

13. September 2018
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Sandpiper Digital Payments AG

Optimistischer Blick nach vorn

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 0,13 Euro | Kursziel: 0,23 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	St. Gallen
Branche:	Payment, IT-Security
Mitarbeiter:	ca. 200 (Gruppe)
Rechnungslegung:	Swiss GAAP FER
ISIN:	CH0033050961
Kurs:	0,13 Euro
Marktsegment:	Regulated Market Bern Open Market Frankfurt
Aktienzahl:	211,7 Mio. Stück
Market Cap:	27,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	38,9 Mio. Euro
Free-Float:	46 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	0,19 / 0,03 Euro
Ø Umsatz (12 M Bern):	11,5 Tsd. Euro

Im letzten Jahr hat das Unternehmen die Aktivitäten restrukturiert und sich im Zuge dessen u.a. von der Mehrheit an Sandpiper Asia und vorübergehend auch von der an Polyright getrennt. Die damit einhergehenden Konsolidierungseffekte waren maßgeblich verantwortlich für den Umsatzrückgang von 20,8 Prozent auf 12,7 Mio. Euro in den ersten sechs Monaten 2018. Trotz deutlicher Fortschritte bei der Optimierung der Kostenstruktur hat die Gruppe dabei mit einem EBIT von -1,0 Mio. Euro noch defizitär gewirtschaftet. Schon im zweiten Halbjahr dürfte die grundsätzlich positive Entwicklung des Konzerns stärker in den Zahlen sichtbar werden. Die Beteiligungen arbeiten an der Hebung von Synergien, etwa im Einkauf oder der IT, und intensivieren in enger Zusammenarbeit den Vertrieb. Da oftmals ähnliche Märkte bedient werden, können Produkte und Leistungen zu größeren Systemlösungen gebündelt werden. Insbesondere im Hinblick auf den dynamischen Trend „Smart City“, der für die zunehmende Digitalisierung der Kommunen in Bereichen wie Mobilität, Zugangskontrolle oder Zahlungsabwicklung mit übergreifenden Systemen steht, ist Sandpiper gut positioniert. Die Beteiligungen nehmen aktuell bereits an mehreren Ausschreibungen teil, und es ist ein zunehmender Auftragseingang aus diesem Bereich zu erwarten.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	18,3	28,9	30,5	28,5	34,1	37,9
EBIT (Mio. Euro)	-3,4	-5,9	-1,2	-1,1	0,0	0,4
Jahresüberschuss	-4,0	-8,3	6,3	-1,5	-0,7	-0,2
EpS (Eurocent)	-2,00	-4,00	3,00	-0,57	-0,27	-0,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum		58,0%	5,4%	-6,7%	19,7%	11,4%
Gewinnwachstum		-	-	-	-	-
KUV	1,50	0,95	0,90	0,97	0,81	0,73
KGV	-	-	4,4	-	-	-
KCF	-	-	-	-	765,3	37,7
EV / EBIT	-	-	-	-	1.033,3	104,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Konzernumsatz rückläufig

Der Umsatz der Sandpiper-Gruppe ist im ersten Halbjahr 2018 um 20,8 Prozent auf 12,7 Mio. Euro gesunken. Der Rückgang ist zu einem großen Teil auf Änderungen im Konsolidierungskreis zurückzuführen. Die Gesellschaft Polyright, von der die Holding zuvor sämtliche Anteile gehalten hatte, wurde im Juli 2017 im Rahmen eines MBO veräußert, wobei sich die Sandpiper-Beteiligung Intercard im Nachgang einen Anteil von 29,4 Prozent gesichert sowie eine Wandelanleihe, die bis 2021 eine Aufstockung auf 52 Prozent ermöglicht, gezeichnet hat. Wegen der aktuell nur noch bestehenden Minderheitsbeteiligung wurde Polyright entkonsolidiert, ebenso wie Sandpiper Digital Payments Asia nach einer Reduktion des Anteils von 100 auf 15 Prozent ebenfalls im Juli letzten Jahres. Im Vorjahr entfiel auf diese Unternehmen noch ein Umsatzanteil von ca. 2,5 Mio. Euro. Bereinigt um diesen Effekt sind die Erlöse von Sandpiper im ersten Halbjahr nur um 0,8 Mio. Euro gesunken.

