

11. November 2015  
**Research Studie**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## **bmp Holding AG**

Positionierung in attraktivem Zielmarkt  
wird konsequent ausgebaut

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **0,601 Euro** | Kursziel: **1,55 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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

# Inhaltsverzeichnis

---

Snapshot.....	3
Executive Summary .....	4
SWOT-Analyse .....	5
Profil .....	6
Markt .....	8
Zahlen .....	10
Equity-Story .....	11
DCF-und Peer-Group-Bewertung .....	12
Fazit .....	15
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose .....	16
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	17
Impressum & Disclaimer.....	18

# Snapshot



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Berlin
<b>Branche:</b>	E-Commerce
<b>Mitarbeiter:</b>	50 (Konzern)
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0003304200
<b>Kurs:</b>	0,601 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienzahl:</b>	20,7 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	12,4 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	17,4 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	64,2 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	0,90 / 0,542 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	11,9 Tsd. Euro

## Kurzportrait

Seit der strategischen Neuausrichtung zu einer operativ tätigen Holding konzentriert sich bmp voll auf das neu definierte Kerngeschäft E-Commerce im Bereich Schlafwelten. In Rahmen dessen wurde der Anteil an der Gesellschaft sleepz, die bereits erfolgreich mehrere Portale betreibt (u.a. [www.perfekt-schlafen.de](http://www.perfekt-schlafen.de) und [www.matratzendiscount.de](http://www.matratzendiscount.de)), auf 60 Prozent aufgestockt. Über einen Konsolidierungszeitraum von acht Monaten wird das Unternehmen geschätzte 4 Mio. Euro zu den Konzernenerlösen in 2015 beitragen. Im November wurden darüber hinaus 60 Prozent der Anteile an der Matratzen Union-Gruppe erworben, die ab Dezember 2015 konsolidiert wird. Als zweites Standbein baut bmp mit Grafenfels zudem eine Eigenmarke im Segment Matratzen auf, das Produkt soll auch über externe Händler vertrieben werden.

Im Bereich E-Commerce für Schlafwelten gibt es aktuell noch keinen dominanten Player, dem Sektor werden von niedrigem Niveau aus hohe Erlössteigerungen prognostiziert. Mit einer aktiven Buy-and-Build-Strategie will sich bmp an die Spitze des Konsolidierungsprozesses setzen.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	0,09	5,02	27,12	40,67	61,01	85,42
EBIT (Mio. Euro)	-0,42	-2,13	-0,82	1,34	2,31	3,65
Jahresüberschuss	-0,29	-1,78	-1,13	0,46	1,26	2,23
EpS	-0,01	-0,09	-0,05	0,03	0,07	0,12
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-	-
Umsatzwachstum	-91,2%	5.400,0%	440,0%	50,0%	50,0%	40,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	172,7%	77,2%
KUV	136,26	2,48	0,46	0,31	0,20	0,15
KGV	-	-	-	27,0	9,9	5,6
KCF	-	-	-	0,43	0,29	0,20
EV / EBIT	-	-	-	13,0	7,6	4,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Executive Summary

---

- **E-Commerce-Holding mit Fokus auf Schlafwelten:** bmp Holding hat sich im laufenden Jahr als E-Commerce-Spezialist für den Bereich Schlafwelten neu aufgestellt. Keimzelle des neuen Kerngeschäfts ist die Gesellschaft sleepz, an der bmp mittlerweile mit 60 Prozent beteiligt ist und die, u.a. über die Seiten [www.perfekt-schlafen.de](http://www.perfekt-schlafen.de) und [www.matratzendiscount.de](http://www.matratzendiscount.de), im letzten Jahr bereits 5 Mio. Euro erlöste. Im Rahmen einer Buy-and-Build-Strategie wird die Positionierung auch über Akquisitionen ausgebaut, im November gelang mit der Mehrheitsübernahme an der Matratzen Union GmbH, der Markenschlaf GmbH, der Ecom Union GmbH und der DenkVertrieb GmbH der nächste Schritt. Als zweites Standbein baut die Gruppe die Eigenmarke Grafenfels auf, der Launch erfolgt im Dezember dieses Jahres.
- **Hohes Marktwachstum, kein dominanter Player:** E-Commerce im Bereich Schlafwelten zählt in Deutschland eher zu den Nachzüglern, aktuell werden nur 2 bis 3 Prozent der Branchenerlöse online erwirtschaftet. Allerdings rechnen Marktforscher nun mit einem Wachstum der Internetumsätze um 30 bis 50 Prozent p.a. bis 2018. Es gibt im Onlinegeschäft noch keinen dominanten Player, Marktführer Schlafwelt.de erlöst mit rund 30 Mio. Euro in 2014 lediglich 0,3 Prozent des gesamten Branchenumsatzes, was attraktives Wachstumspotenzial eröffnet. Mittel- bis langfristig rechnen das E-Commerce-Center Köln (ECC) und Mücke Sturm & Company allerdings damit, dass wegen der hochkompetitiven Bedingungen im E-Commerce nur ein kleiner Teil der Shops überleben wird, das werden neben Platzhirschen wie Amazon vor allem die führenden Spezialisten für Teilmärkte sein.
- **Erste Erlöse im neuen Kerngeschäft:** Nach der Übernahme der Anteilsmehrheit wird sleepz seit Mai vollkonsolidiert, daraus resultierte auf Halbjahresbasis ein Umsatz von rund 1,0 Mio. Euro. Im Gesamtjahr soll die Tochter nach einer aktualisierten Planung rund 4 Mio. Euro zu den Konzern Erlösen beitragen (das entspricht den Umsätzen von Mai bis Dezember). Hinzu kommen erste Beiträge der im November neu akquirierten Matratzen Union-Gruppe in Höhe von knapp unter 1 Mio. Euro. Die Strukturkosten der Holding, das operative Defizit von sleepz und die Anlaufverluste von Grafenfels dürften zu einem operativen Defizit von rund 1,5 Mio. Euro in der Finanzperiode 2015 führen, zuzüglich des Ergebnisses von Matratzen Union sowie des Ergebnisses aus dem aufgegebenen VC-Geschäft.
- **Günstige Ausgangslage:** Die Chancen für einen Erfolg im neuen Kerngeschäft sind durchaus günstig. bmp verfügt mit sleepz und der Matratzen Union-Gruppe über eine etablierte Plattform, um die Konsolidierung in der Branche mitzugestalten. Zahlreiche kleine Anbieter dürften angesichts steigender Anforderungen in der Branche bereit für einen Anschluss an eine größere Gruppe sein, Übernahmen bieten hohe Synergiepotenziale. Angesichts der strukturellen Rahmenbedingungen im Markt – niedrige, aber stark wachsende Onlineerlöse, kein dominanter Player – sehen wir aktuell ein window of opportunity zur Eroberung einer führenden Stellung im Sektor.
- **Starker Umsatzanstieg möglich:** Wir erwarten vor diesem Hintergrund in den nächsten Jahren eine sehr dynamische Umsatzentwicklung und den Break-even auf EBITDA-Basis im Jahresverlauf 2016. Im Anschluss sollte das Unternehmen die Margen deutlich ausweiten. Auf Basis der prognostizierten Entwicklung der Zielmärkte und der Marktanteile sehen wir den fairen Wert derzeit bei 1,55 Euro je Aktie, das Urteil lautet „Buy“.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Vorstand Borrmann und sein Team verfügen über eine langjährige Erfahrung im Aufbau von potenzialträchtigen Start-ups.
- Insbesondere für das im E-Commerce erfolgskritische Onlinemarketing besteht eine hohe Expertise.
- Mit der Übernahme der Anteilsmehrheit von sleepz und der Matratzen Union-Gruppe wurde eine solide Basis für das anvisierte Wachstum im Zielmarkt gelegt.
- Die Vorbereitungen für die potenzialträchtige Eigenmarke Grafenfels sind vollständig abgeschlossen, der Launch erfolgt noch dieses Jahr.
- Dank einer hohen EK-Quote von 84 Prozent kann bmp das Wachstum mit Hilfe von Fremdkapital hebeln.

