

14. März 2018
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Sandpiper Digital Payments AG

Stark positioniert im attraktiven Markt
für geschlossene Zahlungssysteme

Urteil: **Speculative Buy** (Ersteinschätzung) | Kurs: **0,127 Euro** | Kursziel: **0,26 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Inhaltsverzeichnis

Snapshot	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Portfolio I: Intercard	10
Portfolio II: Ergonomics	13
Portfolio III: IDpendant	15
Portfolio IV: Multicard	16
Portfolio V: PAIR Solutions	18
Portfolio VI: Playpass	19
Portfolio VII: SmartLoyalty	21
Marktumfeld	22
Strategie	25
Zahlen	28
Equity-Story	31
DCF-Bewertung	34
Fazit	38
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	39
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen	40
Impressum & Disclaimer	41

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	St. Gallen
Branche:	Payment, IT-Security
Mitarbeiter:	ca. 200 (Gruppe)
Rechnungslegung:	Swiss GAAP FER
ISIN:	CH0033050961
Kurs:	0,127 Euro
Marktsegment:	Regulated Market Bern Open Market Frankfurt
Aktienzahl:	211,7 Mio. Stück
Market Cap:	27,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	37,7 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 32 % (vor Carve-out)
Kurs Hoch/Tief (12 M):	0,26 / 0,04 Euro
Ø Umsatz (Bern, 12 M):	11,3 Tsd. Euro

Kurzportrait

Die Schweizer Technologieholding Sandpiper Digital Payments hat seit der Gründung im Jahr 2014 ein Portfolio von fünf Mehrheitsbeteiligungen und zwei wesentlichen Minderheitsbeteiligungen aufgebaut. Der Fokus der Gesellschaften liegt vor allem auf digitalen Zahlungssystemen, digitaler Sicherheit und der Zugangskontrolle. Mehrere Töchter haben sich im Segment der geschlossenen Zahlungssysteme für einen abgegrenzten Nutzerbereich eine starke Marktposition erarbeitet. Mit einer hohen Anzahl von 2,5 Mio. Kunden ist Sandpiper ein attraktiver Partner oder Übernahmekandidat in diesem Markt. Gemäß der letzten veröffentlichten Prognose wird die Gruppe im laufenden Jahr den Umsatz organisch weiter ausbauen (von 30 bis 32 Mio. Euro in 2017) und den Break-even auf EBITDA-Basis erzielen. Sandpiper hat mehrere Initiativen gestartet, um das Wachstum zu stimulieren und die Margen zu erhöhen. Dazu gehören die Hebung von Synergien in der Gruppe und die intensiviertere Zusammenarbeit mit Partnern, auch auf internationaler Ebene. Eine Erweiterung der Geschäftsmodelle um Lizenz- und White-Label-Angebote bietet potenziell einen hohen Ertragshebel.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	18,3	28,9	30,1	31,1	34,6	38,7
EBIT (Mio. Euro)	-3,4	-5,9	-2,2*	-0,6	0,1	0,6
Jahresüberschuss	-4,0	-8,3	13,0	-1,0	-0,4	0,0
EpS (Cent)	-2,00	-4,00	4,88	-0,36	-0,15	0,00
Dividende je Aktie (Cent)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum		58,0%	4,0%	3,4%	11,1%	12,0%
Gewinnwachstum		-	-	-	-	-
KUV	1,50	0,95	0,91	0,88	0,80	0,71
KGV	-	-	2,1	-	-	-
KCF	-	-	-	-	119,6	26,7
EV / EBIT	-	-	-	-	620,3	59,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*operativ

Executive Summary

- **Technologieholding mit fünf Mehrheitsbeteiligungen:** Die im Jahr 2014 gegründete Beteiligungsgesellschaft Sandpiper Digital Payments AG hat in relativ kurzer Zeit ein Portfolio von Gesellschaften aufgebaut, die vor allem die Bereiche digitale Zahlungssysteme, digitale Sicherheit und Zugangskontrolle adressieren. Aktuell besitzt Sandpiper die Mehrheit an fünf Töchtern sowie zwei wesentliche Minderheitsbeteiligungen.
- **Zwei Schwergewichte:** Die börsennotierte Intercard AG, an der Sandpiper einen Anteil von 50,4 Prozent hält, erwirtschaftet zusammen mit dem IT-Security-Spezialisten Ergonomics (Anteil 100 Prozent) rund drei Viertel der Gruppenerlöse. Einen substanziellen Beitrag leistet auch der Systemintegrator IDpendant, der von wachsenden Datenschutzanforderungen profitiert. Besonders innovativ ist die niederländische Tochter Multicard, die zuletzt mehrere Referenzprojekte mit namhaften Kunden gestartet hat.
- **Nischen erfolgreich besetzt:** Der Markt für bargeldlose Zahlungslösungen ist sehr wachstumsstark, aber auch wettbewerbsintensiv. Die Töchter von Sandpiper haben sich, auch dank relativ niedriger Customer Acquisition Cost (CAC), in Nischen eine starke Position erarbeitet. Dazu gehören geschlossene bargeldlose Zahlungssysteme mit abgegrenztem Nutzerkreis, für deren Betrieb in vielen Fällen die RFID/NFC-Technologie genutzt wird. Aktuell arbeitet die Gruppe auch intensiv an neuen Lösungen auf Basis der Blockchain-Technologie, mehrere Töchter haben potenzialträchtige Projekte in diesem Bereich gestartet.
- **Break-even für 2018 angekündigt:** Im Zuge des Portfolioaufbaus ist die Gruppe in den letzten Jahren stark gewachsen, im Geschäftsjahr 2016 haben die Erlöse um 58 Prozent zugelegt und im ersten Halbjahr 2017 um 44,8 Prozent. Das operative Ergebnis war zuletzt noch defizitär, für 2018 wurde aber der Break-even auf EBITDA-Basis in Aussicht gestellt.
- **Skalierung des Geschäftsmodells:** Die Gruppe hat sich in attraktiven Märkten aussichtsreich positioniert. Der aufgebaute hohe Kundenstamm und der hohe Anteil wiederkehrender Erlöse stellen ein sehr werthaltiges Asset dar. Der Fokus liegt nun auf der Hebung von Synergien, dem Cross-Selling in der Gruppe und dem internationalen Wachstum bevorzugt mit White-Label- und Lizenzmodellen. Potenzial verspricht auch eine intensivere Zusammenarbeit mit Partnern wie Banken und Versicherungen, deren CAC deutlich höher ausfallen. So sollen auch die wiederkehrenden Erlöse, die schon jetzt bei 60 Prozent der Konzernenerlöse liegen, sowie die Margen deutlich gesteigert werden. Auch zusätzliche Akquisitionen stehen weiter auf der Agenda, zumal das Team um Verwaltungsratspräsident Dr. Boersch und seinen Stellvertreter Manfred Rietzler in diesem Bereich einen bemerkenswerten Track-record vorweisen kann.
- **Verdopplungspotenzial:** Obwohl Sandpiper ein hohes Know-how in der Identifikation, Übernahme und Integration von Zukäufen hat, haben wir noch keine weiteren Transaktionen eingeplant und sehen bei einer erfolgreichen Realisierung der organischen Wachstums- und Margenpotenziale einen fairen Wert von 0,26 Euro je Aktie, der damit mehr als 100 Prozent über dem aktuellen Kurs liegt. Aber auch das Prognoserisiko ist überdurchschnittlich, weshalb unser Urteil „Speculative Buy“ lautet.

SWOT-Analyse

Stärken

- Führungskräfte und Großaktionäre können einen starken Track-record in der Entwicklung von Tech-Gesellschaften über Buy-and-Build vorweisen.
- Mit einem Umsatz von rund 30 Mio. Euro wurde schnell eine beachtliche Größenordnung erreicht.
- Junges Portfolio mit wachstumsstarken Unternehmen, die in attraktiven Märkten skalierbare Plattformen aufgebaut haben.
- Gruppenweit 2,5 Mio. Bestandskunden und hohe Recurring Revenues sorgen für Stabilität.
- Führungspositionen in mehreren Marktnischen.
- Relativ niedrige Customer Acquisition Costs sowie hohe Cross-Selling- und Synergie-Potenziale bieten eine gute Basis für profitables Wachstum.

Chancen

- EBITDA-Break-even für 2018 angekündigt.
- Mit dem bereits aufgebauten großen Kundstamm verfügen die Beteiligungen über ein attraktives Asset, das nun sukzessive stärker monetarisiert werden soll.
- Eine weitere Internationalisierung der Aktivitäten bietet aufgrund bestehender Plattformen einen hohen Ertragshebel.
- Die bestehenden Kooperationen mit großen Partnern können potenzialsteigernd mit begrenztem Risiko ausgebaut werden.
- Die Gruppe adressiert dynamische Märkte, in denen mit dem richtigen Angebot schnell substantielle Marktanteile gewonnen werden können.
- Mit einem Carve-out von Mountain Partners werden finanzkräftige Investoren eingebunden, die das Wachstum unterstützen dürften.

Schwächen

- Nach der Zielverfehlung in 2016/17 wurden das Management ausgetauscht und eine Tochter nicht weiter finanziert; die AG musste den Verlust der Hälfte des Aktienkapitals melden.
- Die Gruppe ist noch defizitär, die Finanzreserven sind derzeit relativ gering.
- 76 Prozent des Konzernumsatzes (in 2016) entfallen auf nur zwei Portfoliogesellschaften.
- Projektverschiebungen haben der größten Tochter Intercard zuletzt eine Wachstumsdelle beschert.
- Die Hebung von Synergien in der Gruppe etwa über die Vereinheitlichung von Technologieplattformen oder des Vertriebs ist eine anspruchsvolle Managementaufgabe.

Risiken

- Weitere Aktienemissionen könnten zu einer deutlichen Verwässerung führen.
- Akquisitionen im Rahmen der Buy-and-Build-Strategie können die Erwartungen verfehlen und die Gruppe belasten.
- Angesichts einer Vielzahl von möglichen Wachstumsoptionen muss das Management die aussichtsreichsten identifizieren. Die heterogene Struktur birgt das Risiko, sich zu verzetteln bzw. die Managementkapazitäten zu überfordern.
- Misslingt die Realisierung von Synergien oder die Umsetzung der Expansionsstrategie, könnte sich der Break-even der Gruppe weiter verschieben und den Finanzierungsbedarf erhöhen.
- Die Töchter bewegen sich in technologisch anspruchsvollen, sehr dynamischen Märkten. Es besteht die Gefahr, auf den falschen Trend zu setzen und den Anschluss zu verpassen.

Profil

Junge Technologieholding

Die in St. Gallen ansässige Sandpiper Digital Payments AG wurde im Jahr 2014 als Beteiligungsgesellschaft mit einem Fokus auf digitalen Zahlungssystemen, digitaler Sicherheit und der Zugangskontrolle. Gestartet sind die Schweizer mit dem Kauf von Minderheitsbeteiligungen an wachstumsstarken Technologieunternehmen, inzwischen hält Sandpiper aber die Mehrheit an fünf Töchtern sowie einen wesentlichen Anteil an zwei weiteren Gesellschaften (siehe Organigramm).

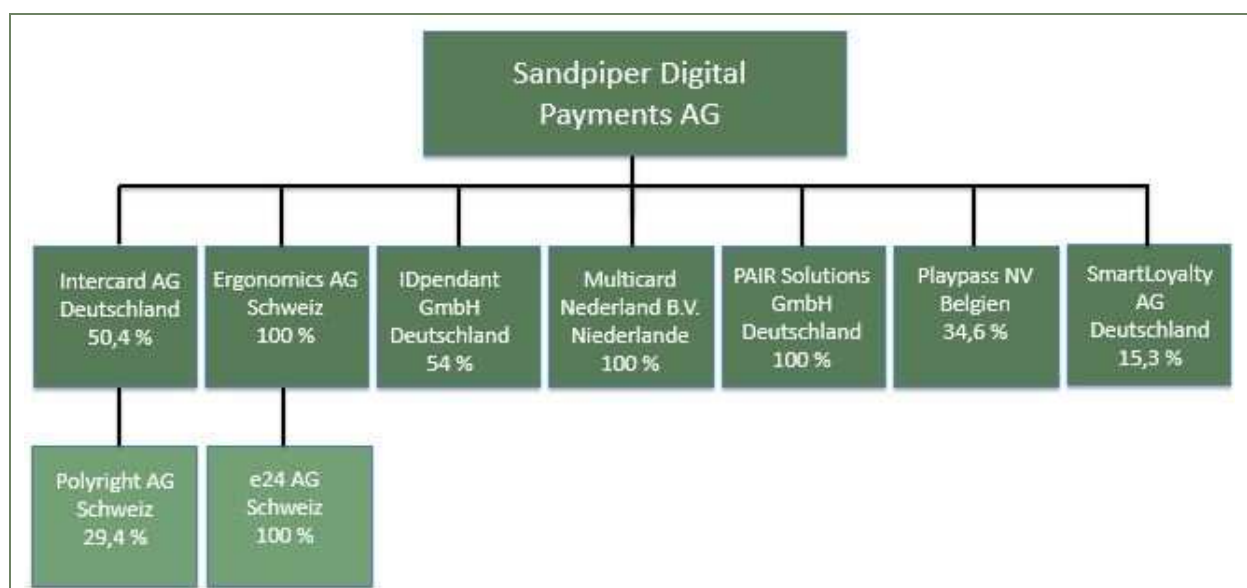
Fokus: Geschlossene Zahlungssysteme

Ein Schwerpunkt des Portfolios liegt auf der Bereitstellung geschlossener Zahlungssysteme (Closed-Loop) mit einer kontaktlosen Datenübertragung für einen definierten, oftmals lokalen oder regionalen Nutzerkreis (wie Studenten, Festivalbesucher, Unternehmensmitarbeiter usw.). Dafür werden insbesondere Chipkarten auf Basis der RFID/NFC-Technologie (Radio-Frequency Identification / Near Field Communication) eingesetzt, die eine eindeutige Nutzeridentifizierung und den Datenaustausch zwischen einem Sender und einem Empfänger er-

möglicht. Weitere wichtige Bausteine der entwickelten Lösungen sind Onlineplattformen sowohl für die Nutzer als auch für die Betreiber sowie mobile Zugriffs- und Nutzungsmöglichkeiten. Die AG steuert die Aktivitäten als operative Holding und verfolgt einen aktiven Buy-and-Build-Ansatz, um die Marktposition der einzelnen Töchter und der Gruppe weiter auszubauen.

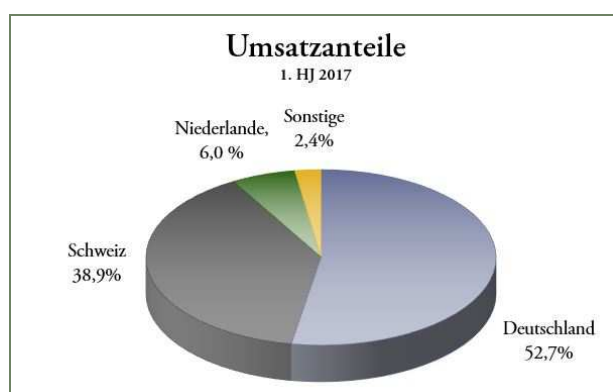
Deutschland wichtigster Markt

Die Holding beschäftigt aktuell nur einen Beteiligungsmanager. Wesentliche Steuerungs- und Administrationsdienstleistungen werden von einem externen Dienstleister zur Verfügung gestellt. In den fünf Mehrheitsbeteiligungen waren zuletzt hingegen knapp 200 Personen angestellt. Im ersten Halbjahr 2017 betrug der konsolidierte Konzernumsatz 16,0 Mio. Euro, was einem Zuwachs von rund 45 Prozent zum Vorjahr entsprach. Der Großteil der Erlöse wurde mit 52,7 Prozent in Deutschland erwirtschaftet, gefolgt von der Schweiz mit rund 39 Prozent (vor Konsolidierung). Der Anteil anderer Märkte ist noch vergleichsweise gering. Passend dazu haben die



Quelle: Unternehmen, eigene Darstellung

drei Mehrheitsbeteiligungen (Intercard, IDpendent und PAIR Solutions) ihren Geschäftssitz in Deutschland, während Ergonomics in der Schweiz und Multicard B.V. in den Niederlanden angesiedelt sind. Bezogen auf den Umsatz wird die Geschäftstätigkeit von den zwei größten Beteiligungen Intercard und Ergonomics dominiert, die zusammen für 76 Prozent des Konzernumsatzes in der Finanzperiode 2016 verantwortlich waren (Die durch Ernst & Young geprüften Zahlen für 2017 werden im Mai veröffentlicht).



