, während der Bereich Mobile Telematik- und Zahlungssysteme die Soft- und Hardware in den Fahrzeugen beinhaltet.

2 Zielsetzung, Strategische Ausrichtung

init hat sich für das abgelaufene Geschäftsjahr 2006 zum Ziel gesetzt Umsatzerlöse in Höhe von 36 Mio. Euro bei einem EBIT von 4,5 Mio. Euro zu erwirtschaften.

Das Unternehmen ist darüber hinaus bestrebt, weitere Marktanteile im Ausland mit den bestehenden und auch mit neuen Produkten zu gewinnen und die Internationalisierungsstrategie zu forcieren.

Kundennähe und die Bereitstellung von Ansprechpartner vor Ort machen die Eröffnung zusätzlicher Niederlassungen notwendig. Darüber hinaus plant das Management langfristig das vorhandene Know-how auf verwandte Marktsegmente der Verkehrstelematik auszuweiten. Um den Einstieg in die Telematik in der Sparte PKW und LKW voranzutreiben, wurde eine 58%ige Beteiligung an der carMedialab GmbH erworben.

Der Gesellschaft ist es in jüngster Vergangenheit stets gelungen, auf Marktveränderungen flexibel zu reagieren und lokale Vertriebsschwächen zu kompensieren.

Nach eigenen Angaben ist init eines der wenigen Unternehmen, welches integrierte Lösungen für alle Aufgabenstellungen im ÖPNV aus einer Hand anbietet und damit zum führenden Anbieter innovativer Telematik- und Zahlungssysteme geworden ist. Der modulare Aufbau der Systeme ermöglicht es der Gesellschaft, dem Kunden vor Ort maßgeschneiderte Lösungen anbieten zu können (Plattformstrategie).

Die Umsetzung und Einführung von weiteren Innovationen für den öffentlichen Nahverkehr stellt eine weitere Vision dar, die es zu verfolgen gilt.



3 Management

Der Vorstand der Gesellschaft setzt sich aus folgenden Mitgliedern zusammen:

Dr.-Ing. Gottfried Greschner (1946)

Die init AG wird von dem Gründer und promovierten Elektrotechniker Dr. Gottfried Greschner als Vorstandsvorsitzender geleitet. Dr. G. Greschner war bereits während seiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Karlsruhe an Forschungsvorhaben auf dem Gebiet der rechnergesteuerte Betriebsleitsysteme, Schwerpunkt Bussysteme, tätig und kann daher auf langjährige Erfahrungen zurückgreifen. Heute ist Herr Dr. G. Greschner als Vorstandsvorsitzender verantwortlich für die Bereiche Strategie, Einkauf, Personal, Materialwirtschaft, Auftragsabwicklung und Recht.

Dipl.-Inform. Joachim Becker (1956)

Joachim Becker ist bei der init AG für das Geschäftsfeld Telematiksoftware und Services zuständig sowie bei der INIT GmbH für die operativen Geschäfte des Bereiches Leitsysteme. Herr Becker ist bereits seit 1983 für die init AG tätig und hat sich bereits während seines Informatik-Studiums auf dem Gebiet des Verkehrswesen spezialisiert.

Dipl.-Ing. (FH) Wolfgang Degen (1958)

Nach dem Studium der Nachrichtentechnik an der FH Karlsruhe und vor dem Eintritt bei der INIT GmbH war Herr Degen in der Qualitätskontrolle und Entwicklungsabteilung mittelständischer Unternehmen tätig. Herr Degen ist seit 1990 für die Gesellschaft tätig und wurde 2001 zum Vorstandsmitglied der init AG bestellt. Sein Zuständigkeitsbereich erstreckt sich auf die Gebiete Mobile Telematik- und Zahlungssysteme, welche die Bereiche Zahlungssysteme und Fahrzeugsysteme beinhalten. Darüber hinaus ist Herr Degen für die Bereiche Zahlungssysteme, Fahrzeugsysteme, Prüffeld und Service der init GmbH verantwortlich.

Dipl.-Kfm. Bernhard Smolka (1961)

Herr Smolka wurde im Jahr 2001 zum Finanzvorstand der Gesellschaft bestellt. Herr Smolka kann langjährige Erfahrungen auf den Gebieten Konzernrechnungswesen, Beteiligungsmanagement und Controlling nachweisen. Vor dem Eintritt in die Gesellschaft war Herr Smolka als Projektmanager bei einer Unternehmensberatungsgesellschaft tätig. In seiner Eigenschaft als Finanzvorstand ist er für die Bereiche Investor Relations, Finanzen, Organisation und Controlling zuständig.



Dr. Jürgen Greschner

Herr Dr. J. Greschner wurde 2004 zum Vertriebsvorstand gewählt. Von 1999 bis 2004 hat er erfolgreich das Nordamerika-Geschäft aufgebaut.

Zur teilweisen Abdeckung der Haftungsrisiken wurde von der Gesellschaft eine Directors & Officers (D&O) Gruppenversicherung abgeschlossen. Der Versicherungsvertrag sieht, entgegen den Empfehlungen der Regierungskommission Corporate Governance Kodex, keinen Selbstbehalt der Organmitglieder vor.¹

Bestimmungen über Art und Umfang von Nebentätigkeiten der Organmitgliedern wurden in der Satzung nicht verankert.

Um den Aktionären eine erleichterte Überprüfung der Angemessenheit (Angemessenheitsgebot des § 87 AktG) der individuellen Vorstandsbezüge zu ermöglichen, empfiehlt die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex die individualisierte Offenlegung der Organbezüge.

Ein gesonderter Vergütungsbericht bzw. die individualisierte Offenlegung von Vorstandbezügen im Anhang erfolgte bisher nicht. Mit der Verabschiedung des Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG), der den individuellen Ausweis der Vergütungen in Anhang oder Lagebericht vorsieht, steht die Option offen, sich von der individuellen Veröffentlichung der Vorstandsgehälter seitens der Hauptversammlung befreien zu lassen.

Diese Option hat die Gesellschaft auf der letzten Hauptversammlung wahrgenommen, mit der Folge, dass in den nächsten 5 Geschäftsjahre keine individuelle Offenlegung erfolgen muss. (Opting-out-Regelung)²

Etwaige Interessenkonflikte könnten sich daraus ergeben, dass einzelne Vorstandsmitglieder der Aktiengesellschaft Doppelmandate inne haben, da sie sowohl für die AG als auch gleichzeitig für die GmbH tätig sind.³

¹ Vgl. hierzu Deutscher Corporate Governance Kodex i. d. F. vom 12. Juni 2006, <http://www.corporate-governance-code.de>

² Vgl. Fleischer, Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz, DB 2005, S. 1611-1617 sowie Strieder Anmerkungen zur individualisierten Angabe von Vorstandsbezügen im Anhang des Jahresabschlusses, DB 2005, 957-960.

³ Vgl. Bassen, Scorecard for German Corporate Governance – DVFA-Evaluierungsschema,,



4 Märkte, Branche, Wettbewerb

In Deutschland kann man auf eine gut 20-jährige Geschichte der Verkehrstelematik zurückblicken. Trotzdem befindet sich die Branche nach Seppelfricke in der Gründungsphase. Offenbar gesteht er der Branche zukünftig erhebliche Potentiale zu.¹ Neben der Einführung von Verkehrsleitsystemen im Individualverkehr in über 20 Städten und Regionen Deutschlands, spielt das Thema Verkehrstelematik eine nicht unwesentliche Rolle in den weiteren Segmenten Bus-, Schienen-, Flugzeug- und Güterverkehr. Das Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBW) rechnet mit einer Zunahme des Individualverkehrs bis 2015 von 20 % bzw. einem Anstieg des Güterverkehrs von bis zu 60 %.² Für die Integration der einzelnen Verkehrsträger innerhalb der Verkehrsinfrastruktur wird u.a. den elektronischen Telematiksystemen eine Schlüsselrolle zugesprochen.