## Chancen

- Der Markt für Schlafwelten ist stark fragmentiert, viele kleine Spezialisten mit etablierten Vertriebskanälen eignen sich prinzipiell für eine Akquisition.
- Nach einer Übernahme können hohe Synergien u.a. in den Bereichen Einkauf, Administration und Marketing gehoben werden.
- Allein in Deutschland ist ein Marktvolumen von 10 Mrd. Euro adressierbar. Der Onlineanteil ist noch gering, aber die Wachstumsraten sind hoch.
- Im Onlinegeschäft gibt es noch keinen dominanten Player, auf die Nummer eins entfällt ein Umsatzanteil (vom Gesamtmarkt) von lediglich 0,3 Prozent.
- Eine erfolgreiche Etablierung der Eigenmarke Grafenfels würde ein überdurchschnittliches Margenpotenzial bieten.

## Schwächen

- Nach dem Wechsel des Geschäftsmodells muss bmp zunächst neues Vertrauen in die Strategie aufbauen.
- Dem Unternehmen fehlt zunächst selbst noch die kritische Größe im Kerngeschäft.
- Anlaufinvestitionen dürften dazu führen, dass der Break-even auf Konzernebene frühestens 2017 erreicht wird.
- Das Wachstum der Tochter sleepz wird in 2015 etwas unter den Erwartungen liegen.
- Um ausreichend Kapital für eine dynamische Expansion zu haben, müssen zunächst die noch bestehenden VC-Positionen zumindest zum Buchwert verkauft werden.

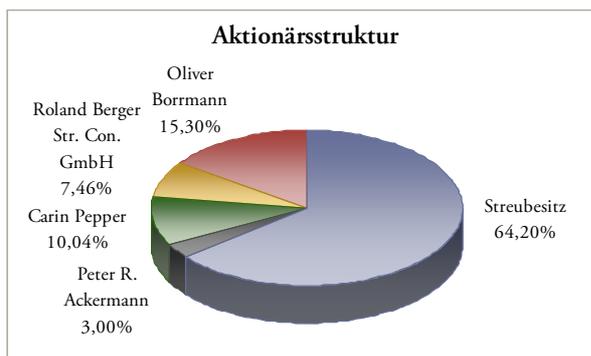
## Risiken

- Der Aufbau neuer Marken im Endkundengeschäft birgt ein hohes Risiko von Fehlschlägen.
- Die hohe Marktdynamik erfordert ein ständiges Marktscreeing und permanente Innovationen, um immer den aktuellen Stand der Technik zu bieten.
- Große Anbieter (Ikea, Dänisches Bettenlager) könnten nach dem Vorbild von Otto mit Spezialshops den Markt aufrollen.
- Der Konsolidierungstrend könnte die Preise für attraktive Targets steigen lassen.
- Prognosen zufolge werden viele Onlineshops in den nächsten Jahren aus dem Markt gedrängt. Vordringliche Strategieraufgabe muss es sein, zu den Gewinnern des Prozesses zu zählen.

# Profil

## E-Commerce-Holding mit Fokus Schlafwelten

Nach einer Änderung der Regulierung für börsennotierte Venture-Capital-Gesellschaften in Deutschland (Einführung des Kapitalanlagegesetzbuches) hat die bmp Holding AG – die noch bis Mitte Juni als bmp media investors firmierte – im laufenden Jahr das Wagniskapitalgeschäft eingestellt und sich neu ausgerichtet. Die Gesellschaft agiert nun als eine operativ tätige Holding, die über Mehrheitsbeteiligungen eine führende Position auf dem europäischen E-Commerce-Markt für Schlafwelten erobern will. Keimzelle der neuen Strategie ist die aus dem VC-Geschäft bestehende Beteiligung an der sleepz GmbH, die Anteile an der Gesellschaft konnten mittlerweile auf rund 60 Prozent ausgebaut werden. Als zweite Säule etabliert bmp unter dem Label Grafenfels eine hochwertige eigene Matratzenmarke. Geführt wird die Holding nach wie vor von Oliver Borrmann, der mit einem Anteil von 15,3 Prozent auch der größte Einzelaktionär ist (siehe Grafik). Der zweite AG-Vorstand Jens Spyrka hat sein Mandat hingegen im September niedergelegt, da er im VC-Bereich aktiv bleiben wird.