Anteile vor Konsolidierung; Quelle: Unternehmen

Marktführer für Bildungseinrichtungen

Die größte Tochter Intercard, die selbst börsennotiert ist, ist maßgeblich dafür verantwortlich, dass die Gruppe nach eigener Aussage die Führungsposition im Bereich der multifunktionalen Chipkarten für Bildungseinrichtungen in Deutschland und der Schweiz innehat. Das Unternehmen hat mehr als 190 Universitäten, Hochschulen und Studentenwerke in den beiden Ländern mit entsprechenden Systemen ausgestattet, die u.a. von über 1,3 Mio. Studenten genutzt werden. Damit hat Intercard ein attraktives Marktsegment im Bereich der geschlossenen Zahlungssysteme besetzt. Auch andere Beteiligungen adressieren Nischen dieses Marktes und haben dabei in relativ kurzer Zeit eine führende Marktstellung erreicht. So kommt Multicard B.V. mit einem karten-gestützten System für die Organisation individueller Personentransporte in den Niederlanden (insb. für Kinder, ältere Menschen und Menschen mit Handicap) nach eigenen Angaben auf einen Marktanteil im hohen zweistelligen Prozentbereich und hat bereits mehr als 10 Mio. Personentransporte durchgeführt.

Über 2 Mio. Besucher haben darüber hinaus die integrierte Lösung von Playpass für die Akkreditierung, den Zugang und das Bezahlen auf Festivals genutzt. Das Unternehmen sieht sich damit weltweit als die Nummer zwei in diesem Bereich.

Großer Kundenstamm

Die Unternehmen haben damit ein wichtigstes Asset geschaffen, einen großen Kundenstamm. Allein Intercard und Multicard kommen zusammen auf mehr als 2,5 Mio. Nutzer, auch die anderen Beteiligungen konnten sich in weiteren Nischen bereits eine gute Basis aufbauen. Ein wichtiger Vorteil der Kundengewinnung in abgegrenzten lokalen, regionalen oder ereignisbezogenen Nutzerkreisen liegt in den relativ geringen Kundengewinnungskosten, da oft Multiplikatoren wie Behörden, Verbände oder große Partner adressiert werden können. Zudem erhalten die Systemanbieter in der Regel eine Einrichtungsgebühr zur Einführung der Lösung. Dafür ist das Geschäft vergleichsweise kleinteilig und damit nicht so interessant für Branchengrößen. Entschädigt werden die in diesem Segment aktiven Gesellschaften mit überdurchschnittlich langen Vertragslaufzeiten (> 2 Jahre). Zusätzlich sorgen Add-on-Services für eine oftmals lange Lebensdauer der Kundenbeziehungen und – je nach Ausgestaltung der Vertragsbeziehung – meist auch für kontinuierlich wiederkehrende Einnahmen. Die Technologieholding beziffert den Anteil der Recurring Revenues am Konzernumsatz inzwischen auf rund 60 Prozent. Für Sandpiper schafft die Etablierung der Töchter in verschiedenen Segmenten des Marktes für geschlossene Zahlungssysteme zahlreiche weitere Opportunitäten. So kann beispielsweise einerseits das Angebot für die jeweiligen Nutzer durch die Integration zusätzlicher Funktionalitäten erweitert werden, andererseits können die einzelnen Beteiligungen das Cross-Selling anderer Leistungen aus dem Verbund unterstützen oder gemeinsam neue Märkte mit einer umfangreicheren Lösung adressieren.

Erfahrener Initiator

Initiator von Sandpiper war die auch operativ eingebundene Schweizer Beteiligungsgesellschaft Moun-tain Partners, die Ende der 1990er Jahre aus dem

Family Office des Gründers Dr. Cornelius Boersch hervorgegangen ist. Das Team um Dr. Boersch und Manfred Rietzler hat einen bemerkenswerten Track-record im Segment Buy-and-Build aufgebaut, die bekanntesten Erfolge dürften der Aufbau des Chipkartenbrokers ACG, des RFID-Spezialisten Smartrac sowie des Sicherheits- und Zugangstechnologie-Anbieters Identiv sein. Alle drei Unternehmen konnten an die Börse geführt werden, wobei der Exit jeweils zum Vielfachen des eingesetzten Kapitals gelang – die Bewertung von Smartrac und ACG lag sogar über 0,5 resp. 1,0 Mrd. Euro. Der Buy-and-Build-Ansatz ist folglich auch das Kernelement der Strategie von Mountain Partners. Der Großaktionär hat in den letzten zwanzig Jahren in mehr als 200 Technologie- und Internetunternehmen investiert, von denen viele – bspw. Alando (ebay), Lieferando (Takeaway.com) oder Scout24 (Deutsche Telekom) – in großen Gruppen aufgegangen sind. Darüber hinaus wurde bspw. auch die innovative Cybersecurity-Technologie SECUSMART an Blackberry veräußert.

Großes Managementteam

Während Dr. Boersch aktuell an der Spitze des Verwaltungsrats von Sandpiper steht, fungiert Manfred Rietzler, der vormalige CEO von Smartrac, der Sandpiper mitgegründet hat und auch an der Entwicklung anderer erfolgreicher Unternehmen aus der Mountain-Partners-Historie mitwirkte, als Stellvertreter. Komplettiert wird das Board durch den früheren McKinsey-Senior-Partner Hajo Riesenbeck sowie den Rechtsanwalt und Notar Dr. Patrick Stach, der u.a. auch Mitglied im Advisory Board der Universität St. Gallen ist, das das Schweizer Institut für Klein- und Mittelunternehmen beaufsichtigt. Noch

breiter aufgestellt ist das Unternehmen auf der Ebene des operativen Managements. Nachdem die im Oktober 2015 verpflichteten CEO und CFO Ende 2016 bzw. im April 2017 aufgrund von Zielverfehlungen das Unternehmen wieder verlassen haben, wurden die zentralen Managementaufgaben auf ein breites Team, bestehend aus Führungskräften der Tochtergesellschaften, aufgeteilt (siehe Grafik). Als Managing Director fungiert aktuell Frank Steigberger, der auch bei Sandpiper angestellt und zugleich CEO der Beteiligung PAIR Solutions ist. In naher Zukunft soll zudem noch ein neuer CFO installiert werden.

Änderung der Aktionärsstruktur

Das Team von Mountain Partners bringt sich aktuell sehr aktiv ein, um die sich aus dem geschaffenen Portfolio bietenden Wachstumschancen schnell nutzen zu können. Die bestehenden Aktivitäten sollen auch mit weiteren Zukäufen gestärkt und ausgeweitet werden, wofür im Vorfeld die Aktionärsstruktur umgebaut wird. Im Rahmen dessen hat Mountain Partners die eigenen Anteile an Sandpiper, die sich im letzten Dezember noch auf knapp 46 Prozent beliefen, im Rahmen eines sogenannten Carve-out an die eigenen Aktionäre ausgekehrt. Hierfür wurde von Mountain Partners das Angebot veröffentlicht, eigene Aktien zu einem Preis von 32,50 Schweizer Franken zurückzukaufen, wobei der Kaufpreis in Sandpiper-Aktien zu einer Bewertung von 0,21 Schweizer Franken pro Stück beglichen wird. Der Hintergrund der Maßnahme ist, dass zahlreiche finanzstarke strategische Investoren bislang nur an Mountain Partners beteiligt waren und nun einen direkten Anteil an Sandpiper erhalten sollen, um die künftige Expansion mitzufinanzieren. Die Maßnahme ist bislang

KEY MANAGEMENT	Business Development, M&A  Frank Steigberger CEO PAIR Solutions	Operations, M&A  Gerson Riesle CEO InterCard AG	Sales  Dr. Michael Gollner CEO & Founder IDpendant	Internationalization  David de Wever CEO & Founder Playpass	Technologies, M&A  Alexander Schümperli CEO Ergonomics, Founder e24
	Marketing  Pieter Kooistra CEO & Founder Multicard	Financials, M&A  Stefan Thoma CFO InterCard AG	Controlling  Dr. Martin Russling CFO & Founder IDpendant	Growth Financing, M&A  Ron Schuermans CFO Playpass	Innovation, Platforms  Martin Weiss CTO & Founder Ergonomics

Quelle: Unternehmen

noch nicht abgeschlossen, wurde aber schon gut angenommen: Gemäß einer Meldung vom 12. Februar haben über 50 Aktionäre das Angebot genutzt, so dass der über die BH Capital Management AG gehaltene Anteil von Mountain Partners von 45,9 auf 17,8 Prozent gesunken ist. Mountain Partners wird Sandpiper auch nach Abschluss des Carve-out eng verbunden bleiben und wie bisher unterstützen. Demgegenüber hat Verwaltungsratsvizepräsident Rietzler sein persönliches Engagement bei Sandpiper

auf mehr als 5 Prozent ausgebaut (Meldung: 6,5 Prozent), während für Dr. Boersch schon im Dezember ein Überschreiten der 10-Prozent-Schwelle (Meldung: 10,1 Prozent) verkündet wurde. Außerdem hat die bankenunabhängige Fondsgesellschaft Ethenea einen Anteil von rund 4,4 Prozent aufgebaut, während für den Mainfirst-Fonds I|A|F|A Global Opportunities SICAV 3,1 Prozent vermeldet wurden.

Portfolio I: Intercard

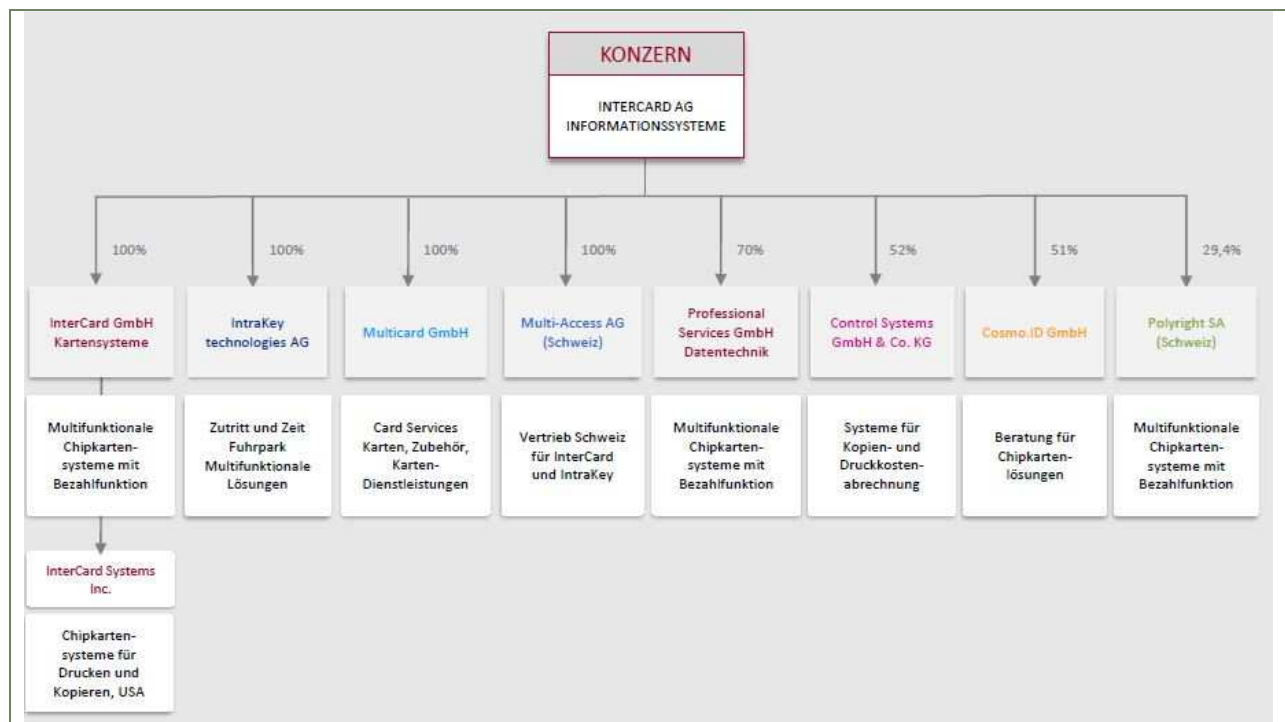
Kernprodukt: Multifunktionale Chipkarte

Die größte Tochter von Sandpiper ist die 2005 gegründete und in Villingen-Schwenningen ansässige Intercard AG Informationssysteme, die selbst in Deutschland an der Börse notiert ist. Die Technologieholding hatte ihren Anteil an der Gesellschaft Ende 2016 auf knapp über 50 Prozent aufgestockt. Das Kernprodukt von Intercard ist eine multifunktionale Chipkarte, die für zahlreiche Anwendungsfelder geeignet ist. Das Spektrum der Einsatzmöglichkeiten reicht von der sicheren Identifikation, der Zutrittskontrolle und der Zeiterfassung über Bezahlfunktionen bis hin zum Fuhrparkmanagement. Bei den Kunden wird eine integrierte Komplettlösung installiert, die neben den Karten auch die Hardware wie Automaten und Terminals und die nötige Software für den Betrieb und die Verwaltung umfasst. Auf dieses Angebot haben bislang insbesondere Einrichtungen der öffentlichen Hand zurückgegriffen. Im Bereich der Universitäten, Hochschulen und Studentenwerke ist Intercard mit rund 190 Kunden und 1,3

Mio. angebundenen Studenten der Marktführer im deutschsprachigen Raum.

Verschiedene Einnahmequellen

Intercard generiert Erlöse nicht nur aus der Lieferung und Installation der Systeme. Während der Laufzeit werden in der Regel weitere Karten nachbestellt und die Soft- und Hardware aktualisiert. Einen noch größeren Hebel bietet aber die Einführung zusätzlicher Services für den Nutzer – beispielsweise eine Erweiterung um zusätzliche Zahlungsfunktionen mit Partnern –, mit der auch höhere laufende Einnahmen generiert werden können. Aktuell wird der Jahresumsatz zu über 40 Prozent mit Hard- und Software generiert, ein gutes Viertel entfällt auf Chipkarten. Ebenfalls eine bedeutende Rolle spielen Dienstleistungen und Service (ca. 23 Prozent), während Nachbestellungen, Zubehör und Ersatzteile mit rund 7 Prozent den kleinsten Beitrag leisten.



Quelle: Unternehmen

Zweistelliges Wachstum bis 2016...

In den letzten Jahren hat das Unternehmen immer wieder kleinere Wettbewerber übernommen und erfolgreich integriert, um die Branche zu konsolidieren und die eigene Position zu stärken. 2014 wurde zunächst die Multicard GmbH (Umsatz ca. 0,5 Mio. Euro) vollständig erworben. Danach folgten zwei Akquisitionen in 2015 (70 Prozent der Professional Services GmbH, Umsatz 0,5 Mio. Euro / 100 Prozent der Multi-Access AG, Umsatz 1 Mio. Euro) und ein Zukauf in 2016 (52 Prozent der Control Systems GmbH & Co. KG, Umsatz >1 Mio. Euro). Unter anderem dank der regen Akquisitionstätigkeit konnte der Umsatz in den Jahren 2014 bis 2016 um durchschnittlich rund 16 Prozent p.a. auf 14,9 Mio. Euro gesteigert werden. Das EBITDA blieb in diesem Zeitraum letztlich bei einem Wert knapp oberhalb von 1 Mio. Euro stabil, da das Unternehmen die Zukäufe verarbeiten musste und höhere Investitionen in die Produktentwicklung und die weitere Internationalisierung getätigt hat.

