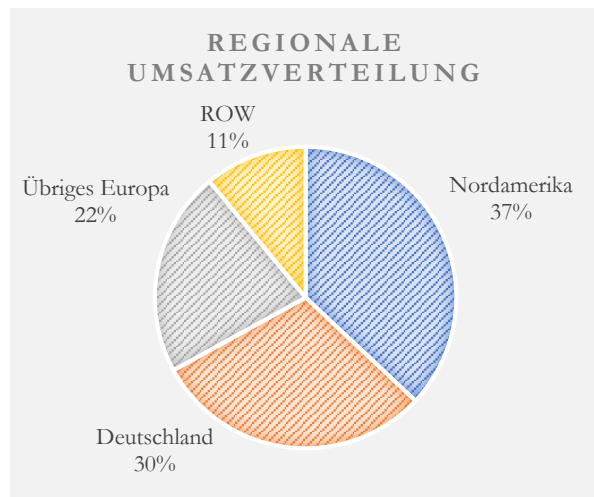


„Autos raus!“
init innovation in Traffic Systems SE

Geschäftsmodell

init ist ein 1983 gegründetes Universitäts-Spin-Off aus Karlsruhe. Gründer und CEO Dr. Gottfried Greschner entwickelte in den 80er Jahren ein „rechnergesteuertes Betriebsleitsystem“ (RBL) für den öffentlichen Personennahverkehr („ÖPNV“) und schaffte es erstmals 1988 ein solches System nach Osnabrück zu verkaufen. Ein RBL, oder heute meist Intermodal Transport Control System (ITCS), ist das Gehirn eines ÖPNV. Es beinhaltet viele Funktionalitäten wie die Kommunikation zwischen Bus-/U-Bahn-FahrerIN und Leitstelle, computer-gestützter Fahrbetrieb oder auch die dynamische Fahrgastinformation („dynamisch“, weil bspw. Verspätungsinformationen übermittelt werden können). *init* hat es schon früh ins Ausland gezogen. 1990 verkaufte man ein erstes ITCS nach Stockholm und um die Jahrtausendwende wagte man sich in Richtung USA. Hochriskant „verschenkte“ *init* einige Systeme, um sich den Marktzugang zu sichern. Die Erlöse aus dem Börsengang im neuen Markt retteten dieses unternehmerische Wagnis. Heute hat *init* mehr als 130 ITCS auf der ganzen Welt platziert: Hamburg, Seattle, Dubai, Montreal, Portland, u.v.m. Der ITCS Bereich macht ca. 25% des Umsatzes aus. Das kann sich jedes Jahr ein wenig verändern, da größere Projekte auftreten können.



Der nächste Geschäftsbereich, den *init* aufgebaut hat, ist das „Ticketing“. Durch das Wachstum in den vergangenen Jahren hat Ticketing sich heute zum größten Segment entwickelt und liefert ca. 45% des Umsatzes. Seine Ticket-Systeme hat *init* ebenfalls mehr als 130 Mal um die ganze Welt herum verkauft. Durch eine Kombination aus eigenen Entwicklungen und geschickten Zukäufen hat sich das Unternehmen eine marktführende Stellung erarbeitet und treibt heute die Innovationsprozesse. U-Bahn-Tickets oder Busfahrkarten bieten erhebliches Innovationspotenzial: Beim äußerst progressiven Verkehrsbetrieb der Stadt Portland (Oregon) hat man ein „ID-based hop-ticket“-System implementiert. Das bedeutet man muss sich kein Ticket mehr für eine bestimmte Strecke oder Fahrt kaufen, sondern man hält einfach sein NFC-fähiges Handy (Apple Wallet, Android Wallet, oder andere digitale Identifizierungskarten) an einen Sensor

an der Haltestelle und steigt ein. Das System von *init* rechnet alles automatisch ab. Das funktioniert sogar über Staatsgrenzen hinaus und *init* kann die Umsätze den unterschiedlichen Verkehrsbehörden genau zuteilen. Teile der „mobile“ Ticket Technologie kommen aus einem geschickten Zukauf aus dem Jahr 2016. *init* erwarb die unprofitable Firma HanseCom, ein Joint Venture von Siemens und der Hamburger Hochbahn. HanseCom verfügt nach eigenen Angaben über die zweitmeist genutzte Handyticket Plattform in Deutschland nach der Deutschen Bahn. Zu HanseCom gehört auch die Tochtergesellschaft PTNova. 60% aller Ticketzahlungströme und -Abos in Deutschland werden über diese Plattform abgewickelt.