Der Umstrukturierungsprozess im öffentlichen Personennahverkehr (ÖPNV) wurde in jüngster Vergangenheit insbesondere durch Liberalisierung und Privatisierung einzelner Gesellschaften als auch durch die zahlreiche Programme auf dem Gebiet der Verkehrstelematik geprägt. Zu nennen sind u.a. das Forschungsprogramm Stadtverkehr (FoPS), die Entwicklung der Schnittstelle Delfi (durchgängige elektronische Fahrplaninformation – ebenso DEFAS in Bayern), Regio-Info, RBL-Fahrzeug-Luftschnittstelle, Projekt RUDY etc.).

Das Bundesverkehrsministerium hat den europäischen Normungsprozess in die Wege geleitet. Als sog. CEN-Norm werden diese verbindlich und tragen dazu bei, dass Komponenten und Schnittstellen kompatibel zueinander sind und damit die Vorteile, die aus der Massenproduktion resultieren, zum Tragen kommen. Andererseits haben Anbieter es schwerer, eigene Standards am Markt durchzusetzen in der Hoffnung, diese mit etwaigen Alleinstellungsmerkmale monopolartig besetzen zu können.

Die Sicherung hoher Marktanteile auf europäischer Ebene wird durch das Ausschreibungsverfahren erschwert, da dieses Verfahren einerseits langwierig und kostspielig sind. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass ein Auftrag nur für einzelne Module und nicht für die ganze Systemarchitektur vergeben wird.

¹ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2005, S. 239.

² Vgl. Busch, Vortrag anlässlich des Telematik Kongress Nürnberg „Verkehrstelematik in einem Europa der Regionen“, 2005.



Das Anwendungsspektrum der Verkehrstelematik reicht von der Verkehrslenkung auf Autobahnen und Innenstädten über die Gestaltung von Fahrplaninformationssysteme für Bahn, Bus, Schiffs- und Flugverkehr hin zur Steuerung des Güterverkehrsflotte eines Logistikunternehmens.

Die Anbieterstruktur im Inland setzt sich sowohl aus kleinen und mittelständischen Unternehmen, die sich meist auf bestimmte Module spezialisiert haben, als auch Großkonzerne zusammen. Darunter zählen Unternehmen wie Siemens VDO (ehemals Siemens Schweiz), DB Systems GmbH und Vossloh, wobei diese Gesellschaften sich auf Großprojekte bzw. auf den Bereich Schiene spezialisiert haben und daher nur am Rande mit der init AG konkurrieren.

Die Gestaltung und Umsetzung der Verkehrstelematiksysteme ist mit einem erheblichen Know-how verbunden. Neue potentielle Wettbewerber, die in den Markt eintreten wollen, kommen nicht umhin, hohe Investitionen tätigen zu müssen. Darüber hinaus dürften die Abnehmer in der Regel an einer langjährigen Geschäftsbeziehung interessiert sein. Die Systemarchitektur ist mittels neuer Komponenten, Übertragungssysteme stets auf den neuesten Stand zu halten, gleichzeitig sind Neuzugänge in der Flotte auszurüsten. Ein Wechsel auf einen neuen Anbieter ist daher mit erheblichen Umstellungskosten verbunden.

Es bleibt festzuhalten, dass sowohl Markteintritts- als auch Marktaustrittsbarrieren bestehen, die es der Gesellschaft ermöglichen, in einem überschaubaren Wettbewerbsumfeld zu agieren.

Jedes Jahr werden für den deutschen Markt rund 15.000 Busse produziert. Unter der Annahme, dass davon 10.000 ÖPNV sind, und davon wiederum die Hälfte eine neue Fahrzeugausrüstung erhalten, ergibt sich eine Investitionssumme von 30 Mio. pro Jahr im Segment der Fahrzeugausrüstung. Insgesamt sind auf den deutschen Straßen rund 170.000 Busse unterwegs. (Quelle: Bundesverband Deutscher Omnibusunternehmer e.V., kurz: BDO). Kalkuliert man mit Investitionsausgaben für die Fahrzeugausrüstung von durchschnittlich 6.000 Euro, so liegt das Potential bei unterstellter hundertprozentiger Abdeckung bei 30 Mio Euro pro Jahr. Hinzutreten Investitionen für die Streckenführung, die den Großteil der Ausgaben darstellen dürfte. Eine Bushaltestellenstatistik für Deutschland existiert leider nicht. Daher kann nur eine grobe Abschätzung erfolgen. Die Investitionsausgaben pro Jahr dürften - vorsichtig geschätzt - bei 30 Mio. Euro liegen. Sofern man Softwarekosten für das Flotten-, Personal- und Depotmanagement plus Betriebsleitsystem kalkuliert, ist das Marktpotenzial für Verkehrstelematiksysteme im Busverkehr mit rund 60 Mio. anzusetzen. Setzt man dies in Beziehung mit den erzielten Umsatzerlösen der Gesellschaft, liegt der Marktanteil der init AG in Deutschland bei rund 20 %.



Es besteht auf dem deutschen Markt insbesondere die Gefahr, dass sich Wettbewerber, die sich bislang auf Verkehrstelematiksysteme im Individualverkehr und Schienenverkehr spezialisiert haben, in das Kerngeschäftsfeld der init AG eintreten. Die Schnittstellenproblematik Schiene-Bus kann nur mit Hilfe komplexer Architekturen gelöst werden, die ein mittelständisches Unternehmen vermutlich überfordern werden. Daher ist es konsequent, sich auf Strecken ohne Schnittstellenproblematik im In- und Ausland zu konzentrieren.

Die Kostenstruktur der Gesellschaft ermöglicht es, der Gesellschaft flexibel am Markt zu handeln. Die Materialaufwandsquote übersteigt die Personalaufwandsquote, wobei der Materialaufwand (Hardwareanteil) dominieren dürfte. Nach eigenen Angaben ist die Gesellschaft von keinem Lieferanten abhängig und es kann jederzeit auf alternative Anbieter zurückgegriffen werden. Die EBIT-Marge belief sich im Geschäftsjahr 2005 auf beeindruckende 12 %, die vermutlich auch im Geschäftsjahr 2006 erzielt werden konnten.

Nennenswerte Konzentrationsprozesse waren bislang in diesem Branchensegment nicht zu verzeichnen.

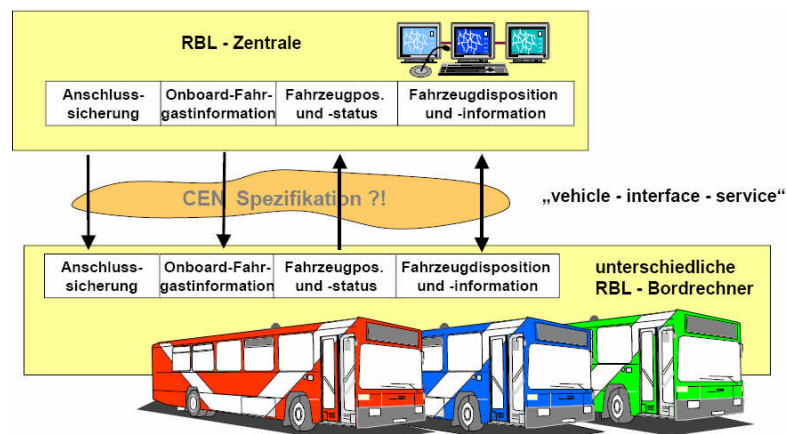
Auf der Abnehmerseite ist weiterhin ein hoher Konzentrationsgrad festzustellen, der oftmals von großen städtischen, regionalen und überregionalen Verkehrsgesellschaften geprägt wird. Die Marktanteile kommunaler Verkehrsunternehmen liegt derzeit bei rund 90 %. Die zukünftige Wettbewerbssituation der öffentlichen Verkehrsunternehmen wird insbesondere durch den Eintritt großer internationaler Verkehrsgesellschaften geprägt werden. (Quelle: <http://www.oevg.at/archiv/veranstaltungen/20020616bregenz/iv09hoefs.htm>) Dazu zählen Unternehmen wie Stage-Coach, First-Group, Arriva+MTL, National Express, Go Ahead) Tendenziell wird der Konzentrationsgrad auf der Abnehmerseite abnehmen bzw. sich auf große private Betreibergesellschaften verlagern (Stichwort: Liberalisierung des ÖPNV).