...und Rückgang im ersten Halbjahr 2017

Nach einem zurückhaltenden Auftragseingang und Projektverschiebungen im ersten Halbjahr 2017 wurde das Jahr für die Umsetzung struktureller Verbesserungen und zur Hebung von Synergien genutzt. Die Sandpiper-Tochter musste einen Erlösrückgang um 12,4 Prozent auf 6,2 Mio. Euro und einen EBIT-Verlust von -0,32 Mio. Euro (nach +0,28 Mio. Euro im Vorjahr) hinnehmen. Daraufhin hat das Management eine Anpassung der Kostenstrukturen sowie eine Intensivierung des Vertriebs eingeleitet. Für das zweite Halbjahr ist der Ausblick daher schon wieder optimistischer ausgefallen. Nachdem im Hochschulbereich mehrere Neuprojekte akquiriert werden konnten, wurde für den Zeitraum von Juli bis Dezember ein Überschuss in Aussicht gestellt. Gemäß der Prognose dürften im Gesamtjahr Umsatz und Gewinn aus 2016 trotzdem nicht erreicht worden sein. Die vorläufigen Ergebnisse für 2017 veröffentlicht Intercard plangemäß am 23. März.

Beteiligung an Polyright

Auch im letzten Jahr hat Intercard seine Marktposition mit der Beteiligung an der Polyright AG weiter ausgebaut. Die im Kanton Wallis in der Schweiz angesiedelte Gesellschaft ist mit einem Umsatz von mehr als 3 Mio. Schweizer Franken der führende Anbieter von Chipkartensystemen für kontaktlose Identifikations- und Bezahlvorgänge an den Universitäten des Landes und damit ein direkter Konkurrent der schweizerischen Intercard-Tochter Multi-Access AG. Vor dem Einstieg von Intercard war Polyright bereits eine hundertprozentige Tochter von Sandpiper, die aber im Juli 2017 wegen Finanzierungsfragen im Rahmen eines MBO verkauft wurde. Zeitgleich dazu wurde der Einstieg von Intercard über ein Wandeldarlehen im Vorgriff auf eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Letztlich hat Intercard einen Anteil von 29,4 Prozent erworben, verbunden mit der Option, diesen im ersten Halbjahr 2018 bis auf 52 Prozent aufzustocken. Anvisiert ist eine engere Zusammenarbeit mit der Multi-Access AG und eine Hebung von möglichen Synergien, die in der alten Struktur noch nicht genutzt wurden.

Erweiterung des Geschäftsmodells

Die Intercard-Gruppe hat aufgrund der letztjährigen Akquisitionen ihren Fokus auf die Anpassung der Strukturen und weitere Maßnahmen zur Hebung von Synergien gelegt. Die positiven Effekte sollten sich ab 2019 verstärkt in den Zahlen zeigen. Dann sollen auch neue Wachstumsinitiativen ihre positive Wirkung entfalten. Intercard besetzt im Hochschul- und Universitäts-Segment eine attraktive Position, die durch Eintrittsbarrieren auf Basis existenter Installationen sowie von Systemen, langfristigen Verträgen und Kundenbeziehungen geprägt ist. Die enge Zusammenarbeit und Abstimmung mit Verwaltung, Studentenwerken und Verbänden ist unter der Prämisse hoher Datenschutz-Anforderungen, Schlüssel zur erfolgreichen Implementierung auch neuer Geschäftsmodelle, die sowohl Universitäten als auch Studenten als „early adopters“ innovative Mehrwerte bieten können. Neben Kooperationen mit Payment Service Providern (TWINT in der Schweiz), Online Banken, Mobile Network Operatoren und Unternehmen im Versicherungsbereich ist auch die Zu-

sammenarbeit mit etablierten Unternehmen und ICO-Startups im Blockchain-Umfeld geplant.

Geographische Expansion

Die Gesellschaft arbeitet derzeit mit Schwestergesellschaften und Partnern an der geographischen Expansion in Europa und anderen interessanten Regionen. Vor allem Länder mit einem hohen Anteil junger Einwohner und ausreichend Investitionsmöglichkeiten in Bildungs-Infrastruktur werden fokussiert. Das modular skalierbare, hochintegrierte und multifunktionale System der InterCard für Bildungseinrichtungen und daran angrenzende urbane Anwendungen, wie z.B. öffentlicher Nahverkehr, sind dabei besonders interessant. Das Modell starker internatio-

nal Partner könnte als Blaupause für die angestrebte Forcierung der Internationalisierung der Sandpiper Gesellschaften dienen. Um entferntere Märkte mit einem hohen Potenzial und einer geringen Sättigung effizient bedienen zu können, will InterCard, so wie auch Playpass, stärker auf White-Label-Lösungen und Lizenzmodelle setzen. Als Marktführer im adressierten Segment im deutschsprachigen Raum ist neben der Etablierung von neuen Geschäftsmodellen im Heimatmarkt, also auch die geographische Expansion ein wichtiger Wachstumsmotor. Dazu sind neben der Integration der Polyright auch weitere Akquisitionen geplant. Dabei bleibt ein Hauptaugenmerk, auch kurzfristig, aber immer auf eine Steigerung der Profitabilität gerichtet.

Portfolio II: Ergonomics

Etablierter Software- und IT-Spezialist

Mit einem Umsatz von rund 7,7 Mio. Schweizer Franken in der Finanzperiode 2017 und aktuell 25 Mitarbeitern ist die in Zürich beheimatete und im Jahr 1991 gegründete Ergonomics AG derzeit gemessen an den Einnahmen die klare Nummer zwei im Portfolio von Sandpiper. Die Technologieholding ist im Dezember 2014 eingestiegen und besitzt sämtliche Anteile. Ergonomics hat sich vor allem auf Lösungen für den elektronischen Zahlungsverkehr und IT Security Solutions spezialisiert. In diesem Bereich ist die Gesellschaft sehr breit aufgestellt: Das Leistungsspektrum reicht vom Consulting über die kundenspezifische Entwicklung von benötigten Softwarelösungen bis hin zu Cyber Service Lösungen. Aus diesen Aktivitäten heraus verfügt das Unternehmen inzwischen auch über verschiedene Branchenlösungen, mit denen die Prozesse der Kunden organisiert und optimiert werden können.

Namhafte Referenzen

Die Kundenkartei von Ergonomics umfasst mehr als 200 Adressen, wobei das Gros aus Deutschland, der Schweiz und Österreich stammt. Auch unter Branchengesichtspunkten gibt es einen klaren Schwerpunkt, und zwar im Bereich von Finanzinstituten und der öffentlichen Verwaltung, wobei die Leistungen der Gesellschaft auch von Unternehmen aus der Industrie, dem Handel und dem Gesundheitswesen in Anspruch genommen werden. Sehr beeindruckend ist dabei, dass die Kundenliste zahlreiche Top-Adressen enthält, für die das Unternehmen Projekte durchgeführt hat. Im Finanzbereich unterstützt Ergonomics mit Ihrem Authentication Server (EAS) eine Reihe von Technologien für die starke Authentifizierung im e- und mBanking. Kunden wie PostFinance, Credit Suisse oder RBS setzen auf die Transaktionssicherungslösung von Ergonomics. Ähnlich renommierte Referenzen kann das Unternehmen bei öffentlichen Einrichtungen vorweisen, zu den Kunden zählen beispielsweise das Schweizerische Bundesgericht, das eidgenössische Justiz- und

Polizeidepartement in Bern oder das Verteidigungsdepartement (VBS). Auch die Schweizer Bahngesellschaft SBB hat Ergonomics und deren Software CurrencyXchanger für ein Projekt ausgewählt. Künftig unterstützt die Lösung die Abwicklung des Geldwechsels an ca. 180 Stationen der SBB.



Kunden und Partner; Quelle: Unternehmen

Robuste Nachfrage

Die Datensicherheit im elektronischen Zahlungsverkehr und die Einführung mobiler Lösungen sind in den letzten Jahren Schlüsselthemen der Finanzindustrie und sorgen für eine robuste Nachfrage. Dementsprechend konnte sich Ergonomics zwischen 2014 und 2016 positiv entwickeln und den Umsatz im Durchschnitt um knapp 15 Prozent p.a. auf 7,7 Mio. Schweizer Franken steigern und damit eine EBITDA-Marge von 5,9 Prozent erwirtschaften.

Intakte Perspektiven

Mittelfristig will Ergonomics AG organisch zumindest um 10 Prozent pro Jahr wachsen. Der Markt bietet auf jeden Fall ausreichend Chancen, um dieses Ziel auch zu erreichen. Denn durch die Digitalisierung der Finanzindustrie und den Markteintritt zahlreicher FinTech-Startups ist der Bereich der Zahlungsabwicklung stark in Bewegung geraten. Aktuell ist die Modernisierung der Point-of-Sale-Infrastruktur in vollem Gange, wobei neue kontaktlose und

mobile Zahlungsmöglichkeiten eingeführt werden. Das erhöht den Bedarf für kompetente Partner, die den Prozess begleiten und die nötigen Module und Applikationen entwickeln können.

Mobile Payment Incubator

Ergonomics setzt im Bereich Mobile Payment auf das Tochterunternehmen e24 AG, welches seit der Gründung in 2007 zu den Pionieren im mPayment-Markt zählt. e24 hat eine eigene mobile Zahlungsplattform entwickelt, die in verschiedenen Anwendungen eingesetzt wird. Das Geschäft wird derzeit in vier Segmente gegliedert: Mobile Parking, Payment, Commerce und Access.

Lösung mit breitem Einsatzspektrum

ePark24 betreibt eine Cloud-Lösung für die mobile Bewirtschaftung von Parkplätzen aller Art, welche im öffentlichen oder privaten Parkraum ohne große Investitionen eingesetzt werden kann. Zahlreiche Städte und Gemeinden, Retailer, eCommerce- und Ticketing Anbieter setzen auf die Zahl- und Access-Lösung von e24. Die Mobile-Parking-Lösung ePark24 kann Stand-alone oder als hybride Parking Lösung bei bestehender Infrastruktur (Parkuhren, Kassenautomaten) zur bargeldlosen Bezahlung eines Parkplatzes eingesetzt werden. Während der Endkunde seine Gebühren über eine App sehr einfach begleichen kann, bietet die Lösung dem Parkplatzbetreiber zahlreiche zusätzliche Managementtools – von einem umfangreichen Reporting, über eine effektive Kontrolle bis zu Marketinginstrumenten. Die Plattform ist aber nicht auf dieses Einsatzgebiet beschränkt, sondern als mCommerce-System auch für diverse andere Branchen geeignet, beispielsweise für Pizzalieferdienste, Taxiunternehmen oder die Gastronomie. Also letztlich überall da, wo Transaktionen

schnell, einfach und bargeldlos abgewickelt werden sollen. Eine ergänzende Funktionalität adressiert den Bereich des Ticketverkaufs für große Veranstaltungen, wo neben der Zahlung auch die Zugangskontrolle eine wichtige Rolle spielt. Über das mTicketing-Modul kann das Ticket unabhängig von Verkaufsstellen erworben, direkt nach der Abbuchung zugesendet und schließlich für die Einlasskontrolle genutzt werden. Ein gemeinsames Merkmal der verschiedenen Anwendungen ist der direkte Kundenzugang über mobile Endgeräte, der grundsätzlich die Durchführung mobiler Marketingkampagnen mit unterschiedlichen Formaten erlaubt.

Transaktionsabhängige Erlöse steigen

Der Umsatz von e24 speist sich aus verschiedenen Quellen, die wichtigsten Einnahmearten sind Lizenz- und Transaktionsgebühren. Während die Lizenzgebühren in Abhängigkeit vom Zweck und der Komplexität der eingesetzten Lösungen gestaffelt sind, variieren die Zahlungen für die Nutzung mit dem abgewickelten Transaktionsvolumen. Nach der Gründung von e24 hat es zwar mehrere Jahre gedauert, bis der transaktionsabhängige Umsatz die Schwelle von 500 Tsd. Schweizer Franken übertreffen konnte. Dank der gestiegenen Händlerakzeptanz konnte das Unternehmen das Transaktionsvolumen zuletzt deutlich auf über 600 Tsd. Schweizer Franken steigern. Inzwischen nutzen über 240 Partner das System und es werden damit mehr als 25 Tsd. Parkplätze verwaltet. Die Zahl der angeschlossenen Endkunden hat die Marke von 200 Tsd. überschritten, die für mehr als 270 Tsd. Transaktionen pro Jahr sorgen. Der Markttrend hin zu einer intensivierten Nutzung von bargeldlosen Zahlungssystemen für Kleinbeträge wie Parkgebühren sollte das Wachstum von e24 weiter stützen.

Portfolio III: IDpendant

Herstellerunabhängiger Systemintegrator

IDpendant wurde im Jahr 2007 als Tochterunternehmen der Schweizer Trüb AG gegründet. Die Gesellschaft war damals angetreten, um die noch weitgehend separaten Segmente der IT-Security und der Identifikation mit Chipkarten zu verbinden. Nachdem die Trüb AG vor drei Jahren von dem niederländischen Gemalto-Konzern (mittlerweile ein Teil der Thales-Gruppe) übernommen wurde, hat Sandpiper im Februar 2016 54 Prozent an IDpendant erworben, der Rest befindet sich größtenteils in den Händen des Managements. Heute präsentiert sich IDpendant als herstellerunabhängiger Systemintegrator, der umfassende IT-Sicherheitslösungen umsetzt. Die Kernkompetenzen der Gesellschaft liegen in den Bereichen Authentifizierung, Verschlüsselung und Client-Security. Zur Realisierung entsprechender Lösungen arbeitet das Unternehmen jeweils mit mehreren führenden Produktanbietern in den Bereichen Hardware, Management-Systeme und Client-Security-Software zusammen, zu den Partnern zählen beispielsweise Microsoft, Gemalto, ATOS, Giesecke & Devrient sowie NXP. Das Dienstleistungsangebot von IDpendant reicht dabei von der Beratung über die Implementierung bis zur Betreuung der Systeme.



Leistungsangebot; Quelle: Unternehmen

Spezialität: Mitarbeiterausweise

Eine herausgehobene Stellung hat bei IDpendant das Geschäft mit modernen Lösungen für Mitarbeiterkarten, in dem die Gesellschaft zu den führenden Anbietern zählt. Die Ansprüche an die Identifizierung

und die Zutrittskontrolle haben immer weiter zugenommen, gesucht werden sehr sichere, aber zugleich auch einfache Systeme, die den Nutzern beispielsweise Mehrfachanmeldungen ersparen. Stichworte sind hier das Single-Sign-on (SSO), das nach einmaliger Authentifizierung einen Zugriff auf alle für den User frei gegebenen Rechner und Dienste ermöglicht, oder die 2-Faktor-Authentifizierung. IDpendant kann in diesem Bereich zahlreiche Referenzen vorweisen: So wurde die letztgenannte Lösung bei Bayernoil eingeführt, während das Universitätsklinikum Münster auf eine Single-Sign-On-Lösung zurückgegriffen hat und E.ON sowie die multifunktionale Mitarbeiterausweise nutzt.

Profiteur der Datenschutzinitiativen

In den letzten Jahren hat sich IDpendant positiv entwickelt, von 2014 bis 2016 konnte der Umsatz um durchschnittlich 9 Prozent auf 4,0 Mio. Euro gesteigert werden. Die Profitabilität wurde in diesem Zeitraum erheblich verbessert, in der Finanzperiode 2016 lagen EBITDA- und EBIT-Marge bei 7,5 resp. 6,8 Prozent (Vorjahr: 1,1 / 0,5 Prozent). Ein wichtiger Treiber war das 2015 in Deutschland eingeführte IT-Sicherheitsgesetz, dass insbesondere die ca. 2.000 Betreiber von kritischen Infrastrukturen in Deutschland zur Einhaltung deutlich höherer Standards verpflichtete. Das betraf sowohl die Nutzung moderner Authentifizierungs- und Verschlüsselungslösungen als auch die Entwicklung branchenspezifischer Sicherheitsstandards – beides Kernbereiche von IDpendant. Für anhaltenden Rückenwind sorgen auch die wachsenden Sicherheitsanforderungen im Bereich des Datenschutzes und des Zahlungsverkehrs, u.a. durch die zweite Zahlungsdienstleistungsrichtlinie (PSD II) und die EU-Datenschutzgrundverordnung (DSGVO). Der Wachstumskurs soll weiter fortgesetzt werden, mit der Unterstützung der Sandpiper-Gruppe ist ein Ausbau der starken Marktposition in Deutschland in Richtung Zentraleuropa angedacht.