Der dritte wichtige Geschäftsbereich mit ca. 20% des Umsatzes ist die Fahrgastzählung (APC: automated passenger counting). Im Mittelpunkt steht hier die Berliner Tochtergesellschaft *iris*-GmbH, welche seit 2016 mehrheitlich zur *init* Gruppe gehört. *iris* stellt Sensoren für das automatische Zählen von Passagieren her und scheint der Goldstandard der Industrie zu sein, da auch *init* Wettbewerber zum Kundenkreis zählen. Diesen Status hat sich die Firma mit sogenannten „time-of-flight“ Kamerasystemen erarbeitet. Damit können dreidimensionale Bilder erfasst werden. *iris* kann also nicht nur zählen wie viele Passagiere in eine U-Bahn ein- und aussteigen, sondern auch erkennen ob es sich um einen Rollstuhlfahrer, ein Kind, oder einen Hund handelt. Dieser Technologievorteil hat dazu geführt, dass der wichtigste Wettbewerber Hella Aglaia (Tochter des Automobilzulieferers) in den vergangenen Jahren aus dem ÖPNV verdrängt wurde. Die Mehrwerte einer solchen Technologie für Kunden sind vielfältig. Die Auslastung der Busse und Züge lässt sich besser steuern und es kann identifiziert werden, an welchen Haltestellen und Eingängen es besonders lange dauert bis alle Fahrgäste eingestiegen sind. Mit diesem Wissen kann sich ein Verkehrsbetrieb optimieren und wertvolle Sekunden gewinnen, die sich im Gesamtkontext in erhebliche Kosteneinsparungen umsetzen lassen.

Was wir an dem Geschäftsmodell mögen

Insbesondere das ITCS und Ticketing sind Produkte/Dienstleistungen mit sehr hohen Wechselbarrieren. Probleme und Ausfälle beim Anbieterwechsel haben das Potenzial das ÖPNV-Netz einer Stadt lahmzulegen. Dementsprechend ist das Wechseln eines ITCS-Anbieters so brisant wie der Wechsel eines ERP-Systems in einem Unternehmen. Zum grundsätzlichen „sperrigen“ Wesen der Produkte kommt hinzu, dass wir *init*'s Kundenbasis für äußerst attraktiv halten. Das bedeutet im Umkehrschluss aber auch, dass es schwer ist Wettbewerbern Kunden abzujagen und mit völlig neuen Plattform-Einführungen Wachstum zu generieren. Daher ist es wichtig, dass man in der bestehenden, gut geschützten, Kundenlandschaft immer wieder neue Lösungen und Innovationen präsentieren kann. Unter den ITCS Anbietern halten wir *init* für den am breitesten positionierten und innovativsten Spieler. Die Kunden- und Marktstruktur scheint ein idealer Nährboden für profitables Cross-Selling zu sein.

Überhaupt ist die Angebotsseite in diesem Markt eher oligopolistisch geprägt. Pro Land gibt es typischer 2-3 relevante Spieler. In Deutschland sind das neben *init*, die Berliner IVU Traffic Technologies, und eine ehemalige Siemens Technologie, welche heute in Private Equity Hand ist und als „Trapeze“ firmiert.

init verwandelt ein sehr von Projekten geprägtes Geschäftsmodell, in wiederkehrende, berechenbare Umsätze. Das lässt sich am besten anhand eines Ticketing Projektes in Seattle verstehen. 2007 platzierte *init* bereits sein ITCS und bekam Ende 2018 auch noch den Zuschlag für das Ticketing Geschäft. *init* tritt hier in Form eines „Betreibermodells“ auf. Für einen 11 Jahresvertrag über insgesamt €42m ist *init* für die komplette Ticketing Infrastruktur verantwortlich. Neben Betrieb der Softwareplattform und Servern gehört dazu auch, dass bspw. ein defekter Bildschirm am Fahrscheinautomat ausgetauscht werden muss. Damit wächst *init* noch tiefer in seine Kundschaft hinein und verbessert die Qualität der Umsätze. Jeden Effizienzgewinn den *init* intern generieren kann, steigert die Marge auf diese Art von Verträgen.