Da die Übertragungskommunikation auf einen bestimmten Durchführungsweg nicht fixiert ist, können neue Standards bzw. anderweitige Übertragungsstandards im Ausland die Implementierung der Systeme nicht gefährden.

5 Produkte und Dienstleistungen

Das Leistungsportfolio der Gesellschaft untergliedert sich in die zwei Segmente „Telematiksoftware und Services“ und „Mobile Telematiksysteme/Zahlungssysteme“

Das Herzstück eines jeden Verkehrstelematiksystems ist das **rechnergesteuerte Betriebsleitsystem** (auch ITCS Intermodal Traffic Control System genannt) auf dem Betriebshof. Das von der init AG angebotene Betriebsleitsystem ist modular aufgebaut und steuert bzw. kontrolliert sowohl die Komponenten in den Fahrzeugen als auch die Komponenten der Streckenführung. Durch den modularen Aufbau ist das Unternehmen in der Lage Neuentwicklungen zügig und problemlos zu implementieren bzw. veraltete Komponenten zu ersetzen. Die Datenübertragung kann über verschiedene Wege (bspw. GSM, WLAN, DAB, DVB-T, UMTS) erfolgen, sodass man flexibel auf die jeweiligen Kundenbedürfnisse reagieren kann. Darüber hinaus bietet die Gesellschaften ihren Kunden ihre eigens entwickelte **Software** für zahlreiche Anwendungsgebiete (Depotmanagement-Software, Planungssoftware, Fahrplanerstellung, Personaleinsatzplanung, Software zur statistischen Auswertung etc.) an.



Quelle: Center for Transportation & Logistics Neuer Adler e.V

Mit dem entwickelten Verkehrstelematiksystem ist es jederzeit möglich, die Standortposition der einzelnen Fahrzeuge festzustellen und daran anknüpfend ein Soll/Ist-Vergleich durchzuführen. Die daraus hervorgehenden Daten können einerseits den Kunden der Verkehrsgesellschaften zur Verfügung gestellt werden, indem man über Anzeigetafeln oder Sprechansagen an den Haltestellen die Verspätungen oder die Realtime-Fahrzeiten mitteilt. Zusätzlich ermöglicht es dem Management zügig auf Störungen im Betriebsablauf zu reagieren. Um die Verkehrsströme des öffentlichen Personennahverkehr im Stadtverkehr zu optimieren, besteht zusätzlich die Möglichkeit die Fahrzeuge mit der **Lichtsignalbeeinflussungsanlage (LISA)** auszurüsten.



Ein weiteres Anwendungsgebiet erstreckt sich auf den Bereich **Zahlungssysteme** (Ticketing) und **Fahrgeldmanagement**. Das Fahrgeldmanagement ist für die Verkehrsbetriebsgesellschaften ein großer Kostenfaktor, bei dem mit einem Zahlungssystem (Fahrgeldmanagement) hohe Kosteneinsparungspotenziale gehoben werden können. Eine zügige Abwicklung des Zahlungsvorgangs ist heute eine unabdingbare Voraussetzung zur Einhaltung der Fahrplanzeiten bei hoher Taktfrequenz. Daneben gilt es Vorkehrungen zu treffen, die eine sichere, reibungslose Abwicklung garantieren. Hierfür stellt die init AG ihren Kunden verschiedene Zahlungssysteme zur Verfügung. Die Kernapplikationen beinhalten insbesondere die bargeldlose Zahlungsmöglichkeit sowie das Ausstellen eines elektronischen Tickets.

Zur Feststellung der Linien-, Fahrzeug- und Haltestellenbelastung sowie der damit verbundenen Optimierungspotenziale bietet die init AG ihren Kunden das **Fahrgastzählsystem** MOBILE-APC samt Übertragungseinheit und Softwarepaket an. Dies unterstützt den Kunden bei der Fahrplanerstellung und der Entscheidungsfindung hinsichtlich der Einführung neuer bzw. Einstellung nicht genutzter Linien.

Der Thematik **Fahrgastinformationssysteme** hat man in den letzten Jahren im ÖPNV große Beachtung geschenkt. Fahrgastinformationen werden dem Kunden heutzutage vor der Fahrt, während der Fahrt als auch nach der Fahrt angeboten. Die wesentlichen Kriterien, die ein Fahrgastinformationssystem heutzutage erfüllen sollte, sind Aktualität, Zuverlässigkeit, Vollständigkeit und Verständlichkeit. Die Fahrgastinformationen werden entweder über Sprechansage oder über Anzeigetafeln übermittelt. Die init AG stellt hierzu sowohl dynamische Fahrgastinformationsmodule für wenig befahrene Haltestellen zur Verfügung als auch LED-Fahrgastinformationsanzeigen, die in Echtzeit die Fahrgastinformationen in Verbindung mit der Applikation MOBILE-STOPInfo übermittelt.



6 SWOT-Analyse

Stärken

- Die Gesellschaft kann auf langjährige Branchenerfahrungen zurückblicken. Das Management hat zuletzt hervorragend auf die Vertriebsschwäche im Inland reagiert, indem man sich neuen Märkten gewidmet hat.
- Es bestehen keine Abhängigkeiten von einzelnen Lieferanten oder Produzenten.
- Der modulare Aufbau der Systeme ermöglicht eine flexible Adaption neuer Komponenten bzw. Entfernung veralteter Komponenten.
- Die solide Kapitalstruktur ermöglicht der Gesellschaft ggf. weitere Mittel für Expansionszwecke aufzunehmen.
- Zahlreiche neue Produkte (Bsp. PIDvisio, TOUCHbill, GSMvoice, EVENDsmart).

Schwächen

- Abhängigkeit von Fördermitteln der Kunden (des ÖPNV).
- Die Gesellschaft ist zunehmend vom Export abhängig. Währungsrisiken könnten die Erfolge teilweise aufzehren.
- Der Vertriebsaufwandsquote hat in den letzten fünf Jahren kontinuierlich zugenommen. (Aufbau der neuen Niederlassungen).

Chancen

- Mit der Privatisierung und Liberalisierung der Märkte wird der Bedarf an Verkehrstelematiksystemen steigen (insbes. Fortentwicklung komplexer Anschlusssicherungssysteme verschiedener Netze, wie Bus, Bahn, Flugverkehr Stichwort: Optimierung der Schnittstellen).
- Dem Einsatz des Controlling-Instrumentariums kann sich ein modernes Flottenmanagement nicht entziehen.
- Die Fokussierung der Betreibergesellschaften auf die speziellen Kundenbedürfnisse wird weiter steigen.
- Der Aufbau von modernen Verkehrsinfrastruktursystemen wird nicht vor dem ländlichen Bereich Halt machen.

Risiken

- Die Abnehmer der Gesellschaft sind relativ verhandlungsstark.
- Das Geschäftsmodell ist in Teilen von der Haushaltslage der öffentlichen Träger abhängig.
- Zahlreiche Großunternehmen versuchen immer wieder in das Segment Verkehrstelematik einzutreten.



7 Jahresabschlussanalyse

Die „klassische“ Erfolgsquellenanalyse nach dem betriebswirtschaftlichen Erfolgsspaltungskonzept ist bei Holdingstrukturen auf der Einzelabschlussebene nur bedingt geeignet, da sich die wirtschaftlichen Aktivitäten vielmehr im Konzernabschluss widerspiegeln.¹ Das zentrale Analyseobjekt eines Holdingkonzerns ist dementsprechend der Konzernabschluss, der seit dem Geschäftsjahr 2005 nach den Vorschriften der IFRS erstellt wird.² Die Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung erfolgt auf Einzelabschlussebene auf Basis des Gesamtkostenverfahrens, auf Konzernabschlussebene hat man sich hingegen für das Umsatzkostenverfahren zwecks internationaler Geschäfte entschieden.