Portfolio IV: Multicard

Marktführer in den Niederlanden

Die in Rotterdam ansässige Gesellschaft Multicard Nederland B.V., nicht zu verwechseln mit der gleichnamigen Intercard-Beteiligung Multicard GmbH, ist ein weiteres Tochterunternehmen von Sandpiper (Anteil 100 Prozent) im Bereich der sicheren Authentifizierung und Bezahlung, insbesondere unter Rückgriff auf personalisierte Chipkarten. Die Niederländer adressieren mit ihren Lösungen verschiedene Marktsegmente, wobei rund 70 Prozent der Erlöse im Transportsektor erwirtschaftet werden. Mit diesem Geschäft ist die Gesellschaft 1989 gestartet, ein Meilenstein stellte die Einführung von Mybility im Jahr 2006 dar. Dabei handelt es sich um ein Onlinesystem zur Steuerung des flexiblen öffentlichen Individualtransports – in Abgrenzung zum Linienverkehr. In den Niederlanden besteht beispielsweise für Schüler, für Versicherte in der Pflegeversicherung AWBZ oder nach dem Gesetz für gesellschaftliche Unterstützung (Wmo) ein Transportanspruch. Über Mybility erhalten die Nutzer eine personalisierte Berechtigungskarte für die Inanspruchnahme von Fahrten (bspw. über Taxi-on-demand). Neben der Kundenregistrierung bietet die Plattform zahlreiche Informations- und Serviceangebote, wie eine Fahrtenübersicht, Rechnungen oder ein Beschwerdemanagement. Inzwischen wird die Lösung

von mehr als 340 Kommunen in den Niederlanden genutzt, die mit dem Portal den Individualtransport verwalten. Insgesamt wurden über das System bereits mehr als 10 Mio. Personenbeförderungen abgewickelt, weswegen Multicard für sich in dem Zielsegment einen hohen zweistelligen Marktanteil und damit auch die klare Marktführerschaft beansprucht.

Plattform für bargeldlose Micropayments

Mit MybilityFuel hat die Sandpiper-Tochter einen Ableger entwickelt, mit dem die Ausgabe und die Verwaltung von Tankkarten gemanagt werden kann. Auf das System entfällt aktuell aber nur ein einstelliger Prozentsatz der Erlöse. Rund ein Viertel erwirtschaftet Multicard hingegen mit Cashless betalen, einer 2011 am Markt eingeführten Lösung für Micropayments in offenen oder geschlossenen bargeldlosen Zahlungssystemen. Die digitale Geldbörse von Multicard, die mit zahlreichen zusätzlichen Funktionalitäten verbunden ist, lässt sich über ein Portal, auf das u.a. über eine App zugegriffen werden kann, aufladen, während für Zahlungen verschiedene, mit einem Chip ausgerüstete Medien (Karten, Armbänder, Anhänger) eingesetzt werden können. Das Leistungsspektrum von Cashless betalen reicht aber weit über



Historie von Multicard NL; Quelle: Unternehmen

die reine Zahlungsfunktion hinaus und ermöglicht auch Loyalty-Dienste (Punkte sammeln, Coupons versenden), die Vergabe von Zugangs- und Nutzungsberechtigungen und eine Anbindung an Social-Media-Plattformen. Eingesetzt wird das Produkt unter anderem von TUI in Hotels und Urlaubsresorts, von dem Camping-Zulieferer Thetford auf Campingplätzen in den Niederlanden, Deutschland und Spanien sowie von Douwe Egberts für die Kaffeeabrechnung in großen Konzernen.

Aussichtsreiche Wachstumsinitiativen

Zu den wichtigen Partnern von Multicard zählt auch die Rabobank. Kürzlich wurde eine neue Kooperation mit dem Finanzinstitut verkündet, die eine Nutzung der Plattform für eine automatische Abrechnung der Nutzung von verschiedenen Endgeräten im Pay-per-use-Verfahren vorsieht. Die mögliche Anwendungspalette reicht von Kaffeemaschinen und Druckern in Unternehmen bis zu Waschmaschinen in Waschsaloons. Ein weiteres Wachstumsprojekt von Multicard ist ein neues Kassensystem für die Gastronomie, das aus einem Touchscreen-Bildschirm, einer

Kassensoftware und einem externen Belegdrucker besteht. Nach Angaben der Gesellschaft ist es die günstigste Lösung dieser Art in den Niederlanden.

Vision Smart City

Auch dank dieser neuen Lösungen will Multicard wieder deutlich wachsen, nachdem das Unternehmen in den letzten Jahren zwar seine Profitabilität zwischenzeitlich deutlich steigern konnte, aber rückläufige Erlöse hinnehmen musste. In dieser Phase hat das Kerngeschäft unter der Vielzahl von neuen Großprojekten gelitten, die die Kapazitäten gebunden haben. Mittelfristig sieht das Management die Entwicklung einer Smart City als wichtigen Treiber, in der die Bereitstellung flexibler Transportlösungen (ÖPNV, Car-sharing, Bike-renting) unter dem Stichwort „Mobility-as-a-Service“ an Bedeutung gewinnt. Verschiedene Insellösungen für die Nutzungs- und Zugangsberechtigung sowie die Bezahlung dürfen vernetzt und automatisiert werden. Die Niederländer wollen in diesem Segment auf Basis der innovativen Lösungen zu einem führenden Anbieter in Europa werden.

Portfolio V: PAIR Solutions

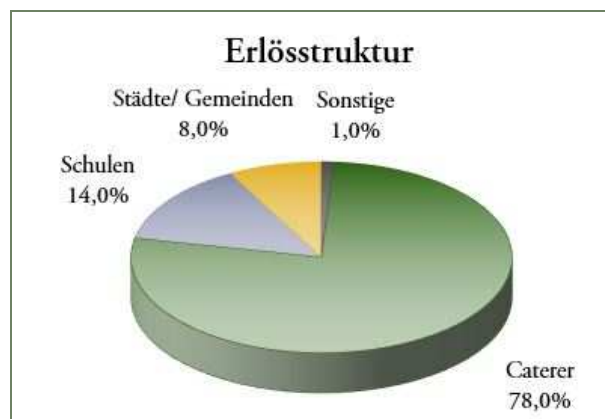
Kleinste Tochter

Die PAIR Solutions GmbH ist gemessen am Umsatz die kleinste Mehrheitsbeteiligung von Sandpiper. Das Hamburger Unternehmen wurde im ersten Halbjahr 2015 gegründet, um die Assets von People & Projects IT zu erwerben. Kern der Übernahme war eine flexible Komplettlösung für Zahlungsvorgänge in der Mensa, der Kantine oder der Cafeteria. Diese umfasst Module für die Registrierung, die laufende Nutzung über ein Portal und eine App (Aufladung, Speisepläne etc.) sowie die Anmeldung zu Mahlzeiten. Insbesondere im Hinblick auf den letztgenannten Aspekt hat PAIR mehrere Optionen geschaffen, die die Abwicklung des Prozesses vereinfachen und beschleunigen. Alternativ zu RFID-Karten und Token können sich die Nutzer bei dem PAIR-System auch auf innovative Weise über den Fingerabdruck identifizieren, den einerseits kein Kind vergessen kann und was andererseits die Beschaffungs- und Administrationskosten reduziert (bspw. in Relation zu Kartensystemen). Dieses Verfahren gilt gerade im Schulbereich aufgrund seiner Schnelligkeit und Unkompliziertheit als sehr effiziente Lösung und erhöht den Durchsatz und somit den Umsatz der Caterer in den teilweise sehr kurzen Schulpausen. Für die Anbieter von Mahlzeiten, seien es Caterer, Behörden oder Einrichtungen wie Schulen und Kitas, bietet die Plattform ein umfangreiches Werkzeug zur Teilnehmerverwaltung, Abrechnung und zum Dokumentenmanagement.

Modell mit zahlreichen Vorteilen

Insbesondere haben die Anbieter mit der Lösung die Möglichkeit, Zuschüsse, etwa nach den staatlich festgelegten Leistungen für Bildung und Teilhabe (BuT), komplett abzurechnen und abzuwickeln, ohne dass die Leistungsempfänger stigmatisiert werden. Auch unter dem Aspekt des Datenschutzes bietet das System auf Basis der vorliegenden Zertifizierung Sicherheit. Und nicht zuletzt bietet PAIR für alle Be-

teiligten einen umfangreichen Support, der die Nutzer unterstützt und die Anbieter entlastet.



Quelle: Unternehmen

Caterer und Schulen als Hauptkunden

Die Markteinführung erfolgte im Jahr 2015, im darauffolgenden Geschäftsjahr konnte über zwölf Monate ein Umsatz von 0,45 Mio. Euro generiert werden, wobei PAIR noch defizitär arbeitet. Derzeit stammen etwa drei Viertel des Kundenstamms aus dem Bereich Catering (Basis: 9 Monate 2017), gefolgt von Schulen (14 Prozent) und Kommunen (8 Prozent). Das Unternehmen konzentriert sich vertrieblich zunächst auf den deutschsprachigen Raum und will eine führende Position als Anbieter einer Verwaltungs- und Abrechnungsplattform für die Essensausgabe einnehmen. Im letzten Jahr wurde eine große Vertriebsoffensive gestartet, die das Wachstum in 2018 und darüber hinaus treiben sollte. Auch marktseitig gibt es zahlreiche Wachstumstreiber. Dazu zählen zunehmende Investitionen in die Digitalisierung von Bildungseinrichtungen und anziehende Nutzerzahlen (wieder steigende Geburtenzahlen, Flüchtlingskinder). Im Verbund mit Intercard bietet sich zudem eine interessante Synergie, da die Schüler von heute die Studenten von morgen sind.

Portfolio VI: Playpass

Organisation von Massenveranstaltungen

Playpass ist neben SmartLoyalty eine der beiden bedeutenden Minderheitsbeteiligungen von Sandpiper. Die Beteiligung wurde in der ersten Jahreshälfte 2015 erworben und beläuft sich aktuell auf 34,6 Prozent. Die im Jahr 2012 gegründete und in Antwerpen ansässige Gesellschaft hat eine Plattform für Festivals und andere Massenevents entwickelt, mit der die Veranstalter wichtige Teilaspekte wie die Zutrittsberechtigung und bargeldlose Zahlungsvorgänge organisieren können. Sie ermöglicht nicht nur eine deutliche Vereinfachung der entsprechenden Prozesse, sondern auch einen direkten Zugang zu den Kunden, die sich in dem System registrieren. Dadurch werden auch Daten zu den Aktivitäten auf der Veranstaltung erhoben, die im Hinblick auf eine Verbesserung des Leistungsangebots genutzt werden können. Außerdem bietet der direkte Kundenzugang via App eine Option zur Kontaktpflege, etwa über den Versand von Goodies oder eine kontinuierliche Berichterstattung vor und nach dem eigentlichen Event, insbesondere über soziale Medien.

Breites Leistungsspektrum

Eine detaillierte Erfassung der Aktivitäten auf Massenveranstaltungen wie Festivals ist wegen der Kombination aus einem engen zeitlichen Rahmen, vielen Teilnehmern und zahlreichen Transaktionen eine anspruchsvolle Aufgabe. Wegen der hohen Dichte der Zugriffe muss das System sehr zuverlässig arbei-

ten und darf nicht von der Internetverfügbarkeit abhängen. Deswegen hat Playpass die Lösung mit dem Rückgriff auf RFID und ähnliche Technologien genau auf solche Ansprüche zugeschnitten. Eine Innovation stellt zudem der umfangreiche Ansatz dar, mit dem die verschiedenen Teilaspekte der Event-Organisation abgedeckt werden. Die Software umfasst u.a. die Akkreditierung der Personen für die Veranstaltung, die Zutrittskontrolle (abgrenzbar für verschiedene Bereiche) und die Möglichkeit für bargeldlose Zahlungsvorgänge. Erfasst werden können in dem System nicht nur die Besucher von Festivals oder Konzerten, sondern auch die Crew und die Künstler, so dass alle Teilnehmer in einer einzigen Lösung enthalten sind. Zu dem Playpass-Angebot gehören auch Tools für die Datenauswertung und die notwendige Hardware, wie etwa Funkarmbänder für die Teilnehmer oder Terminals für die Abwicklung von bargeldlosen Zahlungsvorgängen, außerdem bietet das Unternehmen diverse ergänzende Dienstleistungen an.

Rasante Expansion

Im Jahr 2017 wurde Playpass von der flämischen Regionalregierung mit dem Preis „Entrepreneur of the Year“ ausgezeichnet. Damit wurde die konsequente Adressierung eines Nischenmarkts mit einer innovativen Lösung und die Fokussierung auf eine weltweite Marktdurchdringung in diesem Segment



Die Komplettlösung von Playpass; Quelle: Unternehmen

honoriert. In der Tat hat Playpass in den sechs Jahren seit der Gründung große Fortschritte gemacht. Im letzten Herbst unterhielt das Unternehmen eigene Büros in New York und Singapur und war in insgesamt 16 Ländern auf fünf Kontinenten aktiv. Für das weitere Wachstum wurde zudem eine Intensivierung der Aktivitäten in Deutschland und der Aufbau von Repräsentanzen in Großbritannien und Spanien angekündigt, in deren Rahmen der Mitarbeiterstamm innerhalb weniger Monate von 30 auf etwa 50 steigen soll.

Ziel: Globale Nummer 1

Die dynamische Entwicklung zeigt sich auch in den Umsatzzahlen. Zwischen 2014 und 2016 konnten die Erlöse auf rund 2,3 Mio. Euro fast vervierfacht werden. Bei der weiteren Marktdurchdringung will Playpass nun ergänzend zum eigenen Vertrieb stärker

auf ein internationales Partnernetzwerk setzen und für Märkte außerhalb des Kernfokus zusätzlich mit Lizenz- und White-Label-Modellen arbeiten. Daraus resultiert zwar ein geringerer Umsatzbeitrag im Vergleich mit einer direkten Belieferung, der aber sehr hochmargig ausfällt. Außerdem kann die Komplexität im Vertrieb deutlich reduziert werden. Letztlich will das Unternehmen zum weltweit führenden Plattformanbieter für offene und geschlossene Zutritts- und Zahlungssysteme für Massenveranstaltungen werden. Aktuell ist man mit der Betreuung von mehr als 200 Events mit über 2 Mio. Gästen nach eigenen Angaben bereits die Nummer zwei, mit Intellitix und Glownet gibt es nur zwei direkte Wettbewerber mit einem ähnlichen Ansatz

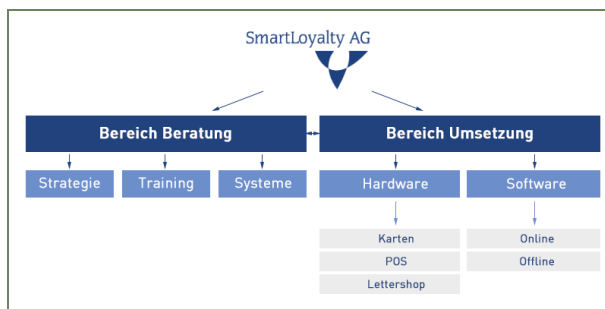
Portfolio VII: SmartLoyalty

Spezialist für Kundenbindungssysteme

Die Beteiligung an der SmartLoyalty AG in Höhe von 15,3 Prozent wurde 2015 erworben. Das Unternehmen ist im Jahr 1999 als Spin-off aus dem Chipkartenbroker ACG hervorgegangen und hat im Anschluss verschiedene Kundenbindungssysteme am Markt etabliert. Das Kernelement der Strategie ist das Angebot einer Lösung, die in wenigen Schritten ohne großen Aufwand umsetzbar („Loyalty out of the box“) und damit auch für kleinere Kunden, etwa lokale Händler, Dienstleister und kleine Ketten, erschwinglich ist. Diese können bei SmartLoyalty beispielsweise Kunden-, Gutschein- oder Wertkarten bestellen. Nach einer Beratung durch die Gesellschaft und dem Design der Karten wird die komplette Lösung einsatzbereit geliefert, verbunden mit einer kostenlosen Schulung. Zu dem Paket gehören auch eine Software für die Verwaltung sowie Point-of-Sale-Systeme (Terminals) und ein Lettershop für den Kartenversand.