Quelle: Unternehmen

## sleepz: Spezialist für den Onlinevertrieb

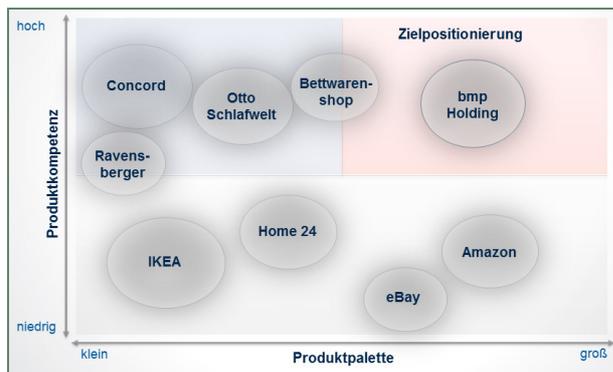
sleepz wurde im Jahr 2012 mit dem Ziel gegründet, eine Multi-Channel-Vertriebsstrategie für den noch stark zersplitterten deutschen Markt für Schlafwelten umzusetzen. In diesem Sektor gibt es im Onlinegeschäft noch keinen dominanten Player und die Rela-

tion der Web-Erlöse zum Gesamtumsatz ist noch vergleichsweise gering, bei allerdings stark steigender Tendenz (mehr dazu im Marktteil). Kurz nach der Gründung gelang mit der Übernahme von „einfachschlafen“ der Einstieg in den Markt, 2014 hat sleepz-Geschäftsführer Youssef Hassan dann seine Gesellschaft OVL Onlinevertrieb und -logistik mit dem Label schoene-traeume eingebracht. Noch im selben Jahr hat bmp den Einstieg mit einer Beteiligung von zunächst rund 16 Prozent vollzogen. Mittlerweile verfügt sleepz über mehrere stark frequentierte Onlineshops, Flaggschiffe der Gruppe sind [www.perfectschlafen.de](http://www.perfectschlafen.de) und [www.matratzendiscount.de](http://www.matratzendiscount.de). Das Unternehmen bietet im Internet aktuell mehr als 50 Tsd. Artikel an, außerdem wurde eine Eigenmarke im Discountbereich (Matratzenheld) etabliert. Die Erlöse summierten sich im letzten Jahr bereits auf rund 5 Mio. Euro.

## Buy-and-Build-Strategie

sleepz liefert damit die Blaupause für die Buy-and-Build-Strategie der Gruppe. Die bmp Holding will Gesellschaften übernehmen, die bereits erfolgreiche Vertriebsplattformen etabliert haben und ggfs. besondere Kompetenzen für bestimmte Produktbereiche vorweisen können. Dass diese Anbieter dennoch Interesse daran haben, sich einer größeren Gruppe anzuschließen, liegt an mehreren Faktoren. Nicht zuletzt durch den Boom mobiler Lösungen hat sich der technologische Wandel in der Branche noch einmal beschleunigt, was die Anbieter unter permanenten Innovationszwang setzt. Kleine Anbieter stellt das vor anspruchsvolle Herausforderungen in einem ohnehin kompetitiven Umfeld. Ein Anschluss bietet demgegenüber die Chance auf zahlreiche Synergien, etwa im Bereich der Administration, der Technik, der Lagerung sowie der Logistik, außerdem im Einkauf und im Marketing. Für bmp als Antreiber der Konsolidierung spricht dabei auch der Zugang zum Kapitalmarkt, der perspektivisch auch Wachstum über die Ausgabe von Aktien attraktiv erscheinen

lässt. Ziel der Buy-and-Build-Strategie ist es, sich als Spezialist für den Bereich Schlafwelten mit einem sehr breiten Produktangebot und einer hohen Produktkompetenz zu positionieren und sich damit von den zahlreichen Konkurrenten abzuheben (siehe Grafik).



Quelle: Unternehmen

## Mehrheit an Matratzen Union-Gruppe übernommen

Der nächste große Schritt bei der Umsetzung dieser Strategie ist dem Management Anfang November mit dem Kauf der Anteilsmehrheit an der Matratzen Union-Gruppe (im Folgenden auch kurz „Matratzen Union“) gelungen. Von den vier Gesellschaften der Gruppe – Matratzen Union GmbH, Markenschlaf GmbH, Ecom Union GmbH und DenkVertrieb GmbH – hält bmp nun jeweils 60 Prozent der Anteile. Gründer Martin Jungermann bleibt Geschäftsfüh-

rer und mit 40 Prozent beteiligt. Die Gruppe betreibt mehrere Online-Shops für Matratzen (u.a. [www.matratzenunion.de](http://www.matratzenunion.de), [www.markenschlaf.de](http://www.markenschlaf.de)) sowie einen für Schlafraum Möbel ([www.onletto.de](http://www.onletto.de)) und arbeitet bereits profitabel. Im laufenden Jahr sollen rd. 6 Mio. Euro Erlös werden, für das Folgejahr wurden anlässlich der Übernahme 10 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Über den Preis wurde Stillschweigen vereinbart.

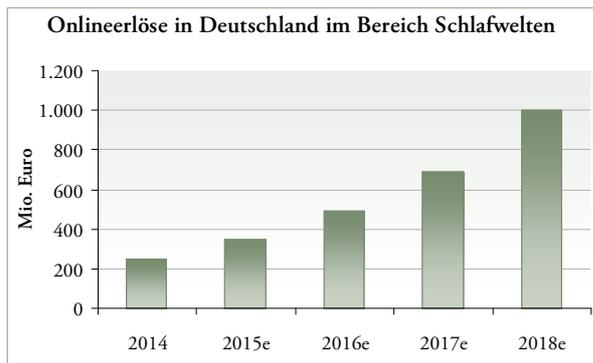
## Grafenfels: Zweite Säule des Geschäftsmodells

Ein Baustein der Strategie stellt auch die Etablierung einer weiteren Eigenmarke für das mittlere bis obere Marktsegment dar. In Relation zum reinen Handel bietet ein erfolgreiches Eigenmarkengeschäft das Potenzial für überdurchschnittliche Margen. bmp hat zu diesem Zweck die Grafenfels Manufaktur GmbH gegründet und eine Marketingstrategie sowie ein Produktportfolio entwickelt. Die hundertprozentige Tochter setzt auf ein fokussiertes Sortiment mit fünf Produktlinien, mit denen Marktforschungen zufolge die wesentlichen Zielgruppen adressiert werden können. Die Kernkompetenz der Gesellschaft soll im Bereich Marketing und Vertrieb liegen, die Produktion wurde hingegen an Partner outgesourct. Die Vorbereitungen für den Markteintritt sind mittlerweile abgeschlossen, der Start der Verkaufsaktivitäten erfolgt im Dezember dieses Jahres.

