

04. September 2015

Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research

bmp Holding AG

Umbau macht Fortschritte

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **0,70 Euro** | Kursziel: **1,45 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) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

bmp Holding: Neue Tochter gegründet



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	E-Commerce
Mitarbeiter:	31 (Konzern)
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0003304200
Kurs:	0,70 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	20,7 Mio. Stück
Market Cap:	14,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	15,7 Mio. Euro
Free-Float:	64,2 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	0,90 / 0,62 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	11,7 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015e
Umsatz (Mio. Euro)	1,03	0,09	7,03
EBIT (Mio. Euro)	1,14	-0,42	-1,51
Jahresüberschuss	1,32	-0,29	-1,16
EpS	0,07	-0,01	-0,06
Dividende je Aktie	-	-	-
Umsatzwachstum	-17,4%	-91,2%	7.600,0%
Gewinnwachstum	-	-	-
KUV	14,01	158,71	2,06
KGV	11,0	-	-
KCF	-	-	-
EV / EBIT	13,8	-	-
Dividendenrendite	-	-	-

Aktuelle Entwicklung

Für das erste Halbjahr hat bmp Holding erstmals Umsätze im neuen Kerngeschäft E-Commerce ausgewiesen. Die Mehrheitsbeteiligung sleepz (Anteil 52,73 Prozent) wurde über zwei Monate konsolidiert und steuerte 1 Mio. Euro zu den Konzernergebnissen bei. Bis zum Ende des Jahres rechnet das Management noch mit mindestens einer weiteren Übernahme, so dass für das Gesamtjahr ein Umsatz von 6 bis 8 Mio. Euro angepeilt wird. Erste Erlöse sollen auch von der im Juni neu gegründeten Tochter Grafenfels Manufaktur erzielt werden, die ein hochwertiges Matrazensortiment über einen eigenen Webshop und über die gängigen Vertriebsstrukturen anbietet.

Fortschritte gibt es auch beim Abbau der VC-Positionen aus dem vormaligen Kerngeschäft, im zweiten Quartal gelang der Verkauf der Anteile an Vertical TechMedia und E.T.H., zudem wurde die Heliocentris-Position weiter reduziert. Im Juli/August folgte schließlich der Ausstieg bei K2 über Blocktrades. Dieser Prozess dürfte sich fortsetzen und Liquidität für die Expansion liefern.

Fazit

Auf Basis einer aktuell noch sehr hohen Eigenkapitalquote von 84 % wird das Unternehmen zusätzliches Fremdkapital aufnehmen, um die Entwicklung zu beschleunigen. Wir rechnen mit weiteren Übernahmen und einem hohen Umsatzwachstum auch in 2016, das Management hat Erlöse von 25 bis 40 Mio. Euro angepeilt. Das Ergebnis wird noch von Anlaufverlusten geprägt sein. Mittelfristig wird eine EBITDA-Marge von 10 Prozent anvisiert, wenn eine führende Position im Zielmarkt erreicht werden kann. Nach einer Aktualisierung unseres Bewertungsmodells sehen wir den fairen Wert derzeit bei 1,45 Euro je Aktie, wir bekräftigen unser Urteil „Buy“.

Anhang I: Peer-Group-Bewertung

Peer-Group	MarketCap	U14	U15	U16	CAGR	KUV15	KUV16
Delticom	245,9	501,7	531,7	563,6	6,0%	0,5	0,4
Windeln.de	281,2	101,3	182,2	266,5	62,2%	1,5	1,1
Zalando	6.944,8	2214	2846,5	3484,6	25,5%	2,4	2,0
Zooplus	764,4	543,1	717,9	912,9	29,6%	1,1	0,8
Durchschnitt					30,8%	1,4	1,1
bmp*	14,5	5,2	16,5	35	159,4%	0,9	0,4
Fairer Wert zum ØKUV						22,7	37,8

*bmp: Als-ob-Konzernzahlen inkl. Akquisitionen; Quelle: Reuters, SMC-Research

Peer-Group

Unsere Peer-Group besteht unverändert aus den vier in Deutschland notierten E-Commerce-Konzernen Delticom, Windeln.de, Zalando und Zooplus. Die Bewertungsrelationen im Markt haben sich seit unserem Update im Mai verschoben. Die Konsens-Umsatzerwartungen sind seitdem gestiegen, die Börsenbewertung hat sich hingegen im Mittel ermäßigt. Dadurch hat sich das durchschnittlich erwartete KUV für 2015 von 1,7 auf 1,4 reduziert und für 2016 von 1,4 auf 1,1.