Die Bilanzanalyse erstreckt sich unter anderem auf die Beachtung des Kongruenzprinzips, wonach lediglich Transaktionen zwischen Unternehmen und Anteilseignern erfolgsneutral erfasst werden dürfen (clean surplus accounting). Erfolgsneutrale Verrechnungen mit dem Eigenkapital (sonstige Rücklagen) werden – soweit wesentlich – bereinigt und für bilanzanalytische Zwecke rückgängig gemacht.

Das bilanzpolitische Potenzial sowie die Beeinflussung der Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage im Zusammenhang mit dem Geschäfts- und Firmenwert wird jährlich einem Impairmenttest unterzogen. Gemessen am Eigenkapital bewegt sich die aktivierte Größe „Geschäftswert“ lediglich auf 10 %, gemessen am Gesamtkapital sogar nur auf rund 5,2 %. Insgesamt lässt sich konstatieren, dass sich die Gesellschaft hierbei positiv von der breiten Masse abhebt.³

Ermessensentscheidungen und Schätzungen, die im Zusammenhang mit den latenten Steuern stehen sowie Änderungen der Parameter, die eine Dotierung in die Pensionsrückstellungen zur Folge haben, wurden von unserer Seite für bilanzanalytische Zwecke nicht bereinigt.

Der Aktivierung von Entwicklungskosten bzw. von selbst erstellter Software stehen wir grundsätzlich skeptisch gegenüber. Aufgrund dessen, dass bereits außerplanmäßige Wertminderungen in der Vergangenheit getätigt wurden, erkennen wir jedoch die sich aus dem Aktivierungsbestand ergebenden verbleibenden Erfolgspotenziale vorerst an.

¹ Vgl. Leker/Cratzius, Erfolgsanalyse von Holdingkonzernen, BB 1998, S. 362.

² Vgl. Bühner, Aussagefähigkeit des Konzernabschlusses in der Management-Holding, DB 1994, S. 437 ff.

³ Vgl. hierzu u.a. die Untersuchung von Lachnit/Müller, Bilanzanalytische Behandlung von Geschäfts- oder Firmenwerten, KOR 2003, Seite 540-550.

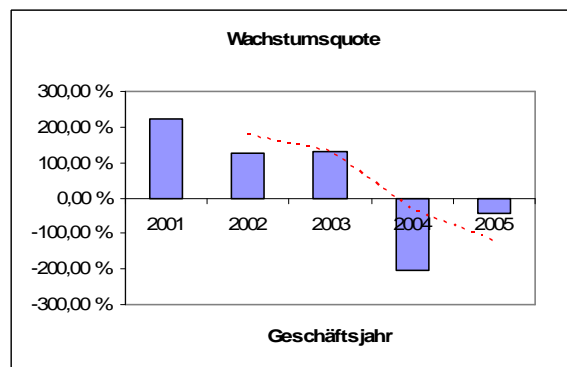
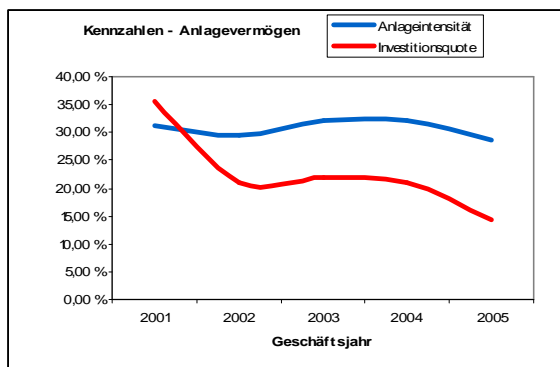
Positiv ist auch zu vermerken, dass die getätigten Abschreibungen auf die Aktivierung von Entwicklungskosten die Zuaktivierung übersteigen.

7.1 Analyse der Vermögenslage

Untersuchungsobjekt der Vermögensstrukturanalyse ist die Aktivseite der Bilanz, die die Vermögensbindung, Mittelverwendung sowie das Liquiditätspotenzial aufzeigen soll.

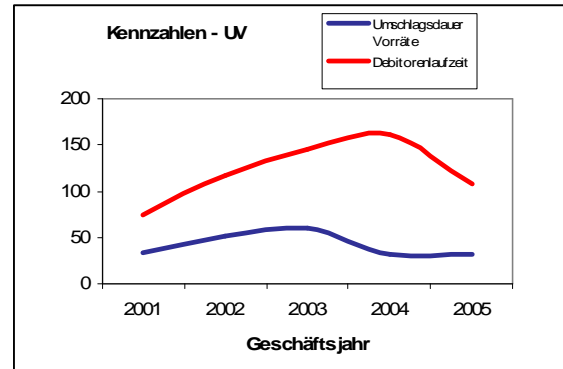
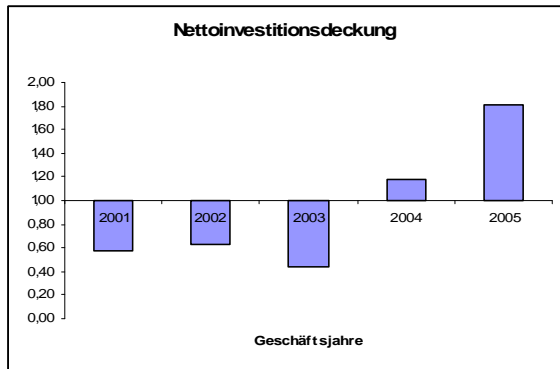
Die Anlageintensität ist in den letzten 5 Geschäftsjahren relativ konstant geblieben. Vorrangig wird die Anlageintensität durch die Aktivierung der selbst erstellten immateriellen Vermögensgegenständen und dem ausgewiesenen Geschäftswert geprägt.

Insgesamt ist die Sachanlageintensität relativ gering. Ursächlich dafür ist insbesondere die Anmietung von Gebäuden von nahe stehenden Personen.



Die in den letzten 2 Geschäftsjahren getätigten Investitionen können aus den Cashflows der laufenden Geschäftstätigkeit finanziert werden. Die Abschreibungsquote hat sich indessen durch die planmäßigen Abschreibungen auf selbst entwickelte Software erhöht.

Allerdings ist eine Verbesserung der Forderungskennzahlen ersichtlich. Durch das Wesen des Projektgeschäfts dürften die Kennzahl Debitorenlaufzeit allerdings eine erhebliche Schwankungsbreite unterliegen. Vor Forderungsausfällen hingegen dürfte die Gesellschaft weitestgehend verschont bleiben, da die Kunden aus dem öffentlich-rechtlichen Bereich stammen.



Das folgende Schaubild lässt des weiteren erkennen, dass Investitionen im großen Umfang nicht getätigt wurden.

Analyse des Vermögens	2001	2002	2003	2004	2005
Anlagenintensität	31,14 %	29,59 %	31,98 %	32,15 %	28,57 %
Investitionsquote	35,55 %	21,07 %	21,85 %	21,06 %	14,38 %
Nettoinvestitionsdeckung (CF DVFA/SG)	0,57	0,63	0,44	1,18	1,81
Abschreibungsquote	11,71 %	13,83 %	13,59 %	35,19 %	29,36 %
Wachstumsquote	224,06 %	125,86 %	131,95 %	-202,24 %	-42,83 %
Umschlagshäufigkeit der Vorräte	10,98	7,11	5,93	11,03	11,40
Umschlagsdauer der Vorräte (Tage)	33	51	61	33	32
Vorratsintensität	16,07 %	15,45 %	8,99 %	9,15 %	8,35 %
Umschlagshäufigkeit der Forderungen	4,82	3,10	2,48	2,24	3,33
Debitorenlaufzeit (Tage)	75	116	145	161	108