# Markt

## E-Commerce boomt

In Deutschland war im Handel in den letzten Jahren eine deutliche Strukturverschiebung festzustellen. Die stationären Anbieter haben Marktanteile an das Onlinegeschäft verloren. Während der Gesamtumsatz im Einzelhandel seit dem Jahr 2010 im Schnitt um lediglich knapp 2 Prozent p.a. zugelegt hat auf zuletzt 459,8 Mrd. Euro (ohne KfZ, Tankstellen, Brennstoffe, Apotheken), erhöhten sich die E-Commerce-Erlöse pro Jahr im Mittel um 11,6 Prozent auf 37,1 Mrd. Euro in 2014 (Quelle HDE). Der Online-Marktanteil hat sich in diesem Zeitraum damit von 5,6 auf 8,1 Prozent erhöht, für 2015 prognostiziert der Branchenverband HDE einen weiteren Anstieg auf 8,9 Prozent.



Quelle: GfK/Statista

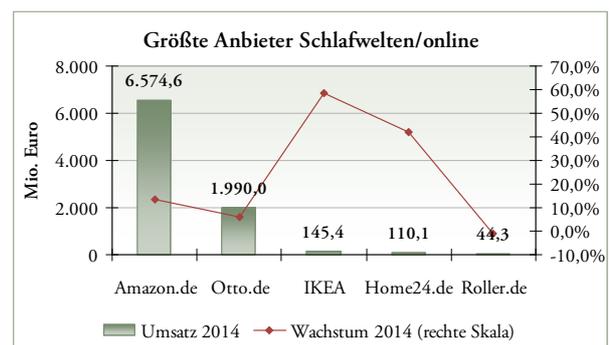
## Bereich Schlaf zählt zu den Nachzüglern

Im Bereich der Schlafwelten beläuft sich das gesamte Marktvolumen in Deutschland aktuell auf rund 10 Mrd. Euro, die Kernprodukte sind Möbel, Matratzen, Lattenroste, Bettwaren und Accessoires. Der Onlineanteil lag im letzten Jahr aber nur bei geschätzten 250 Mio. Euro, mit einem Anteil von lediglich 2 bis 3 Prozent am Gesamtvolumen zählt der Sektor damit zu den Nachzüglern. Das ist zum Teil den Produkteigenschaften geschuldet, im Bereich der Matratzen und Lattenroste ist etwa der Versand relativ aufwendig und die Konsumenten sind noch gewohnt, die Ware am Point of Sale zu testen. Darüber

hinaus haben große Produzenten zunächst relativ wenig Interesse gezeigt, das Onlinegeschäft zu forcieren. Das ändert sich derzeit aber rasant. Nach Schätzung der GfK werden die Erlöse über diesen Vertriebskanal bis 2018 um 30 bis 50 Prozent p.a. zulegen auf dann 1 Mrd. Euro, was bei einem stagnierenden Gesamtmarkt einem Anteil von dann 10 Prozent entspräche.

## Kein dominanter Player

Die skizzierte Dynamisierung des Marktes bietet nun erhebliche Chancen für Newcomer und Seiteneinsteiger, da es bislang keinen dominanten Player auf dem Markt gibt. In dem Top-100-Ranking der deutschen Onlineshops 2015 (gemessen am Umsatz, Ranking von iBusiness) waren nur fünf Unternehmen vertreten, die einen substantielles Umsatzvolumen im Bereich der Schlafwelten vorweisen können. Die Platzhirsche stellen Amazon und die Ottogruppe dar, die Onlineerlöse von IKEA, Home24 und Roller fallen demgegenüber schon deutlich ab. Bei allen fünf Gesellschaften steht der Bereich Schlafwelten zudem nicht im Vordergrund des Geschäftsmodells.

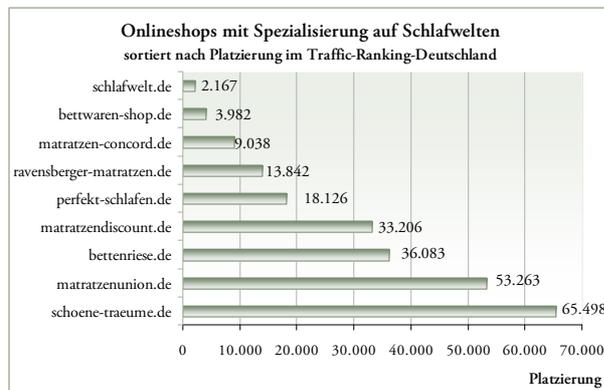


Quelle: iBusiness

## Shop von Otto mit höchstem Traffic

Die Kunden haben aber eine Präferenz, bei Spezialisten einzukaufen, von denen sie eine höhere Produktkompetenz und -information erwarten. Auf diesen Trend hat die Otto-Gruppe reagiert, die für mehrere

Bereiche Themenshops mit eigenem Auftritt eingerichtet hat. Pionier für dieses Konzept war die 2009 gelaunchte Seite schlafwelt.de, auf der die Produktpräsentation an die Anforderungen in dem Segment abgestimmt wurde und zudem zusätzliche Beratungs- und Serviceleistungen zum Angebot zählen. Die Seite ist mittlerweile der mit Abstand frequenzstärkste Onlineshop mit einem speziellen Fokus auf Schlafwelten, gefolgt von bettwaren-shop.de und matratzen-concord.de. Der Otto-Ableger erzielte im letzten Jahr einen Umsatz von etwa 30 Mio. Euro und eine Rendite von 4 Prozent (Quelle: Otto). Direkt unterhalb der Top5 liegen gemessen am Traffic die Sleepz-Shops perfekt-schlafen.de und matratzendiscount.de.



Quelle: Eigene Erhebung auf Alexa.com, Stand 26.10.2015

## Konsolidierung absehbar

Durch die wachsende Erlösdynamik im Onlinegeschäft mit Schlafwelten wächst aktuell die Zahl der Angebote, sowohl durch Neueinsteiger als auch durch neue Angebote von im Sektor etablierten Playern. Erfüllen sich die Wachstumsprognosen für den Markt, dürfte das den meisten Anbietern zunächst ausreichend Entwicklungsspielraum lassen. Mittel- bis langfristig wird sich dies aber ändern. Angesichts eines generell kompetitiven Umfelds im E-Commerce, u.a. ein Resultat der hohen Preistransparenz und der dadurch niedrigen Margen, rechnen das E-Commerce-Center Köln (ECC) und die Managementberatung Mücke Sturm & Company in einer aktuellen Studie damit, dass aus dem gesamten Markt 90 Prozent der Onlinehändler bis 2020 ausscheiden. Neben dem Platzhirsch Amazon haben gemäß der Analyse vor allem führende Category-Spezialisten die Chance auf nachhaltig profitable Geschäfte. Für die Unternehmen aus der Branche muss es daher die zentrale strategische Stoßrichtung sein, diese Position schnell zu besetzen.