Als-ob-Zahlen als Bewertungsmaßstab

Aufgrund des aktuell verfolgten Buy-and-Build-Ansatzes ziehen wir für die bmp Holding weiterhin Als-ob-Konzern-Zahlen als Bewertungsmaßstab heran und planen für 2015 und 2016 jeweils eine weitere Akquisition in der Umsatz-Größenordnung von sleepz ein. Die daraus resultierenden Als-ob-Schätzungen für den Umsatz in diesem und im nächsten Jahr bleiben mit 16,5 resp. 35 Mio. Euro unverändert. Auf dieser Basis lässt sich mit dem KUV15 ein Wert von 22,7 Mio. Euro für das Kerngeschäft ableiten, das KUV16 induziert 37,8 Mio. Euro.

Kursziel 1,45 Euro

Wir stützen uns zur Kurszielermittlung weiter auf das KUV15, den höheren Wert sehen wir als potenzielles Upside. Den zusätzlichen Substanzwert resultierend aus dem Verkauf des VC-Portfolios abzüglich der Ausgaben für Zukäufe und sonstiger Kosten beziffern wir nun auf 7,5 Mio. Euro. Daraus resultiert ein fairer Wert für die bmp Holding von 30,2 Mio. Euro oder 1,46 Euro je Aktie, woraus wir das Kursziel 1,45 Euro ableiten. Die Reduktion gegenüber unserer Taxe vom Mai (1,70 Euro) ist den gesunkenen Bewertungsrelationen im Markt geschuldet.

Bewertung	2015	2016
Portfolioverkauf	18	
Zukäufe	-10	
Liquidität	1	
Nettofinanzposition	9	
Sonstige Kosten	-1,5	
Substanz	7,5	7,5
Sleepz (inkl. Zukäufe)	22,7*	37,8**
Wert bmp (Mio. Euro)	30,2	45,3
je Aktie (in Euro)	1,46	2,19

*Basis KUV15; **Basis KUV16; Schätzungen SMC-Research

Anhang II: Bilanz-, GUV- und Cashflow-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015
AKTIVA			
I. AV Summe	15,2	18,4	18,9
II. UV Summe	3,9	2,6	4,5
PASSIVA			
I. Eigenkapital	18,3	19,9	18,7
II. Rückstellungen	0,6	0,8	0,9
III. Fremdkapital	0,1	0,4	3,8
BILANZSUMME	19,1	21,1	23,4

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015
Umsatzerlöse	1,0	0,1	7,0
EBITDA	1,1	-0,4	-1,5
EBIT	1,1	-0,4	-1,5
JÜ	1,3	-0,3	-1,2
EPS	0,07	-0,01	-0,06

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015
CF operativ	-0,4	-0,8	-1,6
CF aus Investition	-2,3	-2,0	0,0
CF Finanzierung	-0,4	2,0	2,5
Liquidität Jahresanfang	4,0	0,8	0,0
Liquidität Jahresende	0,8	0,0	0,8

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.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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 zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers inhaltlich geändert
- 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 hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurs 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
28.05.2015	Buy	1,70 Euro	1), 3), 4), 7)
19.02.2015	Buy	1,27 Euro	1), 3), 4), 7)
17.11.2014	Strong Buy	1,27 Euro	1), 3), 4), 7)
08.09.2014	Strong Buy	1,23 Euro	1), 3), 4), 7)
20.05.2014	Strong Buy	1,18 Euro	1), 3), 7)
04.02.2014	Strong Buy	1,22 Euro	1), 3), 4), 7)
28.11.2013	Strong Buy	1,14 Euro	1), 3), 4), 7)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: eine Studie, drei 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.