Breite Nutzerbasis

Bereits weniger als zehn Jahre nach der Gründung kam das System von SmartLoyalty in mehr als 30 Branchen zum Einsatz, die Liste reicht heute von Autohäusern und Apotheken über Friseure und Gastronomiebetriebe bis zu Supermärkten und Tankstellen. Ein Erfolgsmodell ist auch die Citycard von SmartLoyalty, die inzwischen von mehr als 100 Städten eingesetzt wird, um die lokale Kundschaft zu binden. Gleichwohl ist das Unternehmen damit immer noch ein kleiner Nischenanbieter. Obwohl der Umsatz zwischen 2014 und 2016 um durchschnittlich 20 Prozent p.a. gesteigert werden konnte, summierte er sich lediglich auf knapp 1 Mio. Euro. Allerdings arbeitet die Gesellschaft dabei mit einer EBIT-Marge im deutlich zweistelligen Bereich hochprofitabel. Einen möglichen Katalysator für weiteres Wachstum könnte eine Lizenzierung der Lösung für Dritte darstellen.



Geschäftsmodell; Quelle: Unternehmen

Marktumfeld

Payment-Markt sehr dynamisch

Mit seinen Tochterunternehmen adressiert Sandpiper mehrere große Märkte. Von gehobener Bedeutung für die Gruppe ist der Markt für den bargeldlosen Zahlungsverkehr. Die Zahl der bargeldlos abgewickelten Transaktionen legt seit Jahren deutlich stärker zu als das globale Wirtschaftswachstum, für die letzten fünf Jahre errechnet sich eine durchschnittliche Steigerungsrate von 9,4 Prozent auf geschätzte 522,5 Mrd. Transaktionen in 2017. Vor allem die wachstumsstarken Volkswirtschaften in Asien („Emerging Asia“) treiben die Entwicklung voran, im letzten Jahr lag der von Capgemini und BNP Paribas geschätzte Zuwachs in der Region knapp über 30 Prozent. Die entwickelten Volkswirtschaften in Europa kommen indes immer noch auf ein signifikantes Plus von 6,7 Prozent. Die Analysten gehen davon aus, dass sich der globale Trend fortsetzt, und prognostizieren bis 2020 sogar ein noch leicht höheres CAGR von 11,6 Prozent (Datenquelle für diesen Absatz: Capgemini/BNP Paribas: World Payment Report 2017).



Quelle: Capgemini/BNP Paribas: World Payment Report 2017

Mobile Payment als Zugpferd

Als Gründe für die noch anziehende Dynamik werden insbesondere die wachsende Marktdurchdringung in den Schwellenländern und der strukturelle Wandel dank neuer technologischer Angebote angeführt. In der letzten Dekade waren Online-

Zahlungen ein starker Wachstumstreiber, die Steigerungsraten gehen aber nun langsam zurück, von geschätzten 18,4 Prozent in 2017 auf 15,3 Prozent in 2019. Das ist darauf zurückzuführen, dass sich Transaktionen zunehmend in den mobilen Bereich verlagern. Nach einem von Capgemini und BNP Paribas geschätzten Zuwachs von 18 Prozent in 2017 taxieren die Analysten das CAGR bis 2019 auf 24,3 Prozent. Mit 108,8 Mrd. Transaktionen werden dann prognosegemäß rund 17 Prozent aller bargeldlosen Zahlungen mobil abgewickelt (Datenquelle für diesen Absatz: Capgemini/BNP Paribas: World Payment Report 2017).



Quelle: Capgemini/BNP Paribas: World Payment Report 2017

Hoher Marktanteil der „Big three“

Vor dem Hintergrund dieser Marktentwicklung ist ein intensiver Wettbewerb um die führende Position im Bereich der Mobile Wallets entbrannt, die den Schlüssel für die Abwicklung mobiler Geschäfte (Zahlungen, Authentifizierung, Buchungen usw.) darstellen. Nach einer Studie von Zion Market Research (Quelle: „Mobile Wallet Market (...) 2016 – 2022“) lag das mobile Zahlungsvolumen der Konsumenten im Jahr 2016 bereits bei knapp 600 Mrd. US-Dollar. Bis zum Jahr 2022 prognostizierten die Analysten ein durchschnittliches Wachstum von 32 Prozent p.a. auf dann 3,1 Bio. US-Dollar. Eine dominante Rolle spielen die „Big three“ Apple, Google

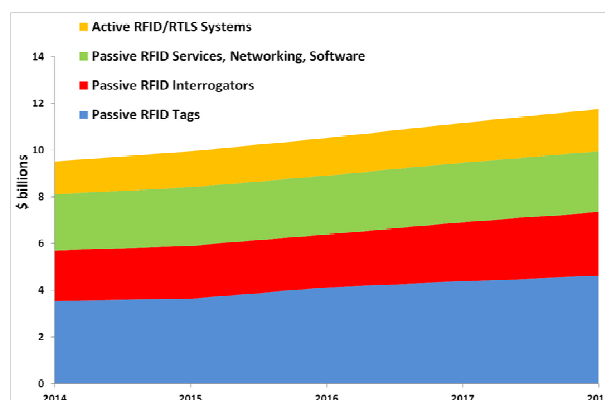
und Samsung, die ihren kumulierten Marktanteil nach Berechnungen von Juniper Research (Quelle: „Contactless Payments (...) 2017-2021“) von 20 Prozent in 2015 auf 41 Prozent in 2016 steigern konnten, wobei Apple in dieser Gruppe deutlich die Nase vorn hat. Bis 2021 erwarten die Analysten einen weiteren Anstieg auf 56 Prozent. Der stark wachsende Markt lässt allerdings auch Spielraum für weitere Player, zu den bedeutenden Wettbewerbern zählen die Analysten u.a. die Kreditkartenanbieter American Express, Visa und Mastercard, die Finanzinstitute Citigroup und Bank of America, den Onlinegiganten Amazon sowie die Payment-Spezialisten Paypal und Dwolla sowie Paytm aus Indien. In Deutschland hat es in den letzten Jahren der TecDAX-Konzern Wirecard geschafft, seine Marktposition deutlich auszubauen.

Weitere Innovationen

Ein Ende des Innovationsprozesses in der Payment-Branche ist noch nicht absehbar. Als nächste große Herausforderung für die Anbieter von Mobile Wallets sieht Juniper Research die Etablierung als Zahlungslösung im stationären Handel. Der Markt insgesamt steht aber vor der nächsten Transformationswelle, die mit der weiteren Verbreitung der Blockchain-Technologie und des Internet-of-Things einhergeht. Automatisierte Zahlungsprozesse dürften vermehrt zwischen vernetzten Geräten und Maschinen abgewickelt werden, die Blockchain als vermeintlich fälschungssichere und effiziente Methode für den Austausch, die Speicherung und die Rückverfolgung von Daten liefert dafür die technologische Basis. Capgemini und BNP Paribas schätzen, dass im Jahr 2021 mehr als 15 Mrd. Geräte und Maschinen vernetzt sein werden. Als Beispiele für die nächsten Entwicklungsstufen im Paymentmarkt werden Innovationen in der Automobilindustrie angeführt, etwa die automatisierte Zahlung von Park- und Mautgebühren oder die Weiterentwicklung des Pkw zum Point-of-Sale, etwa für Infotainment-Angebote oder Real-Time-Navigation.

Kontaktlose Zahlungslösungen auf dem Vormarsch

Im Bereich der kontaktlosen Zahlungen dominieren zwei Übertragungsvarianten: Während für sogenannte Remote-Payments im mobilen Geschäft, bei denen keine räumliche Nähe zwischen dem Sender und Empfänger besteht und die das Internet nutzen, Apps entwickelt wurden, kommen für lokale Zahlungen insbesondere die RFID- und die NFC-Technologie zum Einsatz. Da ein Authentifizierungsprozess der Nutzer entfällt, kann mit der Funktechnologie der Abwicklungsprozess bei einer Nutzung von Kredit- oder Bankkarten erheblich beschleunigt werden. Dieser Vorteil hat dem ohnehin wachstumsstarken RFID-Markt einen weiteren Schub gegeben. Die Analysten von IDTechEx gehen davon aus, dass der Gesamtmarkt mit seinen vier großen Teilssegmenten (siehe Grafik) in den letzten beiden Jahren im Durchschnitt um rund 6 Prozent p.a. zugelegt hat, und erwarten bis 2022 eine weitere Expansion in diesem Tempo auf dann knapp 15 Mrd. US-Dollar (Quelle: IDTechEx „RFID (...) 2017-2027“).



Quelle: IDTechEx

Viele Player

Der Markt für Anwendungen auf Basis der RFID/NFC-Technologie ist stark diversifiziert und zersplittert. Sandpiper-Töchter treffen in ihren Segmenten oftmals auf kleine Spezialisten und nicht auf große Konzerne. Für Intercard und auch PAIR Solutions ist im deutschen Markt beispielsweise die GiroWeb-Gruppe ein relevanter Wettbewerber – eine Ausgründung der Sparkassen, die mit bargeldlosen

Zahlungslösungen vor allem Schulen und die Betriebsgastronomie adressiert. Der bislang wichtigste Intercard-Konkurrent in der Schweiz, Polyright, gehört nach dem Abschluss der Mehrheitsübernahme nun zu der Tochter. Ebenfalls auf Augenhöhe ist das kanadische Unternehmen Intellitix, das sich auf Zutritts- und Zahlungslösungen für Festivals und andere Massenevents fokussiert hat und in diesem Markt vor der Sandpiper-Beteiligung Playpass die Nummer eins ist. Wie Playpass, haben die Kanadier bislang mehr als 200 Veranstaltungen betreut, doch waren diese mit insgesamt über 20 Mio. Gästen deutlich größer. Bei einem weiteren Wettbewerber, Loc Pay Systems aus den Niederlanden, hat Intellitix Anfang 2017 die Mehrheit übernommen.

Authentifizierung: Explosives Wachstum

Als große Hemmschwellen für die weitere Verbreitung digitaler Zahlungssysteme gelten laut Capgemini

und BNP Paribas der Mangel an Standardisierung und die Gefahr der Cyberkriminalität. Im Bezug auf den letztgenannten Aspekt stehen dabei insbesondere die sichere Datenübertragung und eine einwandfreie Identifikation der Personen im Vordergrund. Die Analysten von Stratistics (Quelle: "MRC Mobile User Authentication (...) 2016-2022") gehen deswegen davon aus, dass der globale Markt für die Authentifizierung von mobilen Nutzern von 0,86 Mrd. US-Dollar in 2016 bis 2022 rasant auf dann 3,36 Mrd. US-Dollar ansteigen wird, was einem CAGR von 25,4 Prozent entspräche. In diesem attraktiven Segment tummeln sich allerdings bereits zahlreiche große Konzerne, darunter Schwergewichte wie Dell Technologies (ehemals EMC), Microsoft und Vasco Data Security. Dennoch dürften sich für die Sandpiper-Gesellschaften ausreichend Nischen mit einem ebenfalls hohen Wachstumspotenzial bieten.

Strategie

Günstige Ausgangslage

Die Technologieholding verfügt mit ihren Töchtern und Beteiligungen über ein komfortables Fundament, um das weitere Wachstum zu forcieren und dabei die Profitabilität zu steigern. Die Gesellschaften aus dem Verbund haben zumeist Nischen mit selbst entwickelten Plattformen erfolgreich besetzt und dort schon einen größeren Kundenstamm aufgebaut. Hilfreich dabei war und ist, dass die Konzentration auf kleinteilige geschlossene Zahlungssysteme für einen abgegrenzten Nutzerkreis relativ niedrige Kosten für die Kundenakquise (Customer Acquisition Cost, CAC) ermöglicht. Während Sandpiper die eigenen CAC auf weniger als 35 Euro beziffert, sehen beispielsweise Branchenexperten das Minimum für junge FinTech-Unternehmen bei 50 bis 100 US-Dollar, etablierte Finanzdienstleister geben üblicherweise zwischen 100 und 300 US-Dollar pro Neukunde aus (Quellen: „Disruptive Finance – FinTech start-ups beware: customers are expensive“; Sandpiper).

Zahlreiche Optionen

Sandpiper kann auf dieser Basis mehrere Wege beschreiten, um die Expansion voranzutreiben. So besteht durch die verschiedenen Kundengruppen, Vertriebskanäle und -regionen Cross-Selling-Potenzial für das Angebot von Leistungen anderer Töchter, außerdem gibt es Up-Selling-Potenzial durch das Angebot neuer Services und Dienstleistungen. Die Realisierung dieser Chancen wird nun ebenso forciert wie der weitere Ausbau des Kundenstamms über eine stärkere Internationalisierung der Aktivitäten. Hierfür können auf Basis der Plattformen, die bereits den Proof-of-Concept erbracht haben, nun auch smarte Wege beschritten werden, wie die Erschließung von Ländern über Lizenz- und White-Label-Angebote (Software-as-a-Service). Generell soll nach Auskunft des Managements nicht zwingend der eigene Verkauf von Systemen stark gesteigert werden, vielmehr stehen vor allem wiederkehrende Einnahmen aus einer Verbreitung der bestehenden

Plattformen im Vordergrund. Einen Wachstumstreiber werden im Rahmen dessen planungsgemäß auch steigende Service- und Wartungserlöse darstellen. Und nicht zuletzt besteht die Möglichkeit, sich stärker für externe Partner zu öffnen, die die Lösungen der Sandpiper-Gesellschaften um ihre Funktionalitäten erweitern. Eine solche Möglichkeit wäre beispielsweise die Zusammenarbeit mit Anbietern offener Zahlungssysteme, die selbst unter hohen CAC leiden und für die der Kundenstamm der Gruppe deswegen attraktiv ist.



Quelle: Unternehmen

Akquisitionsprozess wird fortgesetzt

Das Management hat mehrere Schritte definiert, um die skizzierten Potenziale zu heben (siehe Grafik). Der bisher verfolgte Buy-and-Build-Prozess wird dabei fokussiert fortgesetzt. Die jungen Märkte, in denen Sandpiper agiert, sind oftmals noch stark zersplittert und bieten damit weiteres Konsolidierungspotenzial. Daher sichten die Holding und die Töchter permanent mögliche Kandidaten, mit denen die eigene Marktposition weiter verbessert werden kann, beispielsweise über den Erwerb einer neuen Technologie, die Erschließung eines neuen Marktsegments oder den Ausbau des Kundenstamms. Die Integration in die Gruppe bietet in vielen Bereichen Synergien. Deren Realisierung wird jetzt auch im Bestand weiter vorangetrieben. Im Hinblick auf die eingesetzte Technologie, die entwickelten Plattformen und die adressierten Kundensegmente gibt es im Verbund zahlreiche Schnittmengen. Entsprechend lang ist die Liste der möglichen Ansatzpunkte. Diese reicht von der Zusammenarbeit in den Bereichen F&E, Technologie und Support, über die Bündelung der Ein-

kaufsvolumina, die Ermittlung und Umsetzung von Best-Practice-Standards, bis zur Entwicklung von Marketingstrategien und gemeinsamen Angeboten für verschiedene Zielgruppen – um nur einige Beispiele aufzuführen. Letztlich sieht das Management die Bereiche digitales Zahlen und digitale Sicherheitslösungen als zwei Seiten einer Medaille, da Zahlungssysteme ohne Sicherheit nicht marktfähig sind. Insofern drängt sich eine enge Verknüpfung der Aktivitäten in diesen Feldern auf.

Internationalisierung mit Partnern

Auch die Erschließung neuer Märkte kann mit Akquisitionen vorangetrieben werden. Daneben ist aber auch eine Transformation der bestehenden Plattformen in weitere Länder möglich. Dabei können die Sandpiper-Töchter auf das große Netzwerk des Managements zurückgreifen, das weiterhin enge Kontakte zu zahlreichen Unternehmen hält, die in der Vergangenheit erfolgreich aufgebaut wurden. Generell ist es eine zentrale Stoßrichtung der Gruppe, die Internationalisierung mit Partnern voranzutreiben. Lizenz- und White-Label-Lösungen sind mit geringeren Investitionskosten verbunden, senken damit das Risiko und erhöhen durch die Einbindung lokaler Partner die Erfolgchance. Ein gutes Beispiel dafür stellt die im Januar letzten Jahres vereinbarte enge Zusammenarbeit mit dem Technologieunternehmen Hudoud Alteqnia Ltd. aus Saudi-Arabien dar. In seinem Heimatmarkt wird die Gesellschaft, die im Bereich staatlicher Institutionen gut vernetzt ist, ID-Managementsysteme und mobile Zahlungslösungen der Sandpiper Gruppe vermarkten. Der Deal sieht eine umfassende Technologiepartnerschaft vor, um die Digitalisierung sowohl des öffentlichen Sektors als auch der Privatwirtschaft gemeinsam voranzutreiben.