# Zahlen

## Erstkonsolidierung von sleepz ab Mai

Für das letzte Geschäftsjahr hatte bmp lediglich niedrige Erlöse (0,09 Mio. Euro) und einen geringen Verlust (0,29 Mio. Euro) ausgewiesen. Damals lag der Fokus aber noch auf dem VC-Geschäft, die Zahlen sind deswegen mit den Resultaten aus dem laufenden Jahr nicht vergleichbar. Denn nach dem Umbau zu einer operativen Holding und dem Kauf der Anteilsmehrheit von sleepz wird diese seit Mai vollkonsolidiert und war damit in den Halbjahreszahlen mit den Umsätzen der Monate Mai und Juni in der Konzern-GUV enthalten. In dieser Zeit wurde ein Umsatzbeitrag von 0,95 Mio. Euro erwirtschaftet.

Geschäftszahlen	HJ 14	HJ 15	Änderung
E-Commerce-Umsatz	0,00	0,95	-
EBITDA	-0,24	-0,39	-
EBIT	-0,24	-0,38	-
Erg. aufgebener GB	0,00	0,95	-
Nettoergebnis n.A.D.	-0,13	0,71	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Operativ noch defizitär

Auf operativer Basis war das neue Kerngeschäft noch defizitär, der Fehlbetrag belief sich, inklusive des Verlustanteils der Minderheitsgesellschafter, auf 0,4 Mio. Euro. Überkompensiert wurde das allerdings durch einen Überschuss aus dem aufgegebenen VC-Geschäft von 0,95 Mio. Euro. Im Zuge des fortgesetzten Verkaufs der Portfoliositionen gelang im zweiten Quartal die Veräußerung der Anteile an Vertical TechMedia und E.T.H., zudem wurde die Heliocentris-Position weiter reduziert.

## Altgeschäft prägt noch die Bilanz

Zum Stichtag 30. Juni wurde das Bilanzbild dennoch von dem bisherigen VC-Geschäft geprägt, Beteiligungen mit einem Buchwert von 20,5 Mio. Euro

– das entsprach 83,3 Prozent der Bilanzsumme – standen noch für eine Veräußerung zur Verfügung. Bereits nach dem Halbjahresstichtag folgte im Juli/August über Blocktrades der Verkauf der Beteiligung an der börsennotierten K2. Auf der Passivseite dominiert hingegen nach wie vor das Eigenkapital mit 20,7 Mio. Euro (84,1 Prozent der Bilanzsumme), auf Finanzverbindlichkeiten entfielen lediglich 1,35 Mio. Euro.

## Weiterer Zukauf gelungen

Dieses Bild wandelt sich aber nun sukzessive, nachdem der Holding im November mit der Matratzen Union-Gruppe ein weiterer Zukauf gelungen ist. Obwohl die Gruppe im laufenden Jahr rund 6 Mio. Euro erwirtschaften wird und dabei profitabel arbeitet, bleibt der Effekt auf die diesjährige GuV noch gering, da die Konsolidierung lediglich für den Monat Dezember erfolgt. Die erwarteten Erlöse von 10 Mio. Euro im Folgejahr sowie die möglichen Überschüsse werden die Resultate der ganzen Gruppe in 2016 entsprechend positiv beeinflussen.

## Prognosen aktualisiert

Im laufenden Jahr wird der Beitrag von Matratzen Union zu den Konzernerlösen noch unter 1 Mio. Euro liegen. Für sleepz wurde hingegen der zu erwartende Erlösbeitrag im Oktober auf etwa 4 Mio. Euro (für 8 Monate) abgesenkt, zuvor war das Management noch von 6 Mio. Euro ausgegangen. Darin kommt die aktuelle Konzentration von sleepz auf margenstärkere Produkte zum Ausdruck. Insgesamt dürften die Strukturkosten der Holding, das operative Defizit von sleepz und die Anlaufverluste von Grafenfels zu einem Defizit von 1,5 Mio. Euro in der Finanzperiode 2015 führen, zuzüglich des Ergebnisses von Matratzen Union sowie aus dem aufgegebenen VC-Geschäft.

# Equity-Story

## Hochattraktiver Markt

Über seine Beteiligungen hatte das Management von bmp Zugang zu zahlreichen wachstumsstarken und aussichtsreichen Branchen und somit mehrere Optionen für die nach der Änderung der VC-Regulierung erforderlich gewordene Neuausrichtung. Dass die Wahl dabei auf den Bereich „E-Commerce für Schlafwelten“ gefallen ist, scheint gut nachvollziehbar. Die Branche bietet mit einem Gesamtmarktvolumen von 10 Mrd. Euro allein in Deutschland ein immenses Potenzial, das aber zu einem großen Teil noch über die klassischen Kanäle bedient wird. Das ändert sich gerade, Marktforscher prognostizieren für die nächsten Jahre ein sehr hohes Wachstum der E-Commerce-Umsätze. Das noch geringe Volumen hat auch dazu beigetragen, dass sich es noch keinen marktbeherrschenden Player gibt, der Umsatz des führenden Anbieters schlafwelt.de (Otto) liegt noch nur knapp über 30 Mio. Euro.

## Großes Akquisitionspotenzial

schlafwelt.de selbst wurde erst 2009 geschaffen, was verdeutlicht, dass mit der richtigen Strategie schnell substantielle Marktanteilsgewinne möglich sind. Das trauen wir nun auch bmp zu, zumal der Sektor für eine Buy-and-Build-Strategie gut geeignet erscheint. Die Angebotsstruktur ist zersplittert, zahlreiche kleine Anbieter dürften den Anschluss an eine größere Gruppe suchen, um sich damit die Unterstützung im Marketing, bei der operativen Abwicklung (Lager, Logistik) und bei der technologischen Weiterentwicklung zu sichern. Neben diesen erfolgskritischen Prozessen können weitere Synergien gehoben werden, etwa durch eine Bündelung der Einkaufsvolumina oder durch eine professionelle Unterstützung von Seiten der Holding in den Bereichen Reporting, Controlling und Finanzierung.

