

2. Juli 2019  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Sandpiper Digital Payments AG

Gute Wachstumsbasis trotz enttäuschen-  
der Entwicklung in 2018

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 0,02 CHF | Kursziel: 0,13 CHF

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	St. Gallen
<b>Branche:</b>	Payment, IT-Security
<b>Mitarbeiter:</b>	ca. 200 (Gruppe)
<b>Rechnungslegung:</b>	Swiss GAAP FER
<b>ISIN:</b>	CH0033050961
<b>Kurs:</b>	0,02 CHF
<b>Ticker:</b>	SDP:SW
<b>Marktsegment:</b>	Regulated Market Bern
<b>Aktienzahl:</b>	211,7 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	4,2 Mio. CHF
<b>Enterprise Value:</b>	16,5 Mio. CHF
<b>Free-Float:</b>	ca. 39 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	0,16 / 0,02 CHF
<b>Ø Umsatz (12 M Bern):</b>	11,6 Tsd. CHF

Sandpiper hat die Konsolidierung des Portfolios im letzten Jahr vorangetrieben und die Tochter PAIR Solutions sowie die Anteile von Smart Loyalty (rd. 15 Prozent) verkauft. In diesem Jahr wird zudem die kleinere Beteiligung Multicard Nederland entkonsolidiert, da die Gesellschaft nach dem verfehlten Turnaround in 2018 und einem gescheiterten Verkauf im April Insolvenz anmelden musste. Damit besteht das Portfolio von Sandpiper jetzt im Wesentlichen aus drei größeren Mehrheitsbeteiligungen (InterCard, Ergonomics, IDpendant) und einer Minderheitsbeteiligung (Playpass). Die Umbauphase hat sich auch in den Konzernzahlen aus 2018 noch deutlich niedergeschlagen, der Umsatz reduzierte sich um 15 Prozent auf 25,9 Mio. Euro und das EBIT rutschte mit -2,0 Mio. Euro noch etwas tiefer in den roten Bereich. Die Aktiengesellschaft musste dadurch den Verlust der Hälfte des Grundkapitals und der gesetzlichen Reserven vermelden. Die Bemühungen um eine Reduzierung der Kostenbasis dürften daher noch einmal verstärkt werden, auch eine Kapitalmaßnahme ist denkbar. Für die verbliebenen Beteiligungen sehen wir nun aber gute Wachstumschancen. Damit einhergehende Skaleneffekte könnten dem Konzern im Jahr 2020 den Break-even ermöglichen.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	28,9	30,5	25,9	27,8	31,1	33,9
EBIT (Mio. Euro)	-5,9	-1,2	-2,0	-0,6	0,7	1,5
Jahresüberschuss	-8,3	6,3	-1,9	-0,3	0,3	0,9
EpS (Eurocent)	-4,0	3,0	-1,0	-0,1	0,1	0,3
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	58,0%	5,4%	-15,0%	7,3%	12,0%	9,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	202,7%
KUV	0,13	0,12	0,15	0,14	0,12	0,11
KGV	-	0,6	-	-	12,7	4,2
KCF	-	-	1,6	13,2	4,1	2,2
EV / EBIT	-	-	-	-	20,9	9,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Weitere Konsolidierung des Portfolios

Sandpiper setzt den Prozess der Fokussierung auf die wichtigsten Beteiligungen fort. Im letzten Geschäftsjahr wurden sämtliche Anteile von der Tochter PAIR Solutions und das bestehende Paket (15,27 Prozent) von der Smart Loyalty AG veräußert. In der aktuellen Periode scheidet zudem die 100-prozentige Beteiligung Multicard Nederland aus dem Konsolidierungskreis aus. Nachdem die Gesellschaft 2018 mit einem Umsatz von 1,3 Mio. Euro und einem Ergebnis von ca. -0,9 Mio. Euro den anvisierten Turnaround deutlich verfehlt hatte und der Verkauf an einen Investor trotz eines fertig ausgehandelten Vertrags an Nachforderungen der lokalen Steuerbehörden gescheitert war, musste sie im April Insolvenz anmelden. Damit besteht das Portfolio von Sandpiper derzeit im Wesentlichen aus der 100-prozentigen Tochter Ergonomics (inklusive deren Ableger e24 AG, von dem 80 Prozent der Anteile gehalten werden), den Mehrheitsbeteiligungen InterCard AG Informationssysteme (51 Prozent) und IDpendant (54 Prozent) sowie der Minderheitsbeteiligung Playpass (26,7 Prozent).