Geschäftszahlen	HJ 17	HJ 18	Änderung
Umsatz	16,04	12,70	-20,8%
EBITDA	-0,06	-0,36	-
EBIT	-0,68	-0,99	-
Nettoergebnis	5,49	-1,10	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

Intercard legt zu

Für diesen Rückgang ist vor allem eine Verzögerung bei einem Großprojekt von Ergonomics verantwortlich, dessen Abschluss sich verschoben hat, weshalb die Kapazitäten nicht für andere Aktivitäten zur Verfügung standen. Aus der regionalen Umsatzentwicklung ist zudem ablesbar, dass die Erlöse in den Niederlanden von 0,96 auf 0,8 Mio. Euro gesunken sind. Dafür ist die Tochter Multicard Nederland verantwortlich, die sich auf das Kerngeschäft fokussiert und Randaktivitäten aufgegeben hat, was zu den Umsatzeinbußen führte. Die größte Sandpiper-Tochter Intercard konnte die Erlöse hingegen deutlich, um 11,1 Prozent auf 6,9 Mio. Euro steigern. Damit ist das Un-

ternehmen nach einem schwachen Vorjahr auf den Expansionspfad zurückgekehrt.

Fortschritte in der Kostenstruktur

Das deutliche Umsatzwachstum konnte Intercard auch in eine signifikante Ergebnisverbesserung ummünzen: EBITDA und EBIT drehten in den ersten sechs Monaten von -35 auf 344 Tsd. Euro bzw. von -322 auf 52 Tsd. Euro jeweils in den positiven Bereich. Auch auf der Gruppenebene konnte Sandpiper Fortschritte in der Anpassung der Kostenstruktur erreichen, die durch andere Effekte allerdings noch verdeckt werden. Allein in der Holding betragen die erreichten Einsparungen nach Unternehmensangaben rund 1 Mio. Euro, weitere Anpassungsmaßnahmen gab es darüber hinaus bei den Töchtern. Zusammen mit der Portfoliooptimierung führte das dazu, dass der Personalaufwand (-26,4 Prozent auf 6,0 Mio. Euro) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (-22,1 Prozent auf 2,0 Mio. Euro) stärker zurückgegangen sind als der Umsatz (-20,8 Prozent). Von den wichtigsten Kostenpositionen blieb nur die Kontraktion des Materialaufwands (-3,3 Prozent auf 5,5 Mio. Euro) unterdurchschnittlich. Das ist vor allem darauf zurückzuführen, dass mit Polyright eine Gesellschaft mit einer hohen Bruttomarge entkonsolidiert wurde und dass bei dem Unternehmen, dessen Kapazitäten durch das Großprojekt gebunden waren, Projekterlöse mit relativ niedrigem Materialaufwand nicht realisiert werden konnten. In Summe dieser Effekte musste Sandpiper für das erste Halbjahr ein negatives EBIT von -0,99 Mio. Euro ausweisen, gegenüber -0,68 Mio. Euro im ersten Halbjahr 2017.

Hebung von Synergien

Die Hebung von Synergien in der Gruppe sollte den grundsätzlich positiven Trend, der durch Sondereffekte noch überlagert wurde, weiter verstärken. Für eine intensivere Zusammenarbeit der Tochtergesellschaften gibt es zahlreiche Möglichkeiten, die nun peu à peu realisiert werden. Zu den Projekten zählen beispielsweise eine gemeinsame Nutzung von IT und Technologie sowie eine stärkere Koordination und

Bündelung des Bedarfs im Einkauf. Während die Gesellschaften in der Vergangenheit meist unabhängig voneinander disponiert haben, wird nun geprüft, welche Produkte und Leistungen aus der Gruppe selbst bezogen werden können. Neben dieser internen Optimierung richtet sich der gemeinsame Blick aber auch nach außen. In vielen Fällen agieren die Töchter in ähnlichen Märkten, etwa im Hinblick auf den Kundenkreis oder die genutzte Technologie. Daher werden Marketing und Vertrieb nun stärker aufeinander abgestimmt und gegebenenfalls auch gemeinsame Angebote erstellt.