Ausbau des Angebots

In zahlreichen weiteren Feldern arbeitet Sandpiper ebenfalls bereits mit Partnern zusammen. Eine wichtige Kooperation besteht beispielsweise mit einer digitalen Online-Bank, deren Leistungsangebot für verschiedene Geschäftsmodelle genutzt werden kann. Auf diese Weise können die Töchter zusätzliche Dienste erbringen, ohne selbst eine regulierungskon-

forme Lösung entwickeln zu müssen. Einen ähnlichen Weg verfolgt Playpass über eine Kooperation mit einem Payment Service Provider, mit der das eigene Angebot um ein offenes Zahlungssystem erweitert werden konnte. Auch im Versicherungsbereich arbeiten Töchter an ersten Projekten mit namhaften Anbietern. Ein Projekt von großer Bedeutung im Payment-Markt führt die Beteiligung Polyright zusammen mit der TWINT AG, die das bargeldlose Zahlungssystem des Schweizer Bankenverbandes verantwortet, durch. Dank der starken Positionierung bei den eidgenössischen Universitäten wurde Polyright ausgewählt, um TWINT-Terminals an den Bildungseinrichtungen aufzustellen. Im Rahmen der Kooperation wird die Kartenlösung von Polyright um Zahlungsfunktionen von TWINT erweitert, womit zusätzliche Einnahmen generiert werden können.

Das Konzept Smart City

Eine Erweiterung der bestehenden Plattformen um synergetische Leistungen, die von Partnern bereitgestellt werden, verspricht margenstarke Zusatzeinnahmen ohne großes Entwicklungsrisiko. Dieser Weg, der erfolgreich mit namhaften externen Unternehmen verfolgt wird, bietet auch innerhalb der Gruppe noch erhebliches Zusatzpotenzial. Das Stichwort ist hier „Smart City“ – also die weitere Modernisierung und Decarbonisierung der Städte (siehe Bundesverband Smart City), u.a. unter Nutzung der Chancen, die die Digitalisierung bietet. Im Zuge dieser Entwicklungsstrategie zeichnet sich ab, dass aufgrund der Effizienzvorteile für immer mehr Bereiche digitale Lösungen eingeführt werden und übergreifende Systeme Insellösungen ersetzen. Das Management von Sandpiper geht generell davon aus, dass die digitale Transformation von Zahlungs- und Sicherheitslösungen noch ganz am Anfang steht. Mit ihren Plattformen adressieren die Sandpiper-Töchter schon heute zahlreiche Bereiche des Stadtlebens. Auf dieser Basis sollen nun überall dort, wo es gute Anknüpfungspunkte gibt, die Lösungen abgestimmt und verbunden werden. Nachdem erste Projekte bereits gestartet sind, beispielsweise von Intercard und Multicard für Point-of-Sale-Terminals, erfolgt im Q1 2018 der Startschuss für eine gruppenweite Ko-

operation zur Identifizierung der vielversprechendsten Optionen.

Auswahl der besten Projekte

Generell bieten sich Sandpiper und den Beteiligten aktuell zahlreiche Optionen zur Realisierung von Synergien und zur Einleitung von Wachstumsinitiativen. Die herausfordernde Aufgabe für das Management ist es, die Projekte mit dem besten Chance-Risiko-Verhältnis herauszufiltern. Eine wichtige Rolle dürfte dabei auch die als fälschungssicher geltende Blockchain-Technologie spielen, die völlig neue Optionen für den Austausch, die Speicherung und die Rückverfolgung von Daten bietet. Gerade digitale Plattformen für die Authentifizierung von Personen und die Abwicklung von Transaktionen dürften künftig vermehrt auf die Blockchain zurückgreifen. Als richtungsweisend werten wir in dieser Richtung das kürzlich vermeldete Projekt von Multicard mit der Rabobank im Bereich des pay-per-use.

Darüber hinaus haben aber auch andere Töchter Blockchain-Vorhaben gestartet. Ergonomics beispielsweise verfügt über eine eigene Entwicklungsfirma, die u.a. mit verschiedenen Firmen (darunter bspw. ICO-Start-ups) im schweizerischen „Crypto Valley“ in Zug zusammenarbeitet. Für Sandpiper wird generell die Entwicklung und Betreuung von Lösungen zur Nutzung von Kryptowährungen, etwa für Bezahlvorgänge, eine wichtige Rolle spielen. Denkbar im Bereich Blockchain ist auch eine Zusammenarbeit mit dem US-Konzern Net Element Inc., einem Spezialisten für elektronische Zahlungssysteme, der im letzten Dezember eine eigene Business-Unit für dieses Geschäftsfeld gegründet hat. Sandpiper befindet sich schon länger in Gesprächen mit Net Element und hat im November 2016 sogar die Möglichkeit eines Zusammenschlusses vermeldet – seitdem wurden aber keine konkreten Schritte in diese Richtung bekannt gegeben.

Zahlen

Zahlreiche Akquisitionen

Im Oktober 2014 hat Sandpiper das operative Geschäft aufgenommen und bis zum Jahresende Polyright sowie Multicard Nederland vollständig und payment solution (93,7 Prozent) sowie Ergonomics (51,0 Prozent, inklusive der Tochter e24) mehrheitlich übernommen. Zusätzlich wurden noch substantielle Minderheitsbeteiligungen von 15,3 Prozent an SmartLoyalty und von rund 25 Prozent bei Intercard akquiriert. 2015 wurde der Anteil an Intercard auf 40,1 Prozent aufgestockt und das Portfolio um eine Beteiligung in Höhe von 22,8 Prozent an Playpass ergänzt. Demgegenüber handelte es sich bei PAIR Solutions (Anteil 100 Prozent) um eine Neugründung, über die die Assets der Gesellschaft People & Projects IT erworben wurden.

18,3 Mio. Euro Umsatz in 2015

Die Mehrheitsbeteiligungen wurden im Konzernabschluss für das Jahr 2015 vollkonsolidiert, so dass Sandpiper schon im ersten vollen Geschäftsjahr einen Umsatz von 18,3 Mio. Euro ausweisen konnte. Dank Polyright und Ergonomics entfielen davon knapp 11 Mio. Euro oder 56,8 Prozent der Einnahmen (vor Konsolidierung) auf die Schweiz, weitere substantielle Beiträge stammten mit 4,5 Mio. Euro (23,4 Prozent) aus Deutschland (payment solution, PAIR) und mit 3,5 Mio. Euro (18,1 Prozent) aus den Niederlanden (Multicard). Da die Gesellschaften überwiegend hohe Investitionen in den Auf- und Ausbau ihrer Geschäftsaktivitäten tätigten, die sich auf der Gruppenebene vor allem im Material- (6,9 Mio. Euro), Personal- (10,8 Mio. Euro) und sonstigen betrieblichen Aufwand (3,7 Mio. Euro) widerspiegelten, arbeitete der Konzern noch nicht profitabel. Der EBIT-Verlust im Jahr 2015 belief sich auf -3,4 Mio. Euro, unter dem Strich wurde ein Fehlbetrag von -4,0 Mio. Euro ausgewiesen.

Geschäftszahlen	2015	2016	Änderung
Umsatz	18,3	28,9	+58,0%
EBITDA	-2,6	-3,8	-
EBIT	-3,4	-5,9	-
Nettoergebnis	-4,0	-8,2	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Starkes Wachstum in 2016

Im Geschäftsjahr 2016 ist Sandpiper mit dem Kauf von 54 Prozent an IDpendant eine weitere Mehrheitsübernahme gelungen. Noch prägender für den Konzernabschluss war aber die Aufstockung bei Intercard auf knapp über 50 Prozent, die zu einer Vollkonsolidierung des Unternehmens führte. Neben dem organischen Wachstum war das die wesentliche Ursache für den Anstieg der Konzernerlöse um 58 Prozent auf 28,9 Mio. Euro. Entsprechend haben sich auch die Gewichte der Einzelmärkte verschoben. Da Intercard und IDpendant ihren jeweiligen Geschäftsschwerpunkt im deutschen Markt haben, erhöhte sich dessen Umsatzanteil auf 52,7 Prozent (14,3 Mio. Euro vor Konsolidierung). Zusätzlich konnte der Anteil an zwei wichtigen Beteiligungen aufgestockt werden: Der Anteil an Ergonomics wurde von 51 auf 100 Prozent ausgebaut, der an Playpass von 22,8 auf 36 Prozent. Auf den konsolidierten Umsatz übte dies aber keinen Einfluss aus.

EBIT deutlich negativ

Die Konsolidierungseffekte haben sich aber nicht nur beim Umsatz bemerkbar gemacht, sondern auch zu deutlichen Kostensteigerungen beigetragen. Der Personalaufwand als größter Posten erhöhte sich binnen Jahresfrist um 44,6 Prozent auf 15,7 Mio. Euro, während der Materialaufwand und der sonstige betriebliche Aufwand um 68,4 Prozent (auf 11,6 Mio. Euro) resp. 54,1 Prozent (auf 5,8 Mio. Euro) zulegten. Die Materialaufwandsquote hat sich damit von 37,5 auf 39,9 Prozent leicht verschlechtert, wo-

hingegen die Quotienten bei den beiden anderen Kostenarten aufgrund des überproportional gestiegenen Umsatzes auf 54,1 Prozent (Personal, Vorjahr: 59,1 Prozent) und 19,9 Prozent (sonstiger Aufwand, Vorjahr: 20,4 Prozent) gesunken sind. Besonders deutlich zugelegt haben aber die Abschreibungen und Wertminderungen (2,1 Mio. Euro, +154 Prozent). Maßgeblich verantwortlich dafür war die vollständige Abwertung der Anteile an der payment solution AG in Höhe von 1,16 Mio. Euro, deren Finanzierung aufgrund mangelnder Tragfähigkeit des Geschäftskonzepts eingestellt worden war, was im Mai 2017 schließlich zur Insolvenz der Beteiligung führte. In Summe lagen die operativen Aufwendungen auch im Geschäftsjahr 2016 deutlich über den Erlösen, so dass die Gesellschaft einen EBIT-Fehlbetrag von -5,9 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter von -8,3 Mio. Euro ausgewiesen hat.

Verlust der Hälfte des Aktienkapitals

Aufgrund der kumulierten Verluste der Beteiligungen und Goodwill-Abschreibungen wurde das Jahr mit einem negativen Konzerneigenkapital von 13,2 Mio. Euro abgeschlossen. Entscheidend ist allerdings der Einzelabschluss der Aktiengesellschaft, der immer noch ein Eigenkapital von 11,9 Mio. Euro ausgewiesen hat. Obwohl im Dezember 2016 noch eine Kapitalerhöhung mit einem Volumen von 4,3 Mio. Schweizer Franken durchgeführt worden war, bedeutete dieser Wert einen deutlichen Rückgang des Eigenkapitals (Vorjahr: 31,6 Mio. Euro) und ging einher mit einer Verlustanzeige zur Hälfte des Aktienkapitals inklusive der gesetzlichen Reserven (Gewinn- und Kapitalrücklage), die nach Schweizer Recht die Einleitung von Sanierungsmaßnahmen nach einem Hauptversammlungsbeschluss vorsieht. Angesichts der Bilanzrelationen schien das durchaus geboten, denn dem Eigenkapital standen zum Stichtag insgesamt Verbindlichkeiten von 14,1 Mio. Euro gegenüber, davon kurzfristige verzinsliche Verbindlichkeiten gegenüber Dritten in Höhe von 5,5 Mio. Euro. Demgegenüber beliefen sich die liquiden Mittel nur auf 0,4 Mio. Euro.

Konsolidierung des Portfolios

Als wichtigste Sanierungsmaßnahme wurde eine deutliche Verbesserung der Profitabilität gesehen. Im Zuge dessen erfolgte auch der Stopp weiterer Finanzierungsmaßnahmen für payment solution. Zudem wurden im Juli 2017 85 Prozent der Anteile der erst im April 2016 gegründeten Tochter Sandpiper Digital Payments Asia an das Management veräußert. Die Beteiligung war kurz nach der Gründung mit der Übernahme des Start-ups GoGorilla aus Singapur, dessen Kerngeschäft ebenfalls ein bargeldloses Zahlungssystem für Events darstellt, operativ gestartet. Die Asienaktivitäten passten aber nun nicht mehr zur stärkeren Fokussierung auf die DACH-Region und hätten aber noch über einen längeren Zeitraum Anschubfinanzierungen benötigt – und das in einem kompetitiven Marktumfeld –, weswegen ein schneller Ausstieg erfolgte. Ebenfalls im Zusammenhang mit der Portfoliokonsolidierung stand der Verkauf von Polyright im selben Monat, der aber, wie im Abschnitt Portfolio beschrieben, mit der Option eines Mehrheitserwerbs für InterCard verknüpft wurde. Das war auch ein wichtiger Teil der Restrukturierung, um verstärkt Synergien zu heben.

Geschäftszahlen	HJ 16	HJ 17	Änderung
Umsatz	11,1	16,0	+44,8%
EBITDA	-1,6	-0,1	-
EBIT	-2,1	-0,7	-
Nettoergebnis	-3,6	5,5	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Substanzielle Fortschritte

Schon im ersten Halbjahr 2017 hat sich die Kostensituation des Konzerns spürbar verbessert. Allein payment solution war in der Vorjahresperiode bei einem Umsatzbeitrag von 1,6 Mio. Euro für einen Nettoverlust von 0,6 Mio. Euro verantwortlich. Die mit der Entkonsolidierung verbundenen Erlöseinbußen konnten durch positive Konsolidierungseffekte, vor allem dank der im Juni 2016 erfolgten Aufstockung des Anteils an InterCard auf über 50 Prozent, überkompensiert werden, so dass der Konzernumsatz insgesamt um 44,8 Prozent auf 16 Mio. Euro erhöht

wurde. Der Anstieg der Kosten blieb demgegenüber mit 28,6 Prozent auf 17,1 Mio. Euro deutlich unterproportional, wobei die größte Verbesserung bei der Materialaufwandsquote erreicht wurde, die von 47,0 auf 35,4 Prozent gesunken ist. Infolgedessen konnte der EBIT-Verlust von -2,1 auf -0,68 Mio. Euro eingedämmt werden.

Hoher Gewinn im ersten Halbjahr 2017

Zusätzlich zu diesen Verbesserungen im operativen Geschäft profitierte das Unternehmen von positiven Einmaleffekten. Durch die Kurseinbußen der Aktie haben sich die Aufwendungen für aktienbasierte Zahlungen (Kaufpreise, Bonusprogramme, variable Vergütungen) verringert, was maßgeblich für Erträge im Finanzergebnis in Höhe von 2,6 Mio. Euro verantwortlich war. Darüber hinaus führte die Ausbuchung der Verbindlichkeiten von payment solution per Saldo zu einem positiven außerordentlichen Beitrag von 3,7 Mio. Euro. Unter dem Strich ermöglichte das einen Gewinn von 5,3 Mio. Euro, gegenüber einem Verlust von -3,6 Mio. Euro im ersten Halbjahr 2017.

Bilanzverlust größtenteils verrechnet

Weitere Fortschritte konnten nach dem Bilanzierungstichtag Ende Juni erreicht werden. Durch eine Umschuldung wurden Finanzverbindlichkeiten von 6 auf 3 Mio. Schweizer Franken reduziert und in ein nachrangiges Darlehen gewandelt. Zudem konnte der Kaufpreis für eine Akquisition aus den Vorjahren nachverhandelt werden, was zu einer Nettoerhöhung des Eigenkapitals um 7,5 Mio. Schweizer Franken führen wird. Das wird die Konzernbilanz weiter verbessern, die zum 30. Juni 2017 noch ein negatives Eigenkapital von -7,2 Mio. Euro bei Verbindlichkei-

ten in Höhe von rund 22 Mio. Euro (darunter Finanzverbindlichkeiten von 12,6 Mio. Euro) und eine Liquidität von lediglich 0,9 Mio. Euro enthalten hat. Die Hauptversammlung im Juni 2017 hat vor diesem Hintergrund eine Herabsetzung des Nennwerts des Aktienkapitals von 21,1 auf 2,1 Mio. Schweizer Franken (bzw. von 0,1 auf 0,01 Schweizer Franken je Aktie) beschlossen. Damit einhergehend wurde die Kapitalrücklage in Höhe von 45,7 Mio. Schweizer Franken mit dem Bilanzverlust verrechnet. Zusätzlich wurde ein neues genehmigtes Kapital in Höhe von 1,1 Mio. Schweizer Franken geschaffen.