## Kleine Folgeinvestments

Im letzten Jahr hat Playpass eine Wachstumsfinanzierung unter Beteiligung eines neuen Investors durchgeführt, an der Sandpiper nicht teilgenommen hat, so dass der Anteil, der noch Ende 2017 rund 35 Prozent betragen hatte, verwässert wurde. An einem im ersten Halbjahr dieses Jahres platzierten Wandeldarlehen des Unternehmens mit einem Volumen von 1,5 Mio. Euro hat sich Sandpiper aber dann mit 0,4 Mio. Euro beteiligt. Ebenfalls teilgenommen hat die Beteiligungsgesellschaft an einer Kapitalerhöhung von InterCard (0,4 Mio. Euro) im Jahr 2018, von der die Beteiligungsgesellschaft etwas mehr als die Hälfte gezeichnet und dadurch ihren Anteil leicht ausgebaut hat.

## InterCard verbessert Ergebnis

Die börsennotierte Tochter InterCard bleibt damit ein zentrales Asset von Sandpiper. Der Spezialist für multifunktionale Chipkartensysteme, der sein Leistungsportfolio zunehmend um App-gesteuerte

Dienste (insb. auch Bezahlfunktionen) erweitert, hat den Umsatz im letzten Jahr um 1,9 Prozent auf 14,4 Mio. Euro gesteigert, die eigenen Ziele damit aber verfehlt. Trotzdem konnte das EBIT deutlich von 185 auf 342 Tsd. Euro gesteigert werden, auch das Nettoergebnis verbesserte sich im Zuge dessen von -43 auf +83 Tsd. Euro. InterCard ist bei Sandpiper im Segment „Campus & Corporate“ erfasst, dessen ausgewiesene Erlöse im letzten Jahr trotzdem von 17,2 auf 14,9 Mio. Euro gesunken sind. Dafür war die Entkonsolidierung der Tochter Polyright verantwortlich, die 2017 noch einen Beitrag zu den Segmenteinnahmen von 2,5 Mio. Euro geleistet hatte und im August 2017 verkauft wurde. In 2019 wird die Gesellschaft aber wieder erfasst, da InterCard, die sich beim Sandpiperverkauf einen Minderheitsanteil und über ein Wandeldarlehen eine Option auf den Ausbau der Position gesichert hatte, die Beteiligung an dem vormaligen Konkurrenten im Mai auf 52 Prozent aufgestockt hat und seitdem die Mehrheit hält.

## Umsatz deutlich unter Vorjahr

Im zweitgrößten Segment Security & Services, das die Entwicklung der Gesellschaften Ergonomics und IDpendant abbildet, sind die ausgewiesenen Erlöse im letzten Jahr von 11,8 auf 9,7 Mio. Euro zurückgegangen. Das ist maßgeblich auf den deutlichen Umsatzrückgang bei Ergonomics in Höhe von -1,7 Mio. Euro zurückzuführen. Bei dem Unternehmen hatte sich der Abschluss eines Großprojekts verzögert, was temporär die Kapazitäten gebunden hat. Auch im dritten Bereich, Sport & Events, in dem ausschließlich die Tochter Multicard Nederland erfasst war, lagen die Einnahmen mit 1,3 Mio. Euro unter dem Wert des Vorjahres (1,6 Mio. Euro). In Summe hat sich der Konzernumsatz von Sandpiper somit von 30,5 auf 25,9 Mio. Euro reduziert, wobei etwa 60 Prozent davon auf Konsolidierungseffekte zurückzuführen waren (neben dem Polyright-Effekt in Höhe von 2,5 Mio. Euro hatte auch die veräußerte Tochter Sandpiper Digital Payments Asia Private Ltd. im Vorjahr noch einen Beitrag von 0,3 Mio. Euro geleistet).