Fokus: Smart-City-Projekte

Von besonderer Bedeutung ist diese Vorgehensweise hinsichtlich der zentralen strategischen Fokussierung der Gruppe auf Smart-City-Projekte. Dabei handelt es um die Einführung neuer digitaler Systeme in Kommunen, die deutliche Effizienzverbesserungen bringen und bisherige Insellösungen ersetzen. Ansatzpunkte dafür gibt es viele, etwa in den Bereichen Personentransport, Verkehrssteuerung, Zugangskontrolle oder Zahlungsabwicklung. Da mehrere Unternehmen aus der Gruppe diesen Markt mit innovativen Lösungen adressieren, die in der Praxis bereits im Einsatz sind, sieht sich Sandpiper als Vorreiter und baut nun den gemeinsamen Vertrieb aus. Für Ausschreibungen von Kommunen können verschiedene Pakete auf Basis der Produkte und Leistungen der einzelnen Töchter geschnürt werden, wobei ein Kernteam mit Personen aus mehreren Gesellschaften immer involviert ist und den Prozess steuert. Aktuell laufen bereits verschiedene Ausschreibungen, für die sich Sandpiper gut positioniert sieht.

Board gestärkt

Eine Schlüsselrolle in der operativen Koordination hat der Managing Director von Sandpiper, Frank Steigberger. Bezüglich der strategischen Weiterentwicklung der Gruppe kommt aber auch dem Verwaltungsrat eine wichtige Funktion zu. Dieser konnte im Rahmen der diesjährigen Hauptversammlung mit mehreren erfahrenen Persönlichkeiten gestärkt werden, die die Expansion der Gruppe künftig unterstützen sollen. Neben dem erfolgreichen Entrepreneur Dr. Cornelius Boersch, der nach wie vor als Präsident des

Boards fungiert, ist Franz Herrlein nun der neue Vizepräsident. Herr Herrlein verfügt aus Top-Positionen u.a. bei Boston Consulting, Bain & Company, Unicredit und der Deutschen Bank über eine umfangreiche Expertise in der in der Beratungs- und Finanzindustrie. Ebenfalls in diesen Branchen verwurzelt ist das neue Verwaltungsratsmitglied Steffen Seeger, der u.a. die FIDOR Bank gegründet hat und bis zum Verkauf an die französische Bankengruppe BPCE als CFO agierte. Dritter Neuling im Verwaltungsrat ist Dieter Fröhlich, der in seiner Historie mit MultiVision und VisionOne u.a. zwei große SAP-Beratungsgesellschaften aufgebaut hat.

Positiver Ausblick

Auf dieser Basis blickt Sandpiper aktuell optimistisch in die Zukunft. Die zahlreichen Initiativen zur Hebung von Synergien und im Vertrieb dürften sukzessive ihre positive Wirkung entfalten. Schon im zweiten Halbjahr ist mit einer weiteren Verbesserung der Kostensituation zu rechnen. Zudem hat die Tochter Intercard, die für die Gruppe von gehobener Bedeutung ist, ihren positiven Ausblick bestätigt. Dank eines saisonal traditionell stärkeren zweiten Halbjahrs soll der Zielumsatz von 15 Mio. Euro im laufenden Jahr erreicht werden, was mit Erlösen von ca. 8,1 Mio. Euro im Zeitraum Juli bis Dezember einhergehen würde. Damit dürfte in dieser Periode nach unserer Einschätzung auch das Ergebnis der ersten sechs Monate übertroffen werden. Um den Wachstumsprozess zu unterstützen, hat das Unternehmen im Juli eine Kapitalerhöhung mit einem Volumen von 378 Tsd. Euro durchgeführt, an der sich Sandpiper entsprechend des Anteils beteiligt hat. Weiteres externes Wachstum könnte Intercard zudem mit der Übernahme der Mehrheit an Polyright generieren.