Optimistischer Ausblick

Zugleich wurden von Sandpiper Investitionen zur Stärkung des Portfolios getätigt. Das Unternehmen hat sich an einer Kapitalerhöhung von Intercard proportional und damit anteilswahrend beteiligt, Playpass ein Wandeldarlehen sowie PAIR weiteres Working Capital zur Verfügung gestellt. Damit hat das Management noch einmal unterstrichen, dass die Realisierung des Potenzials der Beteiligungen nun forciert werden soll. Die Jahreszahlen für 2017 dürften in dieser Richtung weitere Fortschritte zeigen. Im Dezember wurde eine Prognose veröffentlicht, die einen Konzernumsatz zwischen 30 und 32 Mio. Euro und ein EBITDA zwischen -0,5 und -1,0 Mio. Euro vorsieht. Dieser positive Trend soll sich auch in 2018 mit einem organischen Umsatzwachstum aus dem Bestandsportfolio und dem Break-even auf EBITDA-Basis fortsetzen.

Equity-Story

Marktführer in Nischen

Sandpiper hat in den letzten Jahren ein attraktives Portfolio von Gesellschaften aufgebaut, deren Kerngeschäft im Bereich digitaler Zahlungssysteme, Authentifizierung und IT-Sicherheit liegt. Die Beteiligungen fokussieren sich überwiegend auf spezielle Lösungen für Nischen, die für die großen Player im Bereich offener Zahlungssysteme wie Visa, Mastercard, Apple oder Samsung für eine eigenständige Erschließung momentan nicht interessant sind. Dabei handelt es sich vor allem um relativ kleinteilige, geschlossene Zahlungssysteme mit einem abgegrenzten Nutzerbereich. Mehreren Unternehmen aus der Gruppe ist es gelungen, in den adressierten Zielmärkten eine führende Stellung zu erobern. So ist Intercard zusammen mit der Beteiligung Polyright der größte Anbieter eines kartenbasierten Zahlungssystems an Universitäten in Deutschland und der Schweiz, Multicard dominiert mit seinem Onlinesystem Mybility den kommunal unterstützten Individualtransport in den Niederlanden und Playpass ist mit seiner Komplettlösung zur Organisation von Akkreditierung, Zutritt und Zahlungen auf Masenevents die weltweite Nummer zwei.

Wertvoller Kundenbestand

Mittlerweile wurde in der Gruppe ein Bestand von mehr als 2,5 Mio. Kunden gewonnen – und dabei sind die mehr als 2 Mio. Eventbesucher, die Playpass bereits betreut hat, kaum berücksichtigt. Da die Unternehmen der Sandpiper-Gruppe in der Regel komplette Systemlösungen einführen, haben die Verträge relativ lange Laufzeiten, was dementsprechend auch für langfristige Kundenbeziehungen sorgt. Damit verbunden sind wiederkehrende, margenstarke Einnahmen. Der Ausbau dieser Erlösart zählt zu den zentralen Stoßrichtungen des Managements. Ein Weg, um relativ schnell höhere Einnahmen pro Kunde zu generieren, stellt die Erweiterung des angebotenen Dienstleistungsportfolios dar. In der Gruppe besteht diesbezüglich Cross- und Up-Selling-Potenzial, das gehoben werden soll, zugleich

arbeiten die Beteiligungen aber auch mit externen Partnern zusammen. Erfolgreiche Projekte mit renommierten Anbietern wie TWINT verdeutlichen, dass der Kundenbestand auch für große Adressen von Interesse ist. Denn auch für sie ist es in einem kompetitiven Umfeld immer schwieriger – das heißt teurer – neue Kunden zu akquirieren, weswegen die Adressierung eines bestehenden, attraktiven Kundenportfolios eine verhältnismäßig leicht umzusetzende Option darstellt.

Zeitnahe Break-even möglich

Margenstarke Zusatzeinnahmen durch eine verbesserte Monetarisierung des Potenzials, das der Kundenbestand bietet, stellen eine wichtige Stellgröße dar, um die Profitabilität zu verbessern. Gleichzeitig hat das Management verschiedene Maßnahmen ergriffen, um die Kostenstruktur zu verbessern. Dazu zählte der Verkauf von Beteiligungen mit einem zu hohen Finanzierungsbedarf oder – in einem Fall – der Stopp der Finanzierung, der anschließend zur Insolvenz des Tochterunternehmens führte. Der Lohn der Bemühungen dürfte sich schon in den Zahlen für 2017 zeigen: Gemäß der letzten Unternehmensprognose soll der Verlust auf EBITDA-Basis auf -0,5 und -1,0 Mio. Euro eingedämmt worden sein. Einen großen Hebel dürften auch mögliche Synergien bieten, die nach dem dynamischen Akquisitionsprozess der letzten Jahre nun verstärkt gehoben werden sollen. Insgesamt sieht das Management gute Chancen für einen Break-even schon im laufenden Jahr.

Intercard mit Bewertungspotenzial

Eine Schlüsselrolle für die weitere Entwicklung kommt Intercard zu, der umsatzmäßig mit Abstand größten Beteiligung von Sandpiper. Das börsennotierte Unternehmen musste aufgrund von Projektverschiebungen eine Delle in der Wachstumsstory hinnehmen und ist in den ersten sechs Monaten 2017 sogar in die roten Zahlen gerutscht. Eine erfolgreiche

Neukundenakquise dürfte im zweiten Halbjahr aber schon wieder für eine Verbesserung gesorgt und einer Verlautbarung der Gesellschaft zufolge auf Sechsmonatsbasis ein deutlich positives operatives Ergebnis ermöglicht haben. Plangemäß stellt dies aber nur den Auftakt für eine dynamische Expansion in europäische Nachbarmärkte dar, auch weiter entfernte Märkte können zusammen mit Partnern adressiert werden. Darüber hinaus soll die Erweiterung des Leistungsspektrums, etwa um Payment-Funktionalitäten, für substanzielle Zusatzeinnahmen sorgen. Auch ist es vorgesehen, die Expansion mit Hilfe eines Lizenzmodells weiter voranzutreiben. Zeichnet sich ein Erfolg dieser Strategie ab, dürfte sich auch der Börsenkurs von Intercard erholen, der vom Anfang 2016 markierten Hoch bei 9,69 Euro auf aktuell 4,00 Euro gefallen ist. Der damit korrespondierende Börsenwert von 6,4 Mio. Euro ist allerdings wegen eines extrem illiquiden Handels kaum aussagekräftig und entspricht nur dem 0,4-fachen des geschätzten Jahresumsatzes. Sollte die Börsenstory von Intercard aber mit einem positiven Newsflow wieder Fahrt aufnehmen, würde sich das auch positiv auf Sandpiper auswirken.

Erweiterung der Geschäftsmodelle

Die Expansionsstrategie von Interac dürfte in ähnlicher Form auch von anderen Unternehmen der Gruppe angewendet werden. Gesellschaften wie Multicard, Playpass oder PAIR Solutions haben Plattformen entwickelt, die sich gut auf neue Märkte übertragen lassen. Dabei muss die Erschließung nicht immer in Eigenregie erfolgen. Lizenz- und White-Label-Modelle bieten zwar geringere Einnahmen, sind dafür aber sehr margenstark. Auch werden dadurch die hohen Risiken eines eigenen Markteintritts vermieden. Zudem sollen die einzelnen Beteiligungen bei der Durchdringung der bestehenden und der Erschließung neuer Märkte künftig enger zusammenarbeiten. Die Richtschnur dafür gibt das Konzept der Smart City vor, das u.a. deutliche Effizienzsteigerungen in den Städten durch eine intensivere Nutzung digitaler Technologien vorsieht. Das dürfte auch ein Zusammenwachsen verschiedener Insellösungen mit sich bringen. Da die Sandpiper-Töchter diverse Bereiche im Stadtleben adressieren (siehe Grafik auf der vorherigen Seite), bietet das Konzept gute Chancen für gemeinsame Angebo-



Chancen im Smart-City-Ökosystem; Quelle: Unternehmen

te. So ist beispielsweise eine Integration der Plattformen von Intercard, Multicard und PAIR vom Management angedacht.

Neues Finanzierungspotenzial

Die Marktposition der Gruppe und der einzelnen Beteiligungen dürfte auch künftig mit weiteren Zukäufen gestärkt werden. Der Buy-and-Build-Ansatz, bei dessen Umsetzung das Unternehmen von der großen Expertise und dem starken Track-record des Managements profitieren kann, zählt zu den Kernelementen der Strategie. Aufgrund der mittlerweile erreichten Größe des Portfolios bedingt dieser Ansatz

aber auch einen erhöhten Finanzierungsbedarf. Auf diese Situation reagiert der Großaktionär Mountain Partners mit dem Angebot eines Carve-outs. Auf diesem Weg sollen sich verschiedene finanzstarke strategische Aktionäre, die bislang nur bei Mountain Partners aktiv waren, nun auch bei Sandpiper engagieren. Die jüngste Meldung zum Verlauf der Maßnahme signalisiert, dass dieser Plan aufgehen könnte. Sandpiper erhält damit nicht nur Investoren, die künftige Expansionsschritte mittragen können, sondern auch einen größeren Free-Float, der sich positiv auf die Entwicklung der Aktie auswirken könnte.

DCF-Bewertung

Bewertungsverfahren: DCF des Konzerns

Als Technologieholding hält Sandpiper derzeit die Mehrheit an fünf Unternehmen und besitzt zwei wesentliche Minderheitsbeteiligungen. Die Gesellschaften wurden in den letzten Jahren erworben, haben ein eigenes Management und agieren so eigenständig, dass sie jederzeit von der Gruppe separierbar wären. Vor diesem Hintergrund würde sich eine Sum-of-the-parts-Bewertung der einzelnen Teilelemente des Konzerns anbieten. Wir glauben allerdings, dass das dem Bewertungspotenzial von Sandpiper nicht gerecht werden würde. Denn das Konzept der Technologieholding und die Strategie für die nächsten Jahre sehen gerade vor, umfangreiche Synergien zu heben, die Beteiligungen viel stärker zu verzahnen und das Leistungsangebot künftig gemeinschaftlich zu erweitern. Insbesondere die Nutzung der Chancen, die das Smart-City-Konzept bietet, dürfte eine intensive Zusammenarbeit nach sich ziehen. Auch bei der Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten dürften sich die Gesellschaften unterstützen. Aus unserer Sicht spricht das dafür, Sandpiper als integrierten Konzern zu bewerten, um die Synergien und das Cross-Selling-Potenzial adäquat abbilden zu können. Wir wählen daher ein DCF-Modell, das auf den konsolidierten Konzernzahlen aufbaut.

Entwicklung des Bestands als Modellkern

Die Entwicklung der gesamten Gruppe wird natürlich dennoch von der Performance der einzelnen Beteiligungen getrieben, auch wenn diese künftig im Portfolio stärker interdependent sein dürfte. Wir haben deswegen überschlägige Wachstumsannahmen für alle wesentlichen Einheiten getroffen und dabei sowohl den bisherigen Track-record als auch die Planungen des Managements berücksichtigt. Die Unternehmen bewegen sich in dynamischen Märkten, die von technologischen Innovationen geprägt sind und große Chancen bieten, aber auch mit dem Risiko verbunden sind, auf einen falschen Trend zu setzen und den Anschluss zu verlieren. Angesichts der Breite des Portfolios ist davon auszugehen, dass nicht

alle Gesellschaften unsere Wachstumsannahmen erreichen werden. Andererseits besteht angesichts der großen Marktchancen auch die Möglichkeit, dass die eigenen Ziele noch übertroffen werden. Durch den Diversifikationseffekt innerhalb des Portfolios sollte sich dies tendenziell ausgleichen – was ebenfalls dafür spricht, die Bewertung auf Basis eines integrierten Konzerns vorzunehmen. Weitere Zukäufe im Rahmen der Buy-and-Build-Strategie sind fest eingeplant. Da deren Daten im Vorfeld nicht seriös abschätzbar sind, verzichten wir auf eine hypothetische Berücksichtigung von Zukäufen. Deren Effekte auf den Unternehmenswert von Sandpiper stellen somit ein weiteres Upside-Potenzial außerhalb unseres Modells dar.

Intercard dürfte Delle schnell überwinden

Von gehobener Bedeutung für die Entwicklung der gesamten Gruppe ist das künftige Wachstum von Intercard, da die Tochter aktuell einen Großteil der Konzern Erlöse erwirtschaftet. Wir gehen davon aus, dass die jüngste Delle im Expansionspfad der Gesellschaft nicht dauerhaft ist. Sowohl die Intensivierung des Vertriebs in den Kernmärkten und angrenzenden Ländern als auch der Ausbau des Geschäftsmodells versprechen spürbare Wachstumsimpulse. Wir sehen gute Erfolgchancen für White-Label-Angebote außerhalb der Kernregionen, im Erfolgsfall würde dieses Modell Intercard eine Blaupause für die geographische Expansion bieten. Im laufenden Jahr dürfte zunächst der Mehrheitserwerb an Polyright für einen Umsatzsprung sorgen. Im Anschluss trauen wir dem Unternehmen ein CAGR von 10 Prozent zu, die EBITDA-Zielmarge taxieren wir auf 14 Prozent.

Multicard und PAIR mit hohem Wachstum

Noch höheres Wachstumspotenzial dürfte Multicard aufgrund seiner hohen Innovationskraft aufweisen. In den letzten Jahren hat das Kerngeschäft unter großen Referenzprojekten etwas gelitten, aber von

dem niedrigen Niveau aus rechnen wir mittelfristig wieder mit einem starken Wachstum (CAGR ab 2019: 30 Prozent, EBITDA-Zielmarge 20 Prozent). Wachstumsstark dürfte sich auch PAIR Solutions präsentieren, was aber auch an der niedrigen Basis liegt. Im Verbund sehen wir eine gute Ausgangslage für eine stärkere Marktdurchdringung, die zunächst zu einem durchschnittlichen Wachstum von 30 Prozent führen dürfte, das wir ab 2023 sukzessive abflachen lassen. Perspektivisch trauen wir dem Unternehmen eine operative Rendite von 10 Prozent zu.

IDpendant und Ergonomics: Skalierung anspruchsvoll

Die Skalierung des Wachstums von IDpendant und Ergonomics ist etwas anspruchsvoller. Das Geschäft ist vergleichsweise personalintensiv und benötigt für den weiteren Ausbau zusätzliche IT-Spezialisten. Wir kalkulieren bei IDpendant daher etwas vorsichtiger und lassen die Erlöse um 7 Prozent p.a. wachsen. Dem Dienstleistungsgeschäft von Ergonomics trauen wir pauschal eine durchschnittliche Steigerungsrate von 5 Prozent zu. Mit der Tochter e24 hat der Security-Spezialist aber auch ein sehr gut skalierbares Plattformgeschäft aufgebaut. Dessen Erlöse sollten deutlich überproportional zulegen, was auch zu einer höheren Dynamik von Ergonomics insgesamt führt. Wegen des steigenden Anteils des Plattformgeschäfts taxieren wir die Zielmarge der Schweizer auf 12 Prozent, IDpendant sehen wir bei 8 Prozent.