Geschäftszahlen	2017	2018	Änderung
Konzernumsatz	30,50	25,91	-15,0%
- Campus & Corporate	17,18	14,94	-13,0%
- Security & Services	11,81	9,70	-17,9%
- Sport & Events	1,63	1,29	-20,6%
EBITDA	0,39	-0,56	-
EBIT	-1,22	-1,96	-
Nettoergebnis	6,23	-1,90	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

## Noch keine Trendwende beim operativen Ergebnis

Das operative Ergebnis konnte auf Konzernebene noch nicht verbessert werden, sondern lag mit -2,0 Mio. Euro um etwas mehr als 700 Tsd. Euro unter dem Vorjahreswert (-1,2 Mio. Euro), obwohl die größte Kostenposition, der Personalaufwand (-16,4 Prozent auf 12,1 Mio. Euro), stärker gesunken ist als der Umsatz. Das ist beim Materialaufwand (-10,5 Prozent auf 11,0 Mio. Euro) und bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen (-9,6 Prozent auf 4,2 Mio. Euro) aber nicht gelungen. Hinzu kam ein deutlich geringerer positiver Beitrag aus dem Bestandsaufbau (0,1 Mio. Euro gegenüber 0,5 Mio. Euro im Vorjahr). Nach Steuern und Anteilen Dritter ist so ein Jahresverlust von -1,7 Mio. Euro angefallen, gegenüber einem Überschuss von 6,8 Mio. Euro im Vorjahr. Letzterer resultierte allerdings aus verschiedenen Sondereffekten, wie beispielsweise einer nachträglichen Kaufpreisanpassung (+6,8 Mio. Euro), der Entkonsolidierung der Nettoverbindlichkeiten von Payment Solution (+3,9 Mio. Euro) und der Bilanzumstrukturierung der Multicard Nederland (+0,8 Mio. Euro).

## Kapitalverlust gemeldet

Auf Konzernebene ist das Eigenkapital damit wieder von 1,1 auf -1,0 Mio. Euro in negatives Terrain gedreht. Entscheidend ist allerdings das Eigenkapital im Einzelabschluss, das aufgrund eines Jahresverlusts in der AG-GuV von -6,5 Mio. Euro (Vorjahr: +0,5 Mio. Euro), vor allem wegen Abschreibungen auf Beteiligungen und Minderheitsbeteiligungen (-3,0 Mio.

Euro) sowie auf Darlehen (-1,8 Mio. Euro), von 12,7 auf 5,6 Mio. Euro zurückgegangen ist. Damit musste die Gesellschaft den Verlust der Hälfte des Grundkapitals und der gesetzlichen Reserven vermelden. Auf der Generalversammlung wird der Verwaltungsrat aus diesem Grund weitere Sanierungsmaßnahmen beantragen, wobei vor allem zusätzliche Kostensenkungsmaßnahmen im Vordergrund stehen dürften. Mit einer Liquidität der AG von 1,5 Mio. Euro sowie des Konzerns von 3,2 Mio. Euro per Ende Dezember besteht kein unmittelbarer Finanzierungsbedarf, zumal der Großteil der AG-Verbindlichkeiten (inkl. Rückstellungen), nämlich rund 78 Prozent von 7,4 Mio. Euro, gegenüber Gruppengesellschaften sowie Aktionären und Organen besteht.

## Schub für InterCard

Der Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr fällt durchaus optimistisch aus, wobei insbesondere die größte Tochter InterCard mit der Übernahme von Polyright einen großen Schritt nach vorne macht. Polyright hat im letzten Jahr einen Umsatz von 3,7 Mio. CHF erwirtschaftet und könnte das Ergebnis im Rahmen der Erstkonsolidierung noch belasten. Auf organischer Basis, also ohne Konsolidierungseffekte, hat InterCard ein Umsatzwachstum auf mehr als 15 Mio. Euro und ein weiteres Gewinnwachstum in Aussicht gestellt. Schon vor der Übernahme war die Gesellschaft mit einem Marktanteil von ca. 80 Prozent der führende Anbieter von Chipkartensystemen an deutschen Universitäten und Hochschulen, und jetzt liegt auch der Anteil in der Schweiz bei rund 90 Prozent. Nun werden verstärkt Synergien gehoben und gemeinsam das Wachstum forciert, u.a. im Bereich der APP-basierten Dienste sowie im Ausland.