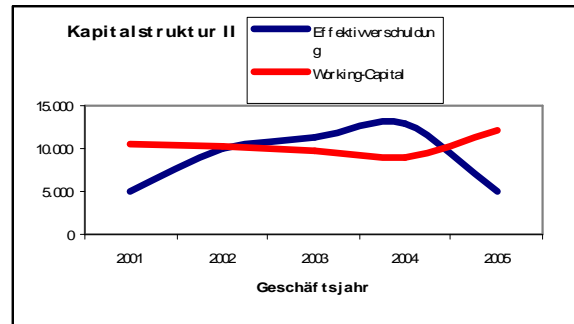
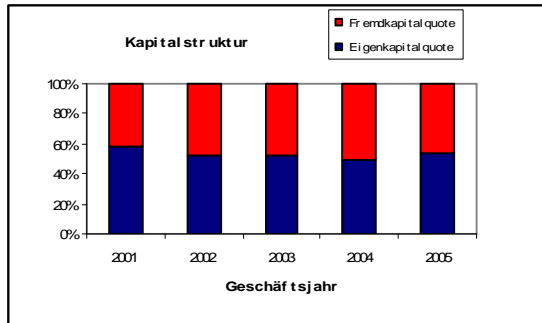
Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

7.2 Analyse der Finanzlage

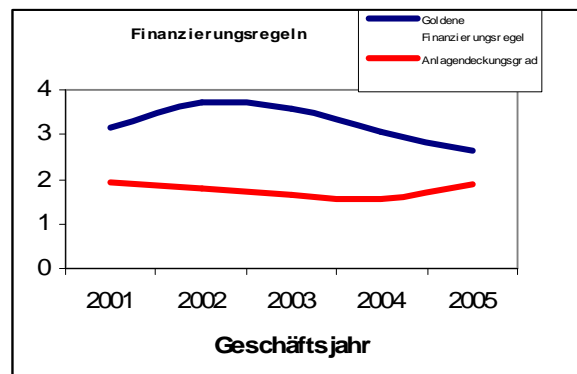
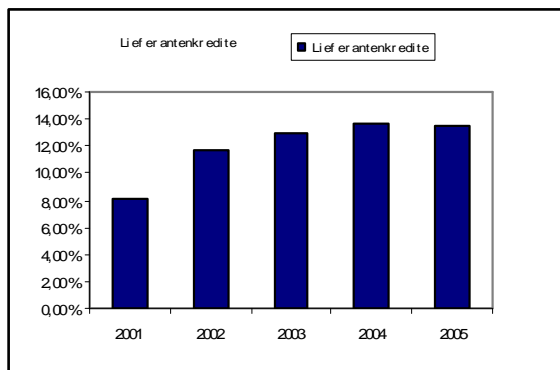
Zur Analyse der Finanzlage werden die Instrumente der Bilanzstrukturanalyse herangezogen. Ziel der Analyse ist die Feststellung der Struktur und Fristigkeiten des eingesetzten Kapitals.

Das Verhältnis Eigenkapital zu Fremdkapital ist im Zeitablauf relativ konstant. Die Gesellschaft kann insgesamt eine relativ hohe Eigenkapitalquote aufweisen. Das Fremdkapital wiederum ist nur relativ gering durch Bankverbindlichkeiten belastet, sodass zumindest die mittelfristige Bonitätsbeurteilung mit glänzend bewertet eingestuft werden kann. Darüber hinaus liegt die Eigenkapitalquote über den Branchendurchschnittswerten Maschinenbau und Elektrotechnik.

Die Schuldenlast der Gesellschaft kann in hohem Maße durch kurzfristig verfügbare Mittel wie Wertpapieren und Zahlungsmitteln gedeckt werden. Der konkrete Verlauf der Deckung zeigt die Kennzahl Effektivverschuldung auf. Wie aus der Abbildung zu ersehen, weist die Entwicklung der Effektivverschuldung positive Züge auf.



Die Verschuldungsstruktur ist maßgeblich durch die ausgewiesenen Lieferantenverbindlichkeiten geprägt. Die Lieferantenverbindlichkeiten dienen bilanzanalytisch dem Zweck, die Zahlungsmoral und Liquiditätssituation des Unternehmens zu verfolgen. Die tendenziell steigende Position ist auf Grund der soliden Kapitalstruktur unbedenklich. Darüber hinaus wird dem Grundsatz der Fristenkongruenz entsprochen.





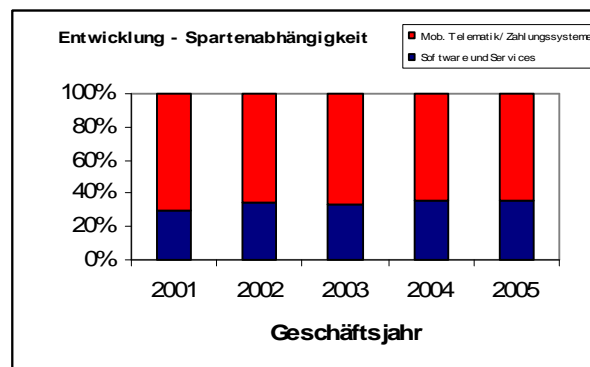
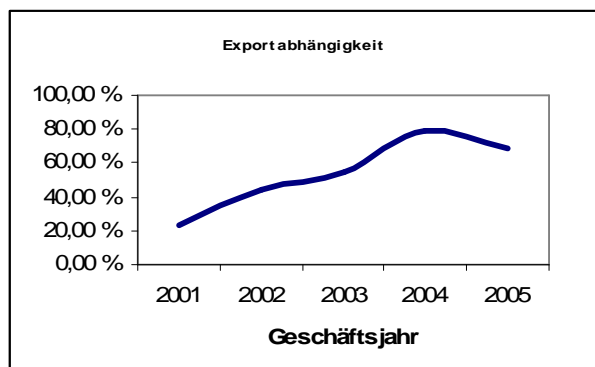
Analyse des Finanzlage	2001	2002	2003	2004	2005
Eigenkapitalsquote	58,51 %	52,98 %	52,47 %	49,54 %	53,67 %
Fremdkapitalquote	41,49 %	47,02 %	47,53 %	50,46 %	46,33 %
Effektivverschuldung	5.007	9.971	11.341	12.806	4.955
Dynamischer Verschuldungsgrad	2,5	3,2	4,6	5,4	1,1
Selbstfinanzierungsgrad	0,13 %	-0,97 %	-2,16 %	-3,39 %	-2,69 %
Rücklagenquote	18,33 %	15,88 %	12,84 %	11,30 %	9,09 %
Bilanzkurs	162	173	171	158	182
Lieferantenkredite	8,02 %	11,63 %	13,01 %	13,60 %	13,54 %
Goldene Finanzierungsregel (kurzfr.)	2,18	1,80	1,76	1,70	2,01
Goldene Finanzierungsregel (langfr.)	3,16	3,71	3,60	3,07	2,65
Goldene Bilanzregel	2,24	2,06	1,92	1,87	2,26
Anlagendeckung	1,92	1,79	1,64	1,54	1,88
Liquidität 3. Grades	2,18	1,80	1,76	1,70	2,01
Working-Capital	10.403	10.264	9.633	8.926	12.235

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007

7.3 Analyse der Erfolgslage

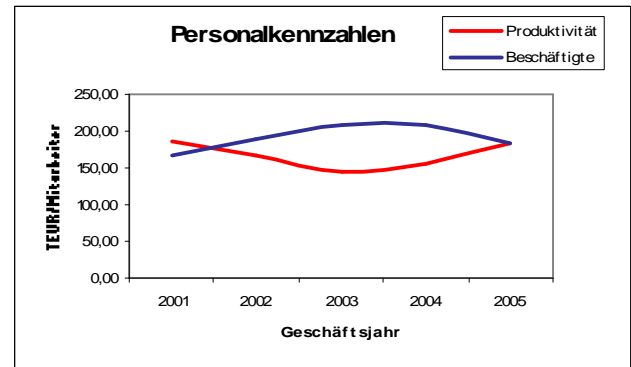
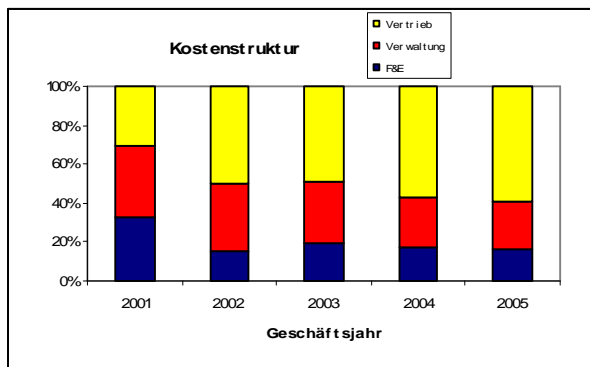
Die Analyse der Erfolgslage erstreckt sich auf die Teilbereiche Erfolgsspaltung und Beurteilung der nachhaltigen zu erzielenden Erfolg (Erfolgsquellenanalyse).