## Eigenmarke als zweite Triebfeder

bmp setzt aber nicht allein auf das Handelsgeschäft und synergetische Akquisitionen. Als zweites Stand-

bein soll mit Grafenfels eine hochwertige Eigenmarke etabliert werden, die auch über konzernfremde Händler vertrieben wird. Dieser Ansatz resultiert daraus, dass in der Produktwelt ähnliche Voraussetzungen vorliegen, wie sie auf der Angebotsseite vorzufinden sind: Es gibt keine dominante Marke, die Markenbekanntheit unter den Konsumenten ist relativ gering ausgeprägt. Damit bietet der Bereich prinzipiell gute Voraussetzungen, um sich mit qualitativ hochwertigen, aber dank schlanker Strukturen vergleichsweise kostengünstigen Markenprodukten zu etablieren. Im Erfolgsfall bietet dieser Bereich in Relation zum reinen Handelsgeschäft Potenzial für überdurchschnittliche Margen.

## Starke Bilanzposition

Auch die bilanzielle Ausgangslage für die Expansion in dem aussichtsreichen Markt ist günstig. bmp verfügt aktuell über eine sehr hohe Eigenkapitalquote von 84 Prozent, das Wachstum kann daher mit Hilfe von Fremdkapital gehebelt werden. Darüber hinaus sind noch 20 Mio. Euro (per 30. Juni) in VC-Positionen gebunden, die nun sukzessive zum Buchwert verkauft werden sollen, was bei den ersten Veräußerungen auch gelungen ist. Im Idealfall erhält bmp damit eine kräftige Kapitalspritze, die in das neue Kerngeschäft reinvestiert werden kann.

## Neubewertung steht aus

Trotz dieser attraktiven Ausgangslage notiert die Aktie im Moment sogar noch 40 Prozent unter ihrem Buchwert. Auch das Multiple auf die im nächsten Jahr bei einer Fortsetzung des Akquiseprozesses erreichbaren Erlöse ist im Branchenschnitt stark unterdurchschnittlich (siehe nächstes Kapitel). Noch steht die Neubewertung von bmp als E-Commerce-Holding also aus, sobald diese erfolgt, würde das erhebliches Kurspotenzial freisetzen.

# DCF-und Peer-Group-Bewertung

## Neues Bewertungsmodell

Nach dem vollzogenen Umbau zu einer operativ tätigen Holding mit einer Ausrichtung auf den E-Commerce für den Bereich Schlafwelten hatten wir auch das Bewertungsmodell für bmp von einer Sum-of-Parts-Betrachtung einzelner Beteiligungen auf eine Peer-Group-Bewertung umgestellt. Da sich der anvisierte Expansionspfad der Gruppe mittlerweile deutlicher herauskristallisiert, erstellen wir nun zusätzlich ein DCF-Modell.

## Ambitionierte Ziele

In dem neuen Kerngeschäft verfolgt das Management ambitionierte Ziele. Nach der Aufstockung des sleepz-Anteils auf 60 Prozent und der Mehrheitsübernahme von Matratzen Union soll der Umsatz im nächsten Jahr bereits 25 bis 40 Mio. Euro betragen. Die bestehenden Mehrheitsbeteiligungen sollen dazu 22 Mio. Euro beisteuern, wobei davon auf die Eigenmarke Grafenfels nur ein kleiner Teil entfällt. Die Marke von 25 Mio. Euro soll dann mit weiteren Zukäufen übersprungen werden, zudem will die Gruppe plangemäß in 2016 bereits knapp profitabel arbeiten. Das soll aber nur den Anfang einer dynamischen Expansion markieren, bis 2020 will die Gesellschaft zu einem der drei führenden E-Commerce-Händler in Europa mit einem Umsatz von 200 Mio. Euro aufsteigen.

## Hohes Wachstumspotenzial

Wir halten diese Marke für ein sehr sportliches Ziel, sehen aber trotzdem ein hohes Wachstumspotenzial für die Gruppe. Die Dynamik im Bereich E-Commerce für Schlafwelten nimmt aktuell deutlich zu, es gibt aber noch keinen marktbeherrschenden Player, der das zusätzliche Volumen quasi automatisch aufsaugt. Aus mehreren Gründen – dazu zählen insb. auch die zersplitterte Angebotsstruktur und die hohen erzielbaren Synergien – stufen wir den Sektor als sehr aussichtsreich für eine aktive Buy-and-Build-Strategie ein. bmp bringt dabei mehrere Vorausset-

zungen mit, um eine führende Position im Konsolidierungsprozess einzunehmen. Das Unternehmen verfügt über eine starke Eigenkapitalbasis und kann damit sowohl eigene Mittel als auch Fremdkapital einsetzen, um das Wachstum zu forcieren. Wir haben in unserem Modell unterstellt, dass es dem Management gelingt, bis 2017 sämtliche Alt-Beteiligungen aus dem VC-Geschäft zum Buchwert zu verkaufen. Unter dieser Voraussetzung hätte der Konzern eine starke Liquiditätsbasis, um das Wachstum über Akquisitionen zu forcieren.

## Kontinuierliche Akquisitionen eingeplant

Eine weitere wichtige Prämisse unseres Bewertungsmodells stellt das Branchenwachstum dar. Hier folgen wir den Marktforschern und rechnen mit hohen Steigerungsraten im Onlinegeschäft von 30 bis 50 Prozent. Von diesem wachsenden Kuchen sollte sich bmp sowohl auf organischer Basis als auch mit Hilfe von Zukäufen ein großes Stück abschneiden können. Wir rechnen nach der Übernahme von Matratzen Union im November in den nächsten Jahren mit mindestens einer Akquisition p.a. Da das anorganische Wachstum ein fester Bestandteil der Buy-and-Build-Strategie ist, haben wir die Effekte bis 2019 pauschal berücksichtigt. Ausgehend von Erlösen in Höhe von 27,1 Mio. Euro in 2016, die von sleepz, Matratzen Union und einer weiteren akquirierten Gesellschaft (5 Mio. Euro) sowie in geringem Umfang von Grafenfels erwirtschaftet werden, rechnen wir im Anschluss mit einem organischen Wachstum von 30 Prozent p.a. Die zusätzlichen Erlöse aus Übernahmen taxieren wir auf 5,4 Mio. Euro in 2017, 8,1 Mio. Euro in 2018 und 6,1 Mio. Euro in 2019. Im Jahr 2020 sehen wir den Umsatz dann bei rund 107 Mio. Euro, insofern bleiben wir hier aus Vorsichtsüberlegungen deutlich unter den Zielen des Managements. Ab 2020 kalkulieren wir nur noch mit organischem Wachstum, das zudem von 25 Prozent auf 10 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums abnimmt.