Ergonomics mit neuem Produkt

Das zweitgrößte Unternehmen der Gruppe, Ergonomics, dürfte nach einer Erlösdelle im ersten Halbjahr 2018 auch wieder zulegen. Aus einem abgeschlossenen Projekt generiert das Unternehmen nun über mehrere Jahre wiederkehrende hochmargige Erlöse. Zudem ist aus dem Projekt ein neues Softwareprodukt hervorgegangen, das nun weiter vermarktet werden kann. Gestärkt wurde zudem die Ergonomics-Toch-

ter e24, die mit der OPS360 GmbH einen Investor gewinnen konnte, der 20 Prozent der Anteile übernommen hat. OPS360 ist ein Spezialist für Parkplatz-Überwachungssysteme und wird künftig auch die Lösung von e24 einsetzen. Für die Sandpiper-Beteiligung Playpass wurde ebenfalls ein neuer Investor gewonnen, der das Kapital für die Fortsetzung des rasanten Wachstumskurses bereitgestellt hat. Der Anteil der Holding wurde im Zuge dessen von 34,6 auf ca. 28 Prozent verwässert, was wir in unserem Modell so berücksichtigt haben.

2018 unter den Erwartungen

Insgesamt macht Sandpiper aus unserer Sicht große Fortschritte. Diese sind aus den Zahlen für das erste Halbjahr noch nicht ablesbar, dürften sich aber in den Resultaten der nächsten Perioden mehr und mehr niederschlagen. Nachdem die Erlöse in den ersten sechs Monaten unsere Erwartungen etwas verfehlt haben,

haben wir die Erlösschätzung für das Gesamtjahr von 31,1 auf 28,5 Mio. Euro reduziert. Insbesondere die Schätzung für den 2018er Umsatz von Multicard Nederland und Ergonomics fällt nach dem Umsatzrückgang in den ersten sechs Monaten vorsichtiger aus. Bei Intercard haben wir die Konsolidierung von Polyright auf Anfang nächsten Jahres verschoben. Die gekürzte Erlösschätzung für den Konzern geht einher mit einem höheren EBIT-Verlust von -1,1 Mio. Euro (bislang -0,5 Mio. Euro). Die von uns unterstellte größere Kapitalerhöhung zur Forcierung des Wachstums haben wir ebenfalls in das nächste Jahr verschoben.

Deutliche Besserung ab 2019

Dann sollte sich dank der beschriebenen Initiativen zur Hebung von Synergien und zur Stimulierung des Wachstums eine deutliche Besserung des Zahlenwerks einstellen. Insbesondere den Smart-City-Trend sehen wir als entscheidenden Treiber, von dem die Sand-

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Intercard	15,0	18,4	20,3	22,3	24,5	27,0	29,7	32,6
Ergonomics	6,9	8,0	8,6	9,4	10,4	11,5	12,6	13,9
IDpendant	4,5	4,8	5,2	5,5	5,9	6,3	6,8	7,2
Multicard	1,5	2,1	2,9	4,1	5,8	7,5	9,0	10,3
PAIR Solutions	0,55	0,72	0,93	1,21	1,57	1,96	2,36	2,83
Umsatzerlöse	28,5	34,1	37,9	42,5	48,1	54,2	60,4	66,9
Umsatzwachstum	-6,7%	19,7%	11,4%	12,2%	13,1%	12,7%	11,4%	10,8%
EBIT-Marge	-4,0%	0,1%	1,0%	2,6%	4,4%	6,0%	7,6%	9,2%
EBIT	-1,1	0,0	0,4	1,1	2,1	3,3	4,6	6,2
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	1,5	2,0
NOPAT	-1,1	0,0	0,4	1,1	2,1	3,3	3,1	4,1
+ Abschreibungen & Amortisation	1,2	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	-0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	-0,3	1,3	1,7	2,6	3,7	5,0	5,0	6,2
- Zunahme Net Working Capital	-0,1	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
- Investitionen AV	0,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Free Cashflow	0,2	-0,9	-0,5	0,3	1,4	2,9	3,0	4,3