## Beteiligungen auf Wachstumskurs

Auch die weiteren Gesellschaften im Portfolio dürften in diesem Jahr wachsen. Mit dem Abschluss des Großprojekts ist nicht nur der Kapazitätsengpass von Ergonomics behoben, sondern auch eine Lösung fertiggestellt worden, mit der laufende Einnahmen generiert werden. Es handelt sich hierbei um „Currency Xchanger“, eine Plattform für den Währungsumtausch, die an Bahn- und Fluggesellschaften vermarktet werden soll. Ebenfalls auf Expansionskurs befindet sich Play-

pass. Als Anbieter einer Plattform, mit der Veranstalter von Festivals und anderen Massenevents unterschiedliche Funktionen wie die Steuerung der Zutrittsberechtigung und bargeldlose Zahlungsvorgänge in einer integrierten Lösung abdecken können, will das Unternehmen vor allem im Ausland wachsen und hat die hierfür erforderlichen Finanzierungsmaßnahmen bereits erfolgreich umgesetzt. Dabei adressiert die Gesellschaft potenzialträchtige Märkte in Europa und Lateinamerika selbst, während die Expansion in Asien, Afrika und den USA von internationalen Partnern vorangetrieben wird.

### Stärkere Zusammenarbeit in der Gruppe

Und schließlich soll nach Aussage des Sandpiper-Managements auch die Tochter IDpendant, ein herstellerunabhängiger Systemintegrator für umfassende IT-Sicherheitslösungen, zulegen. Die Gesellschaft ist in mehrere Wachstumsinitiativen eingebunden, mit denen zukunftssträchtige Geschäftsfelder adressiert und die Zusammenarbeit innerhalb der Gruppe ausgebaut

werden. So arbeiten IDpendant, InterCard und IntraKey (eine Tochter von InterCard) an neuen Zugangslösungen, die Universitäten, Kliniken, Verwaltungen, Städten und Unternehmen angeboten werden können. Intensiviert hat IDpendant auf verschiedenen Ebenen auch die Zusammenarbeit mit Ergonomics, etwa bei der Auswahl von Lieferanten und Technologiepartnern sowie im Marketing und Vertrieb, wobei dabei insbesondere Cross- und Up-Sellingpotenziale im Fokus stehen. Ein weiteres gemeinsames Betätigungsfeld innerhalb der Gruppe sind Smart-City-Projekte. Die Holding treibt hier aktuell ein Vorhaben voran, an dem mehrere Töchter beteiligt sind und das inzwischen zu ersten Erlösen führt.

### Langsamer als erwartet

Sandpiper entwickelt sich damit aus unserer Sicht grundsätzlich in die richtige Richtung, auch wenn das Tempo im letzten Jahr noch nicht unseren Erwartungen entsprochen hat und die Insolvenz von Multicard Nederland – trotz des überschaubaren Umsatzbeitrags

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
InterCard	16,9	18,4	20,3	22,3	24,5	27,0	29,7	32,6
Ergonomics	6,3	8,0	8,6	9,4	10,4	11,5	12,6	13,9
IDpendant	4,4	4,7	5,0	5,4	5,8	6,2	6,6	7,1
Umsatzerlöse	27,8	31,1	33,9	37,1	40,7	44,6	48,9	53,6
Umsatzwachstum	7,3%	12,0%	9,0%	9,3%	9,6%	9,8%	9,6%	9,6%
EBIT-Marge	-2,0%	2,3%	4,5%	5,4%	6,1%	6,3%	6,4%	6,5%
<b>EBIT</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,1
<b>NOPAT</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
<b>Free Cashflow</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>

*SMC-Schätzmodell*

– einen Rückschlag darstellt. Die Konzernerlöse haben unsere Erwartungen (28,5 Mio. Euro) um rund 2,6 Mio. Euro verfehlt, und auch der EBIT-Verlust ist deutlich höher ausgefallen, als von uns erwartet (-0,6 Mio. Euro). Für das laufende Jahr rechnen wir aber aufgrund der dargestellten Wachstumstreiber weiterhin mit einer signifikanten Erlössteigerung. Die erneute Erfassung von Polyright dürfte dabei die entfallenden Beiträge von PAIR und Multicard Nederland kompensieren, so dass wir zusammen mit dem organischen Wachstum der Töchter mit Konzernerlösen in Höhe von 27,8 Mio. Euro rechnen. Auch das EBIT sollte spürbar zulegen, wir kalkulieren im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise aber vorerst noch mit einem kleinen Verlust (-0,6 Mio. Euro).