## Margenziele

Vor dem Hintergrund des kräftigen Wachstums-  
sprungs bis 2017 erwarten wir Skaleneffekte im Be-  
reich des Materialeinkaufs, des Personaleinsatzes und  
der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (insb. Lager,  
Logistik und effizienteres Marketing). Vor die-  
sem Hintergrund sollte im skizzierten Verlauf im  
Jahresverlauf 2016 der Break-even auf EBITDA-  
Basis gelingen, für 2017 prognostizieren wir dann  
einen Überschuss vor Zinsen und Steuern von 1,3  
Mio. Euro. Bis zum Ende des Detailprognosezeit-  
raums rechnen wir mit einer Verbesserung auf eine  
EBITDA-Marge von 6 Prozent und eine EBIT-  
Marge von 4,9 Prozent. Im Rahmen einer konserva-  
tiven Vorgehensweise rechnen wir für die nachfol-  
gende „ewige“ Periode aber nur mit einer operativen  
Rendite von 3,5 Prozent. Zum Vergleich: schlaf-  
welt.de erzielt schon jetzt, mit erheblich niedrigerem  
Volumen, eine Marge von 4 Prozent. Da bmp als  
zweite Säule eine Eigenmarke etablieren will, sehen  
wir sogar Potenzial für überdurchschnittliche Renditen  
und halten einen Zielwert von 3,5 Prozent für  
ausreichend konservativ.

## Cashflow-Entwicklung

Aufgrund des dynamischen organischen Wachstums,  
das vor allem mit einem deutlichen Anstieg des  
Working Capital verbunden sein dürfte, und des  
fortgesetzten Übernahmeprozesses gehen wir davon  
aus, dass das Unternehmen bis 2018 einen negativen  
freien Cashflow erwirtschaften wird. Dieser wird  
aber zu einem großen Teil durch die Verkäufe der  
Altbeteiligungen aus dem VC-Geschäft gedeckt, hin-  
zu kommt eine (in Relation zum Eigenkapital) mo-  
derate Fremdkapitalaufnahme. Eine Aktienemission  
haben wir nicht eingeplant. Ohne weitere Übernah-  
men erwarten wir dann ab 2020 substanzielle Cash-  
überschüsse.

## Diskontierungszins

Den freien Cashflow diskontieren wir mit den  
WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), wobei wir  
einen FK-Zins von 6 Prozent ansetzen. Den Eigen-  
kapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM  
(*Capital Asset Pricing Model*). Als sicheren Zins neh-  
men wir mit 3,5 Prozent einen gemittelten Wert der  
deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie ta-  
xieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland  
angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fer-

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	5,0	27,1	40,7	61,0	85,4	106,8	128,1	140,9
Umsatzwachstum		440,0%	50,0%	50,0%	40,0%	25,0%	20,0%	10,0%
EBIT-Marge	-42,43%	-3,03%	3,30%	3,78%	4,27%	4,53%	4,81%	4,94%
<b>EBIT</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,8</b>	<b>6,2</b>	<b>7,0</b>
Steuersatz	0,00%	0,00%	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
<b>NOPAT</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,8	0,7	1,1	1,4	1,5	1,6	1,5	1,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>5,0</b>	<b>6,3</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,5	-1,5	-1,0	-0,8	-1,6	-2,7	-2,6	-2,8
- Investitionen AV	-3,1	-0,8	4,7	-3,6	-3,4	-1,1	-1,3	-1,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>6,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>

SMC-Schätzmodell

andez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). Für das Beta setzen wir einen Wert von 1,4 an. Daraus resultiert bei einer Zielkapitalstruktur mit 45 Prozent Eigenkapital ein WACC-Satz von 7,2 Prozent.

### Fairer Wert: 1,58 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen resultiert in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,2 Prozent) ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 33 Mio. Euro oder 1,58 Euro je Aktie. Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,2 und 8,2 Prozent) und ewiges Cashflowwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse variiert der faire Wert der Aktie zwischen 1,08 und 2,54 Euro.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
6,2%	2,54	2,27	2,05	1,87	1,71
6,7%	2,18	1,97	1,79	1,64	1,52
7,2%	1,89	1,72	<b>1,58</b>	1,46	1,35
7,7%	1,65	1,51	1,40	1,29	1,21
8,2%	1,45	1,34	1,24	1,16	1,08

### Peer-Group

Dieses Bewertungsergebnis überprüfen wir im Rahmen einer Peer-Group-Analyse, dabei vergleichen wir bmp mit vier wachstumsstarken börsennotierten E-Commerce-Unternehmen aus Deutschland: Delticom, Windeln.de, Zalando und Zooplus. Nachdem die Transformation von bmp vollzogen und sowohl die Mehrheitsübernahme von sleepz als auch eine weitere Akquisition geglückt sind, greifen wir nun auf Schätzungen für 2015 und 2016 zurück. Ein Vergleich bietet sich auf Basis der Erlöse und des Kurs-Umsatz-Verhältnisses für 2016 an, da bmp dann erstmals in einem vollen Geschäftsjahr das Umsatzpotenzial der Aufbauarbeit in den Zahlen zum Ausdruck bringen wird.

### Peer-Group mit KUV von 1,2 bewertet

Im Durchschnitt werden die Gesellschaften der Peer mit einem Umsatzmultiple für 2015 von 1,2 bewertet (siehe Tabelle). Bezogen auf den von uns für 2016 geschätzten Umsatz von bmp in Höhe von 27,1 Mio. Euro würde das eine Bewertung des Geschäftspotenzials mit 32,1 Mio. Euro rechtfertigen. Diesen Ansatz halten wir derzeit für angemessen. Zwar ist bmp auf absehbare Zeit deutlich kleiner als die Peers, dafür dürfte die Wachstumsdynamik nachhaltig erheblich höher ausfallen, und zwar nicht nur wegen des Basiseffekts, sondern weil das Unternehmen einen auf Sicht der nächsten Jahre potenziell sehr wachstumsstarken Markt adressiert.