SMC-Schätzmodell

piper-Töchter stark profitieren sollten. Die Erfassung von Polyright sorgt zudem für externes Wachstum mit einem zusätzlichen Umsatzvolumen von 3 Mio. Euro. Intercard sehen wir damit bei dem bislang schon unterstellten Umsatz (18,4 Mio. Euro). Ergonomics dürfte dank der wiederkehrenden Erlöse aus dem abgeschlossenen Projekt und der Vermarktung der neuen Software für mindestens die nächsten vier Jahre auf Basis eines so abgesicherten Auftragsbestands die Marge erhöhen. Dies legt eine gute Basis für eine weitere Umsatzsteigerung über 2019 hinaus. Vorsichtiger bleibt hingegen für 2019 und darüber hinaus die Schätzung zu Multicard Nederland. An unserem Szenario einer kontinuierlichen Margensteigerung des Konzerns halten wir fest. Nach der Aktualisierung liegt die Ziel-EBIT-Marge in 2025 nun bei 9,2 Prozent (bislang: 10,3 Prozent). Eine Übersicht der aus diesen Annahmen resultierenden wichtigsten Cashflowkennzahlen im Detailprognosezeitraum findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow sind den Tabellen im Anhang zu entnehmen.

Rahmendaten unverändert

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

Kursziel: 0,23 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 60 Mio. Euro. Auf voll verwässerter Basis unter Berücksichtigung einer unterstellten Kapitalerhöhung und somit einer Aktienzahl von 266,7 Mio. Stück entspricht das einem fairen Wert von 0,227 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 0,23 Euro ableiten. Die Reduktion gegenüber unserem letzten Update (0,27 Euro) ist der Absenkung des Umsatzpfads und der daraus resultierenden geringeren Margenverbesserung geschuldet. Das Prognoserisiko sehen wir unverändert bei fünf von sechs möglichen Punkten.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 4,4 und 6,4 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 0,17 und 0,42 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
4,4%	0,42	0,35	0,31	0,27	0,25
4,9%	0,34	0,30	0,27	0,24	0,22
5,4%	0,29	0,26	0,23	0,21	0,20
5,9%	0,25	0,23	0,21	0,19	0,18
6,4%	0,22	0,20	0,19	0,18	0,17

Fazit

Die Halbjahresresultate von Sandpiper zeigen noch die Nachwirkungen der vorgenommenen Restrukturierung. Während der Umsatz vor allem aufgrund von Konsolidierungseffekten deutlich rückläufig war, lag er auf vergleichbarer Basis nur leicht unter dem Vorjahreswert. Die Kostenstrukturen wurden signifikant verbessert, auch wenn das operative Ergebnis noch im negativen Bereich liegt.

Mit der Restrukturierung und Fokussierung wurde eine gute Basis geschaffen, um künftig stetig zu wachsen und die Margen zu steigern. Die Unternehmen der Gruppe heben nun verstärkt Synergien und adressieren gemeinsam den aussichtsreichen Zukunftsmarkt Smart City. Die zunehmende Digitalisierung der Kommunen in Bereichen wie Mobilität, Zugangskontrolle oder Zahlungsabwicklung schafft eine hohe Nachfrage, und Sandpiper kann die Produkte der ver-

schiedenen Beteiligungen zu innovativen Systemlösungen verbinden. Wir gehen davon aus, dass die Gruppe in diesem Bereich über einen wachsenden Auftragseingang berichten wird.