### Gute Chancen für nachhaltige Expansion

Im Folgejahr könnte mit einer Fortsetzung des organischen Wachstumskurses – weitere Zukäufe haben wir nicht unterstellt – der operative Break-even gelingen. Aufgrund der attraktiven Zielmärkte (Stichwort Smart City) haben wir unser grundsätzliches Expansionszenario mit steigenden Margen beibehalten. Insgesamt hat sich der Entwicklungspfad im Prinzip um ein Jahr nach hinten verschoben, da der Umbau des Portfolios, die Akquise neuer Projekte und die Hebung von Synergien länger gedauert haben, als von uns zuvor unterstellt. Playpass behandeln wir weiterhin als ein veräußerbares (nicht konsolidiertes) Asset und haben die Beteiligungshöhe aktualisiert sowie den Wert etwas konservativer angesetzt (4,8 Mio. Euro). Zentral für die weitere Entwicklung ist, dass aus dem vermeldeten Kapitalverlust kein Liquiditätsengpass resultiert. Einen unmittelbaren Liquiditätsbedarf sehen wir nicht, trotzdem haben wir aus Vorsicht eine große Kapitalerhöhung (100 Mio. Aktien) zum aktuellen Kurs angesetzt und damit hypothetisch eine hohe Verwässerung einkalkuliert, die so aber nicht zwingend eintreten muss. Eine Übersicht der aus diesen Annahmen resultierenden wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow sind dem Anhang zu entnehmen.

### Rahmendaten unverändert

Anschließend rechnen wir unverändert mit einem Abschlag auf die Zielmarge von 10 Prozent und einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Unverändert gelassen haben wir auch den Diskontierungszinssatz: Auf der Grundlage der Annahme eines Betafaktors von 1,4, eines risikolosen Zinses von 2,5 Prozent, einer Risikoprämie von 5,4 Prozent, eines Ziel-FK-Anteils von 70 Prozent und eines FK-Zinses von 5,0 Prozent liegen die gewichteten Kapitalkosten (WACC) unseres Modells bei 5,4 Prozent.

### Kursziel: 0,13 CHF

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 39,9 Mio. CHF. Auf voll verwässerter Basis unter Berücksichtigung der hypothetisch unterstellten großen Kapitalerhöhung und somit einer Aktienzahl von 311,7 Mio. Stück entspricht das einem fairen Wert von 0,128 CHF je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 0,13 CHF ableiten. Die deutliche Reduktion gegenüber unserem letzten Update (0,22 Euro, umgerechnet 0,246 CHF) ist dem kleineren Portfolio, einer etwas konservativeren Schätzung der weiteren Entwicklung und der unterstellten großen Aktienemission auf einem niedrigen Kursniveau geschuldet. Das Prognoserisiko sehen wir unverändert bei fünf von sechs möglichen Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 4,4 und 6,4 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 0,091 und 0,227 CHF je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
4,4%	0,227	0,192	0,168	0,151	0,137
4,9%	0,186	0,163	0,146	0,132	0,122
5,4%	0,157	0,141	<b>0,128</b>	0,118	0,110
5,9%	0,136	0,124	0,114	0,106	0,100
6,4%	0,120	0,110	0,103	0,096	0,091

## Fazit

---

Die Zahlen von Sandpiper für das Jahr 2018 sehen auf den ersten Blick wenig erfreulich aus. Der Konzernumsatz ist deutlich zurückgegangen und der operative Fehlbetrag hat sich ausgeweitet. Zudem musste die Gesellschaft den Verlust der Hälfte des Grundkapitals (inklusive der gesetzlichen Reserven) auf der Ebene der AG vermelden. Der Aktienkurs hat darunter stark gelitten.

Das verdeckt allerdings, dass die Konsolidierung des Portfolios weit vorangeschritten ist und damit eine solide Basis für das künftige Wachstum geschaffen wurde. Die drei wesentlichen Beteiligungen InterCard, Ergonomics und IDpendant arbeiten bereits profitabel oder sollen dies in naher Zukunft schaffen, und mit Playpass befindet sich darüber hinaus eine Beteiligung an einem attraktiven Wachstumswert im Bestand.

Damit könnte der Konzern 2020 den Break-even im operativen Geschäft erreichen – und diese Perspektive sollte sich auch positiv auf den Aktienkurs auswirken. Unter den Prämissen, dass ein Finanzierungsengpass

nach der Kapitalverlustmeldung vermieden werden kann, und dass Sandpiper nun einen nachhaltigen und profitablen Expansionskurs eingeschlagen hat, haben wir ein aktualisiertes Kursziel von 0,13 CHF (zuvor: 0,22 Euro, umgerechnet 0,246 CHF) ermittelt, das wegen des verkleinerten Portfolios, etwas konservativerer Schätzungen zur künftigen Entwicklung und vor allem wegen einer vorsichtshalber unterstellten starken Verwässerung durch eine Kapitalmaßnahme deutlich gesunken ist.