Peer-Group	MarketCap	U14	U15	U16	CAGR	KUV15	KUV16
Delticom	271,9	501,7	536,7	570,9	6,7%	0,5	0,48
Windeln.de	309,0	101,3	182,2	275,3	64,9%	1,7	1,12
Zalando	7.785,3	2.214,0	2.923,3	3.623,7	27,9%	2,7	2,15
Zooplus	901,0	543,1	721,5	912,3	29,6%	1,2	0,99
Durchschnitt					32,3%	1,5	1,18
bmp	13,0	-	5,0	27,1	442,0%*	2,6	0,48
Fairer Wert zum ØKUV							32,1

Angaben in Mio. Euro und in Prozent. \*Nur 2015-2016; Quelle: Reuters, eigene Schätzungen

Zudem ist die Peer-Gruppe konservativ zusammengestellt, so wird beispielsweise Delticom wegen der geringen erwarteten Wachstumsdynamik (CAGR 2014 bis 2016: 6,7 Prozent) mit einem deutlichen Abschlag (KUV16: 0,47) bewertet. Wir unterstellen dabei, dass bmp das noch in Beteiligungen gebundene Kapital für das Wachstum einsetzt und vernachlässigen den Vorteil aus den bestehenden Verlustverträgen. Auf dieser Basis leitet sich aus der Peer-Analyse ein fairer Wert von 1,55 Euro je Aktie ab.

### **Kursziel: 1,55 Euro**

Aus den Resultaten der beiden Verfahren (DCF: 1,58 Euro je Aktie, Peer: 1,55 Euro) leiten wir ein Kursziel von 1,55 Euro ab, das entspricht einem Aufwärtspotenzial von 158 Prozent.

## **Fazit**

bmp hat sich im laufenden Jahr neu ausgerichtet und auf den E-Commerce für den Bereich Schlafwelten fokussiert. Im Zuge dessen wurden die Anteile an der bestehenden Beteiligung sleepz mittlerweile auf 60 Prozent aufgestockt. Die Gesellschaft hat bereits mehrere Portale im Zielmarkt etabliert und wird in einem Konsolidierungszeitraum von acht Monaten in 2015 etwa 4 Mio. Euro zu den Konzernernlösen beisteuern. Anfang November ist dem Management mit Matratzen Union ein weiterer Zukauf gelungen, der Akquisitionsprozess dürfte sich auch im nächsten Jahr fortsetzen. bmp wird so zum Treiber des Konsolidierungsprozesses in dem fragmentierten Markt, dem von Marktforschern für die nächsten Jahre hohe Steigerungsraten zugetraut werden. Als zweites Standbein führt bmp aktuell die Matratzen-Eigenmarke Grafenfels neu am Markt ein. In 2016 sollen die bereits zur Gruppe zählenden Unterneh-

### **Überdurchschnittliches Prognoserisiko**

Naturgemäß ist das zum jetzigen Zeitpunkt eine sehr überschlägige Bewertung, die durch entsprechende Akquisitionen noch mit Leben gefüllt werden muss. Wir haben aber den Eindruck, dass das Management diesen Weg als sehr lukrativ für die Aktionäre erachtet und mit dem nötigen Engagement und einer sehr umfangreichen Planung umsetzt. Insofern sehen wir große Chancen, dass das Szenario zumindest tendenziell wie skizziert tatsächlich umgesetzt wird. Das Prognoserisiko taxieren wir zum aktuellen Zeitpunkt weiterhin als überdurchschnittlich (4 von 6 Punkten) ein, bis die nächsten Akquisitionen abgeschlossen sind und die Visibilität der künftigen Geschäftsentwicklung noch größer wird.

men einen Umsatz von 22 Mio. Euro erwirtschaften, mit weiteren Zukäufen soll der Zielkorridor von 25 bis 40 Mio. Euro erreicht werden. Dabei wird ein leicht positives operatives Ergebnis anvisiert.

An der Börse dominiert nach dem Geschäftsmodellwechsel noch die Skepsis, ob bmp im E-Commerce nachhaltig Fuß fassen kann. Dies kommt auch in einem drastischen Bewertungsabschlag zur Peer-Group (KUV 16 im Schnitt 1,2 versus 0,5 für bmp) zum Ausdruck. Sollte allerdings erkennbar werden, dass das Unternehmen seine Expansionsziele im Markt für Schlafwelten umsetzen kann, steht eine Neubewertung der Aktie an. Aus der Peer-Gruppen-Analyse und der DCF-Bewertung haben wir ein Kursziel von 1,55 Euro je Aktie abgeleitet. Wir bleiben bei unserer Einstufung „Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	18,4	22,3	20,4	13,6	14,9	15,8	15,3	15,1	15,0
1. Immat. VG	0,0	3,9	8,7	11,1	13,2	15,1	13,6	12,3	11,0
2. Sachanlagen	0,0	1,0	2,3	2,4	1,6	0,6	1,6	2,7	3,8
II. UV Summe	2,6	4,8	11,6	21,4	25,3	30,0	36,0	43,1	50,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	19,9	18,1	16,9	17,5	18,9	21,4	23,9	27,2	30,7
II. Rückstellungen	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
III. Fremdkapital	0,4	8,1	14,0	16,4	20,1	23,1	26,0	29,5	33,3
1. Langfristiges FK	0,0	4,4	6,5	6,5	8,4	9,5	10,0	10,8	11,6
2. Kurzfristiges FK	0,4	3,7	7,5	9,9	11,7	13,6	15,9	18,7	21,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>21,1</b>	<b>27,1</b>	<b>32,0</b>	<b>35,0</b>	<b>40,2</b>	<b>45,8</b>	<b>51,3</b>	<b>58,2</b>	<b>65,6</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	0,1	5,0	27,1	40,7	61,0	85,4	106,8	128,1	140,9
Gesamtleistung	0,1	5,0	27,1	40,7	61,0	85,4	106,8	128,1	140,9
Rohhertrag	0,0	1,5	8,7	13,4	20,1	28,2	35,2	42,3	46,5
EBITDA	-0,4	-1,3	-0,1	2,4	3,7	5,1	6,4	7,7	8,5
EBIT	-0,4	-2,1	-0,8	1,3	2,3	3,6	4,8	6,2	7,0
EBT	-0,3	-1,8	-1,1	0,5	1,5	2,6	3,6	4,8	5,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,3	-1,8	-1,1	0,5	1,4	2,5	3,4	4,6	5,2
JÜ	-0,3	-1,2	-0,9	0,5	1,3	2,2	3,1	4,1	4,6
EPS	-0,01	-0,09	-0,05	0,03	0,07	0,12	0,17	0,22	0,25

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
CF operativ	-0,8	-1,3	-1,9	0,7	2,0	2,5	2,4	3,6	3,9
CF aus Investition	-2,0	-3,1	-0,8	4,7	-3,6	-3,4	-1,1	-1,3	-1,4
CF Finanzierung	2,0	6,3	2,6	0,0	2,4	1,4	-0,2	-0,3	-0,6
Liquidität Jahresanfa