Ab dem nächsten Jahr rechnen wir deswegen mit einem signifikanten organischen Wachstum des Konzerns, zudem sollte bereits 2019 der Break-even auf der Ebene des EBIT gelingen. Die Ausweitung der Erlöse mit gut skalierbaren Plattformen sollte perspektivisch die Marge deutlich in Richtung von 10 Prozent steigen lassen. Wir haben das in unserem Modell abgebildet und ein neues Kursziel von 0,23 Euro je Aktie ermittelt. Auf Basis eines unverändert hohen Kurspotenzials bleibt unser Urteil „Speculative Buy“, wobei der spekulative Charakter dem überdurchschnittlichen Prognoserisiko geschuldet ist.

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	10,7	8,9	9,6	10,2	10,9	11,6	12,2	12,7	13,0
1. Immat. VG	3,5	3,8	4,1	4,4	4,8	5,3	5,7	6,1	6,5
2. Sachanlagen	1,1	1,0	1,4	1,7	2,0	2,3	2,5	2,5	2,5
II. UV Summe	8,5	8,8	19,3	21,7	19,9	21,4	23,9	27,2	31,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	1,5	-0,7	8,5	8,4	8,6	9,6	11,0	12,9	15,5
II. Rückstellungen	1,3	0,9	1,2	1,5	1,9	2,2	2,6	3,1	3,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	7,8	8,0	8,8	10,5	9,1	9,4	9,8	10,4	10,9
2. Kurzfristiges FK	9,2	10,0	10,8	12,0	11,8	12,4	13,1	14,0	15,0
BILANZSUMME	19,7	18,2	29,4	32,5	31,4	33,6	36,6	40,4	44,9

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	30,5	28,5	34,1	37,9	42,5	48,1	54,2	60,4	66,9
Gesamtleistung	31,0	28,5	34,1	37,9	42,5	48,1	54,2	60,4	66,9
Rohertrag	18,7	16,7	20,6	23,1	26,4	30,3	34,7	39,3	44,5
EBITDA	0,4	0,1	1,0	1,4	2,3	3,3	4,6	6,0	7,7
EBIT	-1,2	-1,1	0,0	0,4	1,1	2,1	3,3	4,6	6,2
EBT	6,9	-1,5	-0,6	-0,3	0,4	1,5	2,7	4,1	5,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	6,8	-1,6	-0,6	-0,2	0,2	1,0	1,8	2,7	3,8
JÜ	6,3	-1,5	-0,7	-0,2	0,1	0,9	1,5	2,3	3,2
EPS (Eurocent)	3,00	-0,57	-0,27	-0,09	0,05	0,32	0,58	0,87	1,21

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	-3,9	-0,8	0,0	0,7	1,3	2,3	3,4	4,6	5,8
CF aus Investition	-0,9	0,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
CF Finanzierung	4,2	0,1	11,2	2,5	-2,1	0,3	0,2	0,0	-0,4
Liquidität Jahresanfa.	2,0	1,3	1,2	10,8	12,3	9,7	10,4	12,1	14,7
Liquidität Jahresende	1,3	1,2	10,8	12,3	9,7	10,4	12,1	14,7	18,2

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	5,4%	-6,7%	19,7%	11,4%	12,2%	13,1%	12,7%	11,4%	10,8%
Rohtragsmarge	61,5%	58,7%	60,5%	61,0%	62,0%	63,0%	64,0%	65,0%	66,5%
EBITDA-Marge	1,3%	0,2%	3,0%	3,8%	5,3%	6,9%	8,5%	10,0%	11,5%
EBIT-Marge	-4,0%	-4,0%	0,1%	1,0%	2,6%	4,4%	6,0%	7,6%	9,2%
EBT-Marge	22,6%	-5,3%	-1,7%	-0,7%	1,0%	3,1%	5,0%	6,8%	8,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	20,5%	-5,3%	-2,1%	-0,6%	0,3%	1,8%	2,9%	3,9%	4,8%

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.

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

Die vorliegende Analyse wurde am 13.09.2018 um 11:00 Uhr fertiggestellt und am 23.09.2018 um 11:10 Uhr veröffentlicht.

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

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

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

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

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

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

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

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

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

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

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und zwei 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.