Dennoch liegt der von uns ermittelte faire Wert weit oberhalb des aktuellen Kursniveaus, was aus unserer Sicht auf die jüngste Entwicklung und die Kapitalverlustmeldung zurückzuführen ist. Sobald die Gesellschaft eine Besserung der Lage dokumentieren kann, sollte sich das Erholungspotenzial aber sukzessive realisieren. Zum aktuellen Zeitpunkt handelt es sich aber noch um ein spekulatives Szenario mit einem hohen Risiko, weshalb das Urteil unverändert „Speculative Buy“ lautet.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	5,9	5,8	5,8	5,9	6,1	6,3	6,4	6,5	6,6
1. Immat. VG	3,2	2,9	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7
2. Sachanlagen	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0	2,1	2,2	2,2
II. UV Summe	8,9	9,8	10,2	15,7	18,6	21,1	23,3	25,6	28,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	-1,0	-0,1	0,3	1,5	2,9	4,3	5,4	6,6	7,9
II. Rückstellungen	2,5	2,7	2,9	3,0	3,3	3,5	3,8	4,0	4,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,1	1,8	1,7	2,8	3,1	3,3	3,4	3,5	3,7
2. Kurzfristiges FK	10,7	11,7	11,7	14,8	16,0	16,9	17,7	18,5	19,4
<b>BILANZSUMME</b>	<b>15,3</b>	<b>16,1</b>	<b>16,5</b>	<b>22,1</b>	<b>25,2</b>	<b>27,9</b>	<b>30,3</b>	<b>32,6</b>	<b>35,3</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	25,9	27,8	31,1	33,9	37,1	40,7	44,6	48,9	53,6
Gesamtleistung	26,0	27,8	31,1	33,9	37,1	40,7	44,6	48,9	53,6
Rohertrag	15,0	16,4	18,8	20,9	22,9	25,2	27,7	30,3	33,2
EBITDA	-0,6	0,2	1,4	2,2	2,7	3,1	3,5	3,8	4,2
EBIT	-2,0	-0,6	0,7	1,5	2,0	2,5	2,8	3,1	3,5
EBT	-1,7	-0,2	0,5	1,3	1,7	2,2	2,6	2,9	3,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,7	-0,2	0,4	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9	2,2
JÜ	-1,9	-0,3	0,3	0,9	1,2	1,2	1,5	1,7	1,9
EPS (Eurocent)	-1,00	-0,11	0,10	0,29	0,37	0,40	0,47	0,53	0,60



## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	2,4	0,3	0,9	1,7	2,0	2,2	2,6	2,9	3,2
CF aus Investition	4,1	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
CF Finanzierung	-4,5	0,5	-0,5	3,8	1,1	0,7	-0,1	-0,3	-0,4
Liquidität Jahresanfa.	1,3	3,3	3,4	3,1	7,9	10,2	12,1	13,8	15,7
Liquidität Jahresende	3,3	3,4	3,1	7,9	10,2	12,1	13,8	15,7	17,7

### Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	-15,0%	7,3%	12,0%	9,0%	9,3%	9,6%	9,8%	9,6%	9,6%
Rohtragsmarge	58,0%	59,0%	60,5%	61,5%	61,8%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%
EBITDA-Marge	-2,2%	0,9%	4,6%	6,5%	7,2%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%
EBIT-Marge	-7,6%	-2,0%	2,3%	4,5%	5,4%	6,1%	6,3%	6,4%	6,5%
EBT-Marge	-6,5%	-0,5%	1,5%	3,9%	4,6%	5,3%	5,8%	5,9%	6,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	-7,3%	-1,2%	1,0%	2,7%	3,1%	3,0%	3,3%	3,4%	3,5%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

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

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 02.07.2019 um 14:00 Uhr fertiggestellt und am 02.07.2019 um 14:10 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
18.12.2018	Speculative Buy	0,22 Euro	1), 3), 4)
13.09.2018	Speculative Buy	0,23 Euro	1), 3), 4)
11.06.2018	Speculative Buy	0,27 Euro	1), 3), 4)
14.03.2018	Speculative Buy	0,26 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Einen Comment

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

#### *Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.