Die seitens der Gesellschaft ausgewiesenen Ergebnisse entsprechen weitgehend den bilanzanalytischen Erfolgen. Die steigende Exportquote ist das Resultat der erfolgreich umgesetzten Internationalisierungsstrategie. Die Sparte Mobile Telematik- und Zahlungssysteme trägt zu wesentlichen Teilen des Unternehmenserfolges bei. Allerdings kann das Segment Telematiksoftware- und Service vermutlich nicht unabhängig betrachtet werden, da zu einem vollständigen System beide Segmente ineinander greifen müssen.





Der Anteil der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen hat sich durch den Anstieg von kundenfinanzierten Entwicklungsaufträgen leicht reduziert, während die Ergebnisse zunehmend durch die Vertriebsaufwendungen belastet werden (Aufbau von neuen Niederlassungen!). Im Hinblick auf die vielfältigen Möglichkeiten auf dem Gebiet der Verkehrstelematik (z.B. flexible Schnittstellenlösungen) hat init in den vergangenen Jahren zahlreiche neue Produkte entwickelt, die heute mit über 80% zum Gesamtumsatz beitragen. Die Kennzahl Produktivität je Mitarbeiter weist positive Tendenzen auf.



Zusammenfassende Darstellung der maßgebenden Kennzahlen

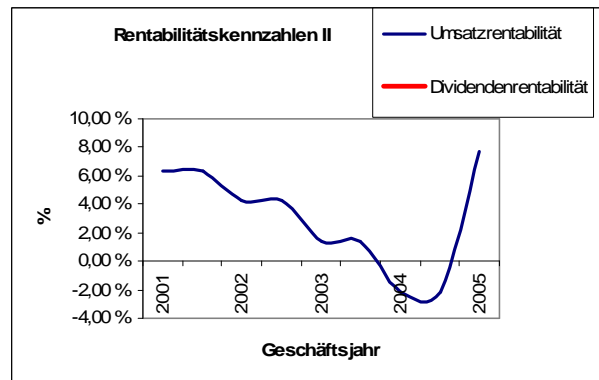
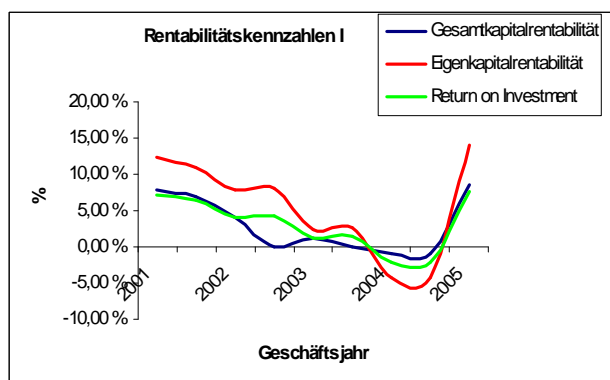
Analyse der Erfolgslage	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Aufwandsstrukturanalyse</i>					
Materialaufwandsquote	k.a.	k.a.	k.a.	43,22 %	48,17 %
Personalaufwandsquote	k.a.	k.a.	k.a.	36,37 %	35,74 %
Lohnniveau (TEUR)	k.a.	k.a.	k.a.	56,57	65,24
Produktivität der Belegschaft	187,45	166,84	143,60	155,56	182,55
Exportabhängigkeit	23,66 %	44,72 %	54,57 %	78,55 %	68,66 %
F&E-Aufwandsquote (ohne kundenfinanzierte Entwicklungen)	7,92 %	3,10 %	5,07 %	3,97 %	4,07 %
Verwaltungsaufwandsquote	9,14 %	7,31 %	8,02 %	5,87 %	6,02 %
Vertriebsaufwandsquote	7,57 %	10,52 %	12,77 %	12,87 %	14,63 %
Steueraufwandsquote	5,22 %	2,33 %	1,22 %	-1,87 %	4,59 %
<i>Spartenabhängigkeit</i>					
Software und Services	29,50 %	34,52 %	33,25 %	36,14 %	36,06 %
Mob. Telematik- und Zahlungssysteme	70,50 %	65,48 %	66,75 %	63,86 %	63,94 %
Quelle: Dr. KALLIWODA RESEARCH © Copyright 2007					



7.4 Rentabilitätsanalyse

Mit Hilfe der Rentabilitätsanalyse wird die Ertragskraft der Gesellschaft untersucht. Die Rentabilitätskennziffern haben sich im Geschäftsjahr 2005 recht positiv entwickelt, wobei allerdings Übergewinne noch nicht zu verzeichnen sind. Übergewinne werden erzielt, sofern die Gesamtkapitalrentabilität über dem Kapitalkostensatz der Gesellschaft liegt. (Performancemaßstab - Economic Value Added (EVA) © eingetragenes Warenzeichen von Stern Stewart & Co.)

Sofern die Entwicklung der Kennzahlen über einen Zeitraum von 3 Jahren eine beständige Tendenz aufweist, wäre es darüber hinaus aus unserer Sicht empfehlenswert, Teile des Erfolges an außenstehende Anteilseigner auszuschütten. Dies sollte dazu führen, dass im Regelfall weitere potenzielle Investoren gewonnen werden können. Darüber hinaus dürfte die Durchführung von Kapitalmaßnahmen leichter fallen.



Rentabilitätsanalyse	2001	2002	2003	2004	2005
Gesamtkapitalrentabilität	7,82 %	4,13 %	1,23 %	-0,96 %	8,59 %
Eigenkapitalrentabilität	12,27 %	7,80 %	2,35 %	-4,40 %	14,01 %
Return on Investment	7,18 %	4,13 %	1,23 %	-2,18 %	7,52 %
Umsatzrentabilität	6,37 %	4,29 %	1,35 %	-2,15 %	7,68 %
Dividendenrentabilität	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Ausschüttungsquote	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007