Zwei kräftige Rückenwinde

Outsourcing

Beim Ticketing Beispiel von Seattle handelt es sich um radikales Outsourcing des Verkehrsbetriebs. Ähnliches lässt sich zurzeit auch in Deutschland beobachten. Im März 2019 meldete die Deutsche Bahn, dass man sich mit IVU externe Unterstützung für die Fahrzeugplanung holen würde. Künftig wird also fremde Software im absoluten Kern der Deutschen Bahn eingesetzt werden. Wir glauben, dass diese Outsourcing Projekte Teil eines größeren Trends im Sektor sind. Die Ansprüche an öffentliche Verkehrsmittel werden höher und gleichzeitig wird es für die Behörden schwieriger genügend Fachpersonal zu rekrutieren. Daher gibt es ein sehr starkes Argument mehr und mehr in Software zu investieren und die Prozesse an kleine, wendige Nischenanbieter wie *init* oder IVU outzusourcen. Wenn die Outsourcing-These stimmt, ist es ziemlich sinnvoll integrierte Lösungen von ITCS, über Ticketing zu APC anbieten zu können: Je unkomplizierter der Outsourcing Prozess, desto besser.

Umwelt

Jeden Tag hören wir neue Schreckensmeldungen zur Klimakatastrophe. Diese „Message“ ist jetzt überall angekommen und sowohl Politik als auch Wirtschaft (siehe ESG-, Green-Bonds-, Sustainability- Zuflüsse) haben Nachhaltigkeit zu einem Schlüsselthema erklärt. Ein einfacher Hebel Feinstaubbelastung in Städten und CO2 Ausstoß generell zu attackieren, ist ein stärkerer Fokus auf öffentliche Verkehrsmittel. Innerstädtische Staus sind umweltschädlich und werden in Großstädten auf der ganzen Welt immer nervenaufreibender. Steuereinnahmen sprudeln, Kapital ist weiterhin günstig, ein Bewusstsein für Nachhaltigkeit ist im Mainstream angekommen und viele Ökonomen fordern höhere staatliche Ausgaben, nicht zuletzt auch in Infrastruktur. Der Tisch ist gedeckt.

Autoverbotzonen werden immer häufiger. Ein Beispiel dafür ist natürlich das Verbot für alte Dieselmotoren in den fünf größten Städten Deutschlands. Wir beobachten aber auch immer öfter, dass wichtige Straßen in Innenstädten für Autos gesperrt werden. Im Juli 2019 wurde bspw. der Mainkai in Frankfurt für ein Jahr probeweise gesperrt und wir hören aktuell, dass auch die Berger Straße „geprüft“ werden soll. Wenn eine solche Auto-Verbannung Schule machen sollte, wird eine Flexibilisierung des ÖPNV immer wichtiger.

Wieso jetzt?

In den Jahren 2015 – 2018 gab es eine gewisse ITCS Investitionsflaute. Die meisten Behörden hatten ihre Investitionen getätigt und hatten keine großen Budgets mehr zur Verfügung. Solche Zyklen gibt es. Anstatt diese Flaute auszusitzen und die gedrückte Profitabilität zu ertragen, weil es einfach Teil des Geschäfts ist, hat *init* sich aber vorgenommen Innovationen voranzutreiben und die Umsatzbasis zu diversifizieren. Dazu zählen die HanseCom Übernahme, die Mehrheitsbeteiligung an *iris*, aber auch interne Forschungsprojekte und Entwicklungen. Diese Strategie könnte den wundervollen Doppeleffekt haben, dass man einerseits das Risiko des Unternehmens reduziert hat und sich gleichzeitig vertriebsseitig noch attraktiver für Kunden gemacht hat, wenn man an die Vorteile eines integrativen Anbieters glaubt. Wenn diese Entwicklung auf eine neue Investitionswelle trifft, dann könnte das für *init* ziemlich gut werden.