Playpass als veräußerbares Asset

Von den Minderheitsbeteiligungen hat vor allem Playpass eine große Bedeutung für den Unternehmenswert. Seit der Gründung konnte das Unternehmen die Erlöse stark steigern, und auch für die nächsten Jahre ist eine dynamische Expansion vorgesehen. Die Gesellschaft hat schon jetzt den Personalbestand deutlich aufgestockt und die internationale Präsenz ausgebaut. Wir kalkulieren für sie zunächst mit Wachstumsraten von 50 Prozent, die wir im Zeitablauf bis auf 10 Prozent am Ende des Detailprognosezeitraums abschmelzen lassen. Wir trauen Playpass eine operative Zielmarge von 15 Prozent zu. Als Minderheitsbeteiligung wird die Gesellschaft

nicht konsolidiert, wir weichen hier von der Systematik eines integrierten Konzerns ab und bewerten die Gesellschaft separat als eigenständig veräußerbares Asset mit einem eigenen überschlägigen DCF-Modell. Aus den skizzierten Annahmen resultiert ein Playpass-Potenzialwert von 26,1 Mio. Euro im Fall einer erfolgreichen Umsetzung der Expansionsstrategie, so dass wir den Anteil von Sandpiper mit 9,0 Mio. Euro bewerten, was wir dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen des Konzerns zuschlagen. SmartLoyalty ist demgegenüber von untergeordneter Bedeutung. Aufgrund der hohen Profitabilität unterstellen wir von der Minderheitsbeteiligung leicht ansteigende Beteiligungserträge.

Margenentwicklung im Konzern

Die skizzierte Entwicklung haben wir in der Konzern-GuV nachvollzogen. Wie beschrieben, gehen wir davon aus, dass nicht alle Beteiligungen ihre Pläne erfüllen werden, dass aber die Diversifikation im Portfolio für einen Ausgleich sorgt. Für 2018 hat das Management in Aussicht gestellt, aus dem Bestand heraus den Break-even auf EBITDA-Basis zu erreichen. Wir folgen dieser Prognose in unserem Modell mit einem kleinen Überschuss von 0,4 Mio. Euro (Marge 1,4 Prozent), während das EBIT mit -0,6 Mio. Euro noch leicht negativ ausfällt. Aufbauend auf dieser Ausgangslage rechnen wir in den Folgejahren mit einem deutlichen Margenanstieg. Da die Beteiligungen von Sandpiper in ihren adressierten Marktnischen bereits Plattformen etabliert haben, dürften zusätzliche Einnahmen durch die Integration von weiteren Leistungen oder die Ausdehnung auf neue Märkte höhere Deckungsbeiträge liefern. Auch das Cross-Selling innerhalb der Gruppe auf Basis verschiedener Kundengruppen, Absatzregionen und Vertriebskanäle sowie das Up-Selling mit neuen Services und Dienstleistungen verspricht wegen des erleichterten Vertriebs Aufwärtspotenzial für die Margen. Und nicht zuletzt wird da, wo es aussichtsreich erscheint, das Wachstumsmodell der Beteiligungen in Richtung margenstarker Lizenz- und White-Label-Angebote verschoben.

Ziel-EBIT-Marge 10,1 Prozent

Auf Basis dieser Grundannahmen sehen wir für 2019 Potenzial für eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf 2,9 Prozent und für den Break-even auf EBIT-Basis (Marge 0,2 Prozent). Im Anschluss lassen wir die Rendite kontinuierlich bis zum Zielwert von 12,5 Prozent beim EBITDA und 10,1 Prozent beim EBIT gegen Ende des Detailprognosezeitraums ansteigen. Diese deutliche Verbesserung zum Status quo basiert insbesondere auf der Annahme, dass es den Beteiligungen gelingt, margenstarke Lizenz- und White-Label-Modelle zu etablieren. Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierenden Daten des Detailprognosezeitraums von 2018 bis 2025, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum nehmen wir zur Ermittlung des Terminal Value einen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge

von 10 Prozent vor. Das „ewige“ Cashflow-Wachstum taxieren wir auf 1 Prozent p.a.

Verwässerung einkalkuliert

Um die Expansionsstrategie umzusetzen, benötigt Sandpiper zusätzliches Kapital. Aktuell sind die Bilanzrelationen des Konzerns noch schwach und die Liquidität für größere Wachstumsinvestitionen zu gering. Im Rahmen unseres Finanzierungsmodells gehen wir davon aus, dass das neu geschaffene genehmigte Kapital in Höhe von 1,1 Mio. Schweizer Franken zur Hälfte ausgeschöpft wird. Das entspricht einer Emission von 55 Mio. Aktien, was zum aktuellen Kurs des Carve-out einer Einnahme von 9,9 Mio. Euro entsprechen würde (was wir bilanziell auf hypothetischer Basis im Jahr 2018 komplett verarbeitet haben). Angesichts der zu erwartenden Verbesserung der operativen Profitabilität dürfte dieses Volumen für die organische Entwicklung ausreichen.

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
InterCard	16,8	18,4	20,3	22,3	24,5	27,0	29,7	32,6
Ergonomics	7,3	7,8	8,4	9,2	10,1	11,2	12,3	13,6
IDpendant	4,5	4,8	5,2	5,5	5,9	6,3	6,8	7,2
Multicard	2,0	2,8	3,9	5,5	7,7	10,0	12,0	13,8
PAIR Solutions	0,55	0,72	0,93	1,21	1,57	1,96	2,36	2,83
Umsatzerlöse	31,1	34,6	38,7	43,7	49,8	56,5	63,1	70,1
Umsatzwachstum		11,1%	12,0%	12,9%	13,9%	13,4%	11,8%	11,0%
EBIT-Marge	-2,0%	0,2%	1,6%	3,2%	5,0%	6,8%	8,4%	10,1%
EBIT	-0,6	0,1	0,6	1,4	2,5	3,9	5,3	7,1
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	1,8	2,3
NOPAT	-0,6	0,1	0,6	1,4	2,5	3,9	3,6	4,7
+ Abschreibungen & Amortisation	1,1	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	0,8	1,4	2,2	3,1	4,4	5,9	5,8	7,1
- Zunahme Net Working Capital	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
- Investitionen AV	-1,4	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9
Free Cashflow	-1,4	-0,9	-0,1	0,9	2,1	3,7	3,8	5,2

SMC-Schätzmodell

Weitere größere Akquisitionen würden zusätzlichen Bedarf nach sich ziehen, diese haben wir aber noch nicht eingeplant.

Diskontierungszins 5,4 Prozent

Da Sandpiper den Großteil der Erlöse in Deutschland erwirtschaftet, die Mehrheit der Töchter hier ihren Sitz hat und die Aktie u.a. auch in Frankfurt notiert, orientieren wir uns bei der Ermittlung des angemessenen Diskontierungssatzes am deutschen Kapitalmarkt. Den aus den Modellprämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristigen Mittelwert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisiko prämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem für eine Technologieholding angemessenem Beta von 1,4 und einem Ziel-FK-Anteil von 70 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 5,4 Prozent.

Kursziel: 0,26 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 5,4 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 69 Mio. Euro. Das entspricht auf voll verwässerter Basis 0,259 Euro je Aktie, woraus wir ein Kursziel von 0,26 Euro ableiten. Auf dieser Basis sehen wir aktuell ein Kurspotenzial von mehr als 100 Prozent.

Hoher Wert des Kundenbestands

Dass diese Wertableitung trotz des hohen Kurspotenzials vergleichsweise konservativ sein könnte, verdeutlicht auch eine Modellrechnung des Unternehmens zum Wert des Kundenbestands. Bewertet man demgemäß allein die 1,5 Mio. Kunden von Intercard und Polyright mit den Customer Acquisition Cost,

die notwendig wären, um diesen Bestand neu aufzubauen, erhält man ein Vielfaches der aktuellen Marktkapitalisierung. Schon aus dem unteren Ende üblichen CAC-Spanne von 100 bis 300 US-Dollar je Kunde resultiert ein hypothetischer Assetwert von 150 Mio. US-Dollar. Eine ähnliche Rechnung ergibt sich auch, wenn man die niedrigen CAC der Kunden in Relation zum Lifetime-Value setzt, der dank lang laufender Verträge oft um ein Vielfaches höher ausfallen dürfte.

Hohes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Das Portfolio des Unternehmens ist noch jung, im letzten Jahr wurde ein erster Konsolidierungsprozess angestoßen. Zusammen mit verschiedenen Maßnahmen zur Steigerung von Effizienz und Wachstum soll das die Gesellschaft auf einen profitablen Expansionspfad bringen. Ob die Strategie erfolgreich sein wird, ist aktuell noch mit einer erhöhten Unsicherheit behaftet. Zudem resultiert der Unternehmenswert zu einem großen Teil aus dem Terminal Value. Vor diesem Hintergrund sehen wir ein hohes Prognoserisiko und vergeben dafür 5 Punkte.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
4,4%	0,47	0,39	0,34	0,31	0,28
4,9%	0,38	0,33	0,30	0,27	0,25
5,4%	0,32	0,29	0,26	0,24	0,22
5,9%	0,28	0,25	0,23	0,21	0,20
6,4%	0,24	0,22	0,21	0,19	0,18

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 4,4 und 6,4 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 0,18 und 0,47 Euro. Auch im restriktivsten Fall sehen wir damit ein deutliches Wertsteigerungspotenzial.

Fazit

Die Technologieholding Sandpiper Digital Payments hat in den letzten Jahren ein attraktives Portfolio von Unternehmen aufgebaut, die wachstumsstarke Märkte wie digitale Zahlungs- und Authentifizierungslösungen oder IT-Sicherheit adressieren. Der Fokus liegt dabei insbesondere auf geschlossenen Zahlungssystemen mit einem abgegrenzten Nutzerkreis. Diese sind kleinteiliger als offene Lösungen, bieten aber auch substantielle Vorteile. So kommen oftmals kundenindividuell zugeschnittene Systeme zum Einsatz, die mit hohen Datenschutzerfordernissen und oft auch mit langen Vertragslaufzeiten verbunden sind. Das sorgt für hohe Markteintrittsbarrieren. In dem Teilmarkt für geschlossene Zahlungssysteme gibt es zahlreiche Nischen, in denen sich die Beteiligungen von Sandpiper eine führende Position erarbeiten konnten. Da im Vertrieb oftmals Multiplikatoren wie Behörden, Verbände oder große Partner adressiert werden können, sind die Customer Acquisition Cost in der Gruppe relativ gering. Bei den im Markt etablierten Lösungen handelt es sich oftmals um Plattformen, die ein erhebliches Skalierungspotenzial aufweisen.

Noch konnte Sandpiper dieses Potenzial nicht vollständig realisieren, da der Fokus zunächst auf einer schnellen Expansion lag. Im letzten Jahr wurde dann eine Konsolidierungsphase eingeleitet. Im Rahmen dessen wurden Konzepte mit zu hohem Finanzierungsbedarf verkauft oder eingestellt und zahlreiche Maßnahmen eingeleitet, um die Profitabilität deutlich zu steigern. In 2017 dürfte der operative Konzernverlust schon spürbar, auf -1,0 bis -0,5 Mio. Euro, gesunken sein und im laufenden Jahr soll der operative Break-even gelingen.

Der Fokus liegt nun auf profitabilem Wachstum. Im Portfolio besteht erhebliches Potenzial für das margenstarke Cross-Selling von Leistungen sowie das Up-Selling von zusätzlichen Services und Dienstleis-

tungen. Wir sehen daher gute Chancen für einen deutlichen Margenanstieg im Konzern. Auf Basis etablierter Plattformen liefern zusätzliche Einnahmen hohe Deckungsbeiträge und die angestrebte Etablierung von Lizenz- und White-Label-Modellen dürfte im Erfolgsfall hohe Renditen ermöglichen. Das Zukunftsmodell der Smart City mit einer stärkeren Integration von Insellösungen bietet zudem perspektivisch die Chance für gemeinsame Lösungen und Angebote der Töchter. Von hoher Bedeutung für den Markt wird auch die Blockchain-Technologie sein, auch hier bearbeiten die Beteiligungen von Sandpiper schon aussichtsreiche Projekte.

Zwar dürften künftig nicht alle Beteiligungen die Erwartungen erfüllen, im Portfolio ist aber mit einem ausgleichenden Diversifikationseffekt zu rechnen. Trotzdem ist es für Sandpiper von gehobener Bedeutung, dass die mit Abstand größte Tochter Intercard nach einer Delle im Expansionspfad im ersten Halbjahr 2017 schnell auf einen profitablen Wachstumskurs zurückfindet. Das Unternehmen verfügt noch über erhebliches Potenzial, vor allem durch geographische Expansion, und will dieses auch unter Zuhilfenahme eines Partnermodells schneller nutzen.

Wir gehen davon aus, dass die Wende bei Intercard gelingt und haben auch für das gesamte Portfolio eine in Summe positive Entwicklung modelliert, die wir aufgrund der guten Ausgangsbasis und der attraktiven Zielmärkte als wahrscheinlich erachten. Daraus resultiert ein fairer Wert von 0,26 Euro je Aktie, der mehr als 100 Prozent über dem aktuellen Kurs liegt, obwohl wir bereits eine hälftige Ausschöpfung des genehmigten Kapitals und damit eine Verwässerung um rund 25 Prozent unterstellt haben. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich ein, was in Verbindung mit dem hohen Kurspotenzial zum Urteil „Speculative Buy“ führt.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
AKTIVA									
I. AV Summe	4,8	5,2	5,9	6,5	7,1	7,7	8,2	8,5	8,7
1. Immat. VG	3,1	3,6	4,0	4,3	4,6	4,8	5,1	5,3	5,6
2. Sachanlagen	1,2	1,1	1,4	1,8	2,1	2,4	2,6	2,6	2,6
II. UV Summe	9,6	19,8	20,4	22,4	23,6	26,6	30,1	34,6	39,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	-1,2	7,6	7,1	7,1	7,7	9,2	10,9	13,3	16,4
II. Rückstellungen	1,9	2,3	2,7	3,1	3,6	4,1	4,7	5,3	6,0
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	5,8	7,0	7,7	8,8	8,9	9,6	10,3	10,9	11,5
2. Kurzfristiges FK	8,5	8,7	9,6	10,7	11,2	12,1	13,2	14,2	15,4
BILANZSUMME	15,1	25,7	27,1	29,7	31,4	35,0	39,0	43,7	49,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	30,1	31,1	34,6	38,7	43,7	49,8	56,5	63,1	70,1
Gesamtleistung	30,1	31,1	34,6	38,7	43,7	49,8	56,5	63,1	70,1
Rohertrag	19,1	20,0	22,4	25,3	28,7	33,0	37,7	42,4	47,4
EBITDA	-1,0	0,4	1,0	1,7	2,7	3,9	5,4	6,9	8,8
EBIT	-2,2	-0,6	0,1	0,6	1,4	2,5	3,9	5,3	7,1
EBT	12,9	-1,0	-0,3	0,3	1,0	2,2	3,6	5,1	6,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	12,8	-1,1	-0,5	0,0	0,6	1,4	2,4	3,4	4,6
JÜ	13,0	-1,0	-0,4	0,0	0,5	1,2	2,0	2,9	3,9
EPS (Cent)	4,88	-0,36	-0,15	0,00	0,20	0,46	0,76	1,10	1,48

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	-4,4	-0,5	0,2	1,0	1,9	3,0	4,2	5,6	7,0
CF aus Investition	-1,0	-1,4	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9
CF Finanzierung	3,9	11,0	1,2	1,8	0,2	1,1	0,5	0,0	-0,5
Liquidität Jahresanfa.	2,0	0,5	9,6	9,4	10,4	10,7	12,9	15,6	19,4
Liquidität Jahresende	0,5	9,6	9,4	10,4	10,7	12,9	15,6	19,4	24,0

Kennzahlen

Prozent	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	4,0%	3,4%	11,1%	12,0%	12,9%	13,9%	13,4%	11,8%	11,0%
Rohertragsmarge	63,5%	64,3%	64,8%	65,3%	65,7%	66,2%	66,7%	67,2%	67,7%
EBITDA-Marge	-3,3%	1,4%	2,9%	4,5%	6,1%	7,8%	9,5%	11,0%	12,5%
EBIT-Marge	-7,2%	-2,0%	0,2%	1,6%	3,2%	5,0%	6,8%	8,4%	10,1%
EBT-Marge	43,0%	-3,1%	-0,8%	0,7%	2,4%	4,3%	6,3%	8,2%	9,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	43,3%	-3,1%	-1,2%	0,0%	1,2%	2,5%	3,6%	4,6%	5,6%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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.

I) 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), 4)

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: Dr. Adam Jakubowski

Die vorliegende Analyse wurde am 14.03.2018 um 9.30 Uhr fertiggestellt und am 14.03.2018 um 10.30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurservartung 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.
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.

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
-	-	-	-

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update und zwei Research-Comments

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.