8. Grundlagen der Finanzplanung – Plan-GuV und Plan-Bilanz

GuV/Plan-GuV Init Konzern																				
Position/Jahr	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%
Umsatzerlöse	22.889	100,0	31.117	100,0	31.533	100,0	30.012	100,0	32.511	100,0	33.406	100,0	36.589	100,0	42.077	100,0	45.864	100,0	50.909	100,0
Herstellkosten des Umsatzes	-16.503	72,1	-19.409	62,4	-23.633	74,9	-22.353	74,5	-26.358	81,1	-22.589	67,6	-23.859	65,2	-27.771	66,0	-29.582	64,5	-32.887	64,6
Bruttoergebnis vom Umsatz	6.386	27,9	11.708	37,6	7.900	25,1	7.659	25,5	6.153	18,9	10.817	32,4	12.730	34,8	14.306	28,7	16.282	27,6	18.022	30,9
Vertriebskosten	-1.414	6,2	-2.357	7,6	-3.316	10,5	-3.833	12,8	-4.183	12,9	-4.888	14,6	-5.383	12,4	-5.470	13,0	-5.550	12,1	-6.160	12,1
Verwaltungskosten	-1.968	8,6	-2.843	9,1	-2.305	7,3	-2.408	8,0	-1.909	5,9	-2.011	6,0	-2.288	6,3	-2.104	5,0	-2.706	5,9	-2.949	5,8
Forschungs- und Entwicklungskosten	-1.221	5,3	-2.465	7,9	-979	3,1	-1.521	5,1	-1.290	4,0	-1.361	4,1	-1.749	4,8	-1.799	4,3	-1.932	4,2	-2.207	4,3
Sonstige betriebliche Erträge	232	1,0			69	0,2	217	0,7	476	1,5	321	1,0	227	0,6	427	1,0	382	0,8	436	0,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-12	0,1	-46	0,1					-167	0,5	-34	0,1	519	1,4	113	0,3	0	0,0	0	0,0
Währungsgewinne und -verluste			6	0,0	384	1,2	346	1,2	-574	1,8	1.148	3,4	461	1,3	411	1,0	480	1,0	855	1,7
Betriebsergebnis	2.003	8,8	4.003	12,9	1.753	5,6	460	1,5	-1.494	4,6	3.992	11,9	4.517	12,3	5.885	14,0	6.957	15,2	7.997	15,7
Zinserträge					76	0,2	1	0,0	169	0,5	242	0,7	358	1,0	312	0,7	367	1,0	403	1,2
Zinsaufwendungen	-338	1,5	-178	0,6					-390	1,2	-364	1,1	-188	0,5	-393	0,9	-378	0,8	-353	0,7
Erträge aus assoziierten Unternehmen	40	0,2	110	0,4	217	0,7	208	0,7	244	0,8	61	0,2	184	0,5	201	0,5	252	0,5	218	0,4
Sonstige Erträge und Aufwendungen	1	0,0	11	0,0	43	0,1	102	0,3	165	0,5	166	0,5	154	0,4	200	0,5	182	0,4	228	0,4
Ergebnis vor Steuern	1.706	7,5	3.946	12,7	2.089	6,6	771	2,6	-1.306	4,0	4.097	12,3	5.025	13,7	6.205	14,7	7.380	16,1	8.493	16,7
Ertragsteuern	-738	3,2	-1624	5,2	-736	2,3	-367	1,2	607	1,9	-1.532	4,6	-1.957	5,3	-2.345	5,6	-2.841	6,2	-3.355	5,4
außerordentliches Ergebnis	0	0,0	-340	1,1									159	0,4	0		-200		-470	
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	968	4,2	1.982	6,4	1.353	4,3	404	1,3	-699	2,2	2.565	7,7	3.227	8,8	3.860	9,2	4.338	9,9	4.669	7,6

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007

Bilanzen/Plan-Bilanzen Init Konzern																				
Position/Jahr	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%
Aktiva																				
Kurzfristige Vermögenswerte																				
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	421	2,8	3.888	14,1	1.898	5,8	2.261	6,9	1.894	5,9	10.039	29,4	4.501	13,5	5.197	15,5	5.695	17,0	6.450	19,1
Wertpapiere	0	0,0	2.560	9,3	3.523	10,8	1.980	6,0	1.466	4,6	812	2,4	1.945	5,8	1.551	4,6	1.444	4,3	1.438	4,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.085	40,3	6.460	23,4	10.177	31,1	12.111	36,9	14.519	45,3	10.032	29,4	11.710	35,1	12.093	36,0	12.088	36,0	11.481	34,0
Forderungen gegen nahestehende Personen	54	0,4	15	0,1	47	0,1	47	0,1	81	0,3	126	0,4	75	0,2	82	0,2	91	0,3	94	0,3
Vorräte	2.833	18,8	4.438	16,1	5.058	15,5	2.948	9,0	2.931	9,1	2.847	8,3	3.446	10,3	3.043	9,1	3.067	9,1	3.101	9,2
Ertragsteuerverstärkungen	671	4,4	994	3,6	751	2,3	689	2,1	390	1,2	47	0,1	469	1,4	399	1,2	326	1,0	310	0,9
Sonstige Vermögenswerte	169	1,1	845	3,1	1.592	4,9	2.263	6,9	459	1,4	465	1,4	1.195	3,6	1.095	3,3	804	2,4	890	2,6
Summe kurzfristige Vermögenswerte	10.233	67,8	19.200	69,5	23.046	70,4	22.299	68,0	21.740	67,9	24.368	71,4	23.341	69,9	23.460	69,8	23.514	70,0	23.763	70,4
Langfristige Vermögenswerte																				
Sachanlagen	1.471	9,8	1.629	5,9	1.532	4,7	1.466	4,5	1.039	3,2	823	2,4	1.215	3,6	1.136	3,4	1.053	3,1	1.057	3,1
Geschäftswert	156	1,0	1.877	6,8	1.877	5,7	1.877	5,7	1.877	5,9	1.877	5,5	1.877	5,6	1.877	5,6	1.877	5,6	1.877	5,6
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	2.666	17,7	4.299	15,6	5.078	15,5	5.736	17,5	4.565	14,2	3.816	11,2	4.799	14,4	4.729	14,1	4.477	13,3	4.455	13,2
Anteile an assoziierten Unternehmen	129	0,9	212	0,8	811	2,5	943	2,9	1.537	4,8	1.564	4,6	1.214	3,6	1.314	3,9	1.407	4,2	1.375	4,1
Forderungen gegen nahestehende Personen	187	1,2	117	0,4	68	0,2	68	0,2	68	0,2	188	0,6	98	0,3	106	0,3	115	0,3	127	0,4
Latente Steueransprüche	27	0,2	29	0,1	25	0,1	61	0,2	646	2,0	702	2,1	359	1,1	442	1,3	537	1,6	510	1,5
Sonstige Vermögenswerte	216	1,4	249	0,9	296	0,9	333	1,0	567	1,8	777	2,3	493	1,5	543	1,6	595	1,8	602	1,8
Summe langfristige Vermögenswerte	4.852	32,2	8.412	30,5	9.687	29,6	10.484	32,0	10.299	32,1	9.747	28,6	10.054	30,1	10.146	30,2	10.062	30,0	10.002	29,6
Bilanzsumme	15.085	100,0	27.612	100,0	32.733	100,0	32.783	100,0	32.039	100,0	34.115	100,0	33.396	100,0	33.606	100,0	33.576	100	33.765	100
Passiva																				
Kurzfristige Schulden																				
Bankverbindlichkeiten	2.962	19,6	127	0,5	691	2,1	1.547	4,7	1.299	4,1	57	0,2	899	2,7	950	2,8	801	2,4	677	2,0
Kapital stiller Gesellschafter					0	0,0	50	0,2	50	0,2	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung	3.471	23,0	2.215	8,0	3.807	11,6	4.264	13,0	4.356	13,6	4.619	13,5	4.262	12,8	4.375	13,0	4.403	13,1	4.415	13,1
Verbindlichkeiten gegenüber nahestehenden U	70	0,5	568	2,1	13	0,0	2	0,0	717	2,2	136	0,4	217	0,6	268	0,8	335	1,0	239	0,7
Erhaltene Anzahlungen	1.098	7,3	1.553	5,6	3.307	10,1	2.021	6,2	2.281	7,1	1.081	3,2	2.173	6,5	1.889	5,6	1.856	5,5	1.750	5,2
Ertragsteuerverbindlichkeiten	506	3,4	900	3,3	1.397	4,3	1.419	4,3	0	0,0	1.367	4,0	1.046	3,1	958	2,9	843	2,5	1.053	3,1
Rückstellungen	406	2,7	1.175	4,3	1.424	4,4	945	2,9	1.927	6,0	1.981	5,8	1.569	4,7	1.606	4,8	1.771	5,3	1.732	5,1
Sonstige Schulden	1.789	11,9	2.259	8,2	2.143	6,5	2.418	7,4	2.184	6,8	2.892	8,5	2.409	7,2	2.476	7,4	2.490	7,4	2.567	7,6
Summe kurzfristige Schulden	10.302	68,3	8.797	31,9	12.782	39,0	12.666	38,6	12.814	40,0	12.133	35,6	12.574	37,7	12.522	37,3	12.498	37,2	12.432	36,8
Langfristige Schulden																				
Latente Steuerverbindlichkeiten	908	6,0	1.427	5,2	1.345	4,1	1.571	4,8	1.957	6,1	1.677	4,9	1.638	4,9	1.711	5,1	1.746	5,2	1.693	5,0
Kapital stiller Gesellschafter	511	3,4	511	1,9	511	1,6	400	1,2	350	1,1	0	0,0	315	0,9	266	0,8	233	0,7	204	0,6
Rückstellungen für Pensionen	576	3,8	669	2,4	752	2,3	945	2,9	1.019	3,2	1.966	5,8	2.012	6,0	2.033	6,0	2.057	6,1	2.109	6,2
Sonstige Schulden	58	0,4	51	0,2	2	0,0	0	0,0												