Wie viel Uni Spin-Offs mit technischem Hintergrund ist *init* auf der einen Seite mit Erfindergeist und Unternehmerkultur gesegnet, aber gleichzeitig von einem nicht vollständig entwickelten Bewusstsein für betriebswirtschaftliche Themen belastet. Ein häufiges Indiz hierfür sind laxes Working Capital Management in Form von aufgeblähtem Vorratsbestand, weil man den Kunden perfekte Lieferfähigkeit bieten will, oder erhöhtem Forderungsbestand, weil man die Kunden nicht mit einem systematischen Mahnwesen „stören“ will. Letzteres hat *init* im Jahr 2019 eingeführt... Solche Optimierungspotenziale findet man bei *init* schon, wenn man nur leicht an der Oberfläche kratzt. Wir haben nur eine leichte Ahnung davon, welche Potenziale sich heben lassen würden, wenn das Unternehmen in Private Equity Hand wäre.

Auch nicht ganz optimal ist die Besetzung des Aufsichtsrats und Vorstands. Für ein börsennotiertes Unternehmen ist da einfach ein bisschen zu viel Familie im Spiel. Es tut sich aber was. Mit der Finanzchefin Jennifer Bodenseh wird gerade ein unabhängiges Talent im Unternehmen gefördert.

Bewertung

In der Tabelle¹ unten lässt sich erkennen was mit den Margen des Geschäfts passiert, wenn man zu sehr von ITCS Projekten abhängig ist. Ein Produkt das eigentlich 15-20% EBIT liefern kann, sackt in Jahren wie 2015 – 2018 in sich zusammen. Es lässt sich der Investitionszyklus im Capex-Verlauf erkennen, aber eben auch, dass man hohe Cashflows ernten kann, sobald das Geschäft einmal läuft.

in EURm	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	Q3 LTM			
									2019	FY2019e	FY2020e	FY2021e
Sales	88,7	97,3	100,1	103,0	105,3	108,6	130,6	135,7	152,9	158,9	174,7	188,1
<i>growth</i>	9,7%	9,6%	2,9%	2,9%	2,2%	3,2%	20,2%	4,0%		17,1%	9,9%	7,7%
EBITDA	21,0	17,3	21,7	20,2	15,1	10,2	15,0	14,0	21,9	20,8	21,2	23,9
<i>% margin</i>	23,7%	17,8%	21,7%	19,6%	14,3%	9,4%	11,5%	10,3%	14,3%	13,1%	12,2%	12,7%
EBIT	19,6	14,9	18,9	17,2	11,7	6,1	10,8	9,4	16,0	15,9	16,6	19,1
<i>% margin</i>	22,1%	15,3%	18,9%	16,7%	11,1%	5,7%	8,3%	6,9%	10,5%	10,0%	9,5%	10,2%
Capex	2,4	3,1	4,5	7,3	8,7	7,9	9,7	2,8	4,7	4,7	7,3	4,7
<i>% of sales</i>	2,7%	3,2%	4,5%	7,1%	8,2%	7,3%	7,5%	2,0%	3,1%	3,0%	4,2%	2,5%
Net Working Capital ²	57,5	52,3	55,4	77,3	80,0	83,5	79,9	72,5	82,7			
<i>% of sales</i>	64,7%	53,8%	55,4%	75,0%	76,0%	76,9%	61,2%	53,4%	54,1%			

init ist heute mit einem Enterprise Value von ca. €250m bewertet, bei einer Marktkapitalisierung von €234m. Man könnte die ganze Firma heute, bei einer noch komprimierten Margensituation, also für etwas mehr als 12x EBITDA (2019e) oder 15x EBIT (2019e) kaufen. Dafür würde man sicherlich 6x EBITDA Leverage bei einer finanzierenden Bank erhalten. Wenn man das Unternehmen für 4-5 Jahre hält und die aktuellen Markterwartungen erfüllt, liefert dies jährliche Rendite von 20% p.a. Das ist schonmal nicht schlecht. Wir rechnen dabei nur mit leichten Verbesserungen im Working Capital und bei der Kapitalallokation.

Richtig spannend wird es aber, wenn man überlegt, dass die aktuelle Bewertung im Verhältnis zu börsennotierten Wettbewerbern, oder Transaktionen im Private Equity Bereich, ziemlich niedrig erscheint. Wettbewerber IVU handelt nach seinem Re-rating dieses Jahr bei 28x EBIT. Im Private Equity Umfeld hatten wir 2016 erlebt, wie ein Karlsruher Unternehmen für Verkehrssoftware namens PTV für knapp 30x EBIT übernommen wurde. Das würde implizieren, dass der aktuelle Preis der *init* Aktien nicht bei €23-24 liegen sollte, sondern eher nördlich von €40. Mit einem solchen Multiple Arbitrage rechnen wir bei unseren LBO Modellen zwar nie, aber es macht die Situation natürlich noch interessanter.

Damit der Wert von *init* sich entfaltet, muss aber kein Private Equity Fonds ein Übernahmeangebot vorlegen. *init* muss vor allem operativ seine Arbeit machen. Zunehmende Professionalisierung sollte die Firma auf den Radarschirm von Investoren bringen. Darüber hinaus wird die Welt irgendwann merken, dass eine Technologie wie *iris*, viel breitere Anwendungsbereiche als Fahrgastzählung hat, z.B. im Einzelhandelsbereich. Wenn man *iris* heute in einen Auktionsprozess geben würde, wären wir nicht überrascht, wenn sich herausstellen würde, dass diese mehr als die Hälfte der ganzen *init* Gruppe wert ist. (i.e. mehr als €100m).

Dieser Zug endet hier **nicht**.

¹ Quelle: S&P Capital IQ. FY2019ff basiert auf Broker Consensus.

² Vorräte + Forderungen alul – Vbkl alul

DISCLAIMERS

No Offer or Advice. The information contained herein has been prepared solely for informational purposes and is not an offer to sell or purchase or a solicitation of an offer to sell or purchase an interest in any securities. CCA reserves the right to change, modify, add or remove portions of any content at any time without notice and without liability. Those who access this do so at their own initiative. You acknowledge that the content of this document is for general, informational purposes only and is not intended to constitute an offer to sell or buy any securities or promise to undertake or solicit business, may not be relied upon in connection with any offer or sale of securities. We do not provide investment or other advice, and this is not to be deemed a recommendation that anyone buy, sell or hold any security or other investment or that you pursue any investment style or strategy. You should consult with your own advisers with respect to your individual circumstances and needs.

No Warranties or Liability. We are not responsible for any damages that result from your use of this information. We have compiled this in good faith and while we use reasonable efforts to include accurate and up-to-date information, this is provided on an "as is" basis with no warranties of any kind. We do not warrant that the information is accurate, reliable, up to date or correct. Your use of this information is solely at your own risk.

Confidentiality. This information is confidential. Recipients may not disclose any of this information to any person or use it for any purpose other than those permitted by us in writing. Information in this document is exclusively directed towards professional investors domiciled in Germany according to section 31a of the Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG). Investment advice and investment brokerage according to section 1 paragraph 1a No. 1a German Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG) will be provided for the account and under the liability of BN & Partners Capital AG according to section 2 paragraph 10 German Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG). BN & Partners Capital AG has the required authorisation of Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) according to section 32 German Banking Act.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation („KI“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), die „KI“ richtet sich an ausschließlich an Geeignete Gegenparteien im Sinne des § 67 WpHG mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland und wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt.

Diese „KI“ kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen und begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Auch wurde Sie nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „KI“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder, eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die vorliegende „KI“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 27.12.2019

Herausgeber: CCA GmbH / Eschersheimer Landstraße 1-3/ 60322 Frankfurt handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erfstadt. Die BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.