9 Unternehmensbewertung

9.1 Discounted Cashflow Methode

Das von uns ausgewählte Discounted-Cashflow-Verfahren (Entity Approach) ist den Gesamtbewertungsverfahren zuzuordnen. Als zukunftsorientiertes Verfahren wird es im Rahmen des IDW S. 1 vom Institut der Wirtschaftsprüfer als geeignetes Verfahren zur Bestimmung des Unternehmenswertes anerkannt.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cash-flows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Bewertungsstichtag ist der 31.12.2006. Zur Ermittlung der Free Cashflows bildet das ordentliche Betriebsergebnis den Ausgangspunkt.

Bei der Analyse des Working Capitals wurden etwaige nicht betriebsnotwendige Kassenbestände und Wertpapiere nicht ausgesondert. Grundlage des Bewertungsmodells ist ein Zwei-Phasenmodell. Die erste Detailplanungsphase umfasst die Geschäftsjahre 2006 bis einschließlich 2009.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 4 % p.a. kalkulieren.

Ermittlung der operativen Free-cash flows										
Angaben in TEUR	2000	2001	2002	Ist 2003	2004	2005	Plan 2006e	2007e	2008e	2009e
Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern	2003,0	4003,0	1753,0	460,0	-1494,0	3992,0	4517,1	5884,7	6956,8	7997,4
- adaptierte Steuern auf das EBIT (38,5 %)	771,2	1541,2	674,9	177,1	0,0	1536,9	1739,1	2265,6	2678,4	3079,0
=NOPLAT	1231,8	2461,8	1078,1	282,9	-1494,0	2455,1	2778,0	3619,1	4278,5	4918,4
+ Abschreibungen			1748,0	2078,0	3068,0	1882,0	2000,0	2000,0	2000,0	2000,0
<i>Rückstellungen</i>	982,0	1844,0	2176,0	1890,0	2946,0	3947,0	3581,3	3638,6	3827,7	3840,6
+ Erhöhung (-Verminderung) Rückstellungen		862,0	332,0	-286,0	1056,0	1001,0	-365,8	57,3	189,1	12,9
= (operativer) Brutto-Cash-flow	1231,8	3323,8	3158,1	2074,9	2630,0	5338,1	4412,3	5676,4	6467,6	6931,3
- Investitionen ins Anlagevermögen			0,0	2955,0	1720,0	836,0	1200,0	1400,0	1600,0	1000,0
<i>Working Capital</i>	5158,0	14532,0	14535,0	14595,0	15103,0	17301,0	15861,5	16238,1	16412,9	16545,4
- Erhöhung (+ Verminderung) des WC		-9374,0	-3,0	-60,0	-508,0	-2198,0	1439,5	-376,6	-174,8	-132,5
= Operativer Free Cash-flow (oFCF)	1231,8	-6050,2	3155,1	-940,1	402,0	2304,1	4651,8	3899,8	4692,8	5798,8

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007



9.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Die gegenwärtige Kapitalstruktur entspricht weitestgehend der Zielkapitalstruktur und unterliegt nach unseren Schätzungen im Detailprognosezeitraum keinen wesentlichen Veränderungen.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen (Quelle: Börse Stuttgart).

Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie bzw. unternehmensspezifisches Risiko) ab. Die Marktrisikoprämie in unserem Modell basiert auf anerkannten Studien. Die aus dem universitären Bereich ermittelten Marktrisikoprämien schwanken je nach Markt, Betrachtungsperioden und Methodik in aller Regel zwischen 6 und 8 %.

Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, orientiert sich nicht an der Aktienkursentwicklung und einem damit zusammenhängenden Referenzkurs, sondern stützt sich auf Bilanzkennzahlen (Fundamentalbeta). Unser Scoringmodell orientiert sich dabei an dem RSW-Scoringverfahren (Rendite, Wachstum, Sicherheit) des Instituts für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel.

Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten			
Eigenkapitalkosten		Fremdkapitalkosten	
Risikoloser Zinssatz			
Risikofreie Rendite	3,84	Zinssatz	4,50
		+ Risikoprämie	1,00
	<u>3,84</u>	= FK-Kosten vor Steuern	5,50
Allgemeines Marktrisiko		- Unternehmenssteuern	-2,12
Betafaktor	1,40	= FK-Kosten nach Steuern	3,38
* Marktrisikoprämie	8,00	- hälftige persönliche Steuern	<u>0,59</u>
= individuelle Marktrisikoprämie	11,20		<u>2,79</u>
- hälftige persönliche Est	<u>1,96</u>		
	<u>9,24</u>		
Unternehmensspezifisches Risiko			
individueller Risikozuschlag	1,00		
- hälftige persönliche Est	<u>0,18</u>		
	<u>0,83</u>		
Summe aus I+II+III	<u><u>13,91</u></u>		
Eigenkapitalquote	<u>50,00</u>	Fremdkapitalquote	<u>50,00</u>
Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)	<u><u>8,35</u></u>		

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007

9.3 Fair Value - Sensitivitätsanalyse

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 10,62. Er ist damit um 38,5 % höher als der aktuelle Kurs (EUR 7,55). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen Szenarien. Die aufgezeigte Bewertungsbreite schwankt zwischen 7,16 Euro und 22,74 Euro.

Ermittlung des Unternehmenswertes						
		2006e	2007e	2008e	2009e	TV
Diskontierungszinssatz	8,35					
Multiplikator		0,923	0,852	0,786	0,726	13,277
operativer Free Cash-flows		4.652	3.900	4.693	5.799	6.931
Barwert der Cash-flows		4293,4	3322,0	3689,6	4207,8	92027,3
Barwerte der Cash-flows	15.513					
Barwert des Residualwertes	92.027	Aktienanzahl:		10.040.000		
Summe der Cash-flows	107.540	Fair Value:		10,62		
Anteile Dritter	0					
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0					
Entity Value	107.540					
- verzinsliches Fremdkapital	899					
Equity Value zum 31.12.2005	106.641					

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007

Sensitivitätsanalyse									
Wachstum	6,35	6,85	7,35	7,85	8,35	8,85	9,35	9,85	10,35
2,00%	12,84	11,63	10,64	9,82	9,12	8,53	8,01	7,56	7,16
2,50%	14,35	12,83	11,61	10,63	9,80	9,11	8,52	8,00	7,55
3,00%	16,31	14,34	12,81	11,60	10,62	9,79	9,10	8,50	7,99
3,50%	18,96	16,30	14,32	12,80	11,59	10,60	9,78	9,08	8,49
4,00%	22,74	18,95	16,29	14,31	12,79	11,57	10,59	9,77	9,07

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007



10. KONTAKT

init
innovation in traffic systems AG

Käppelestraße 6
D-76131 Karlsruhe

Telefon: + 49 721 – 6 10 00 - 102

Telefax: + 49 721 – 6 10 00 - 399

Investor Relations:

Alexandra Weiß

aweiss@initag.de

DR. KALLIWODA RESEARCH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-13 30 38 52 26 2 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management (Candidate 2006); Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

Bloomberg

Reuters

Thomson Financial

JCF Factset

Analyst of this research: Dr.Norbert Kalliwoda, CEFA





11. DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen init AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH für die Erstellung von Research-Studien.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.



DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH, DR. KALLIWODA | RESEARCH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH's prior written consent. Please cite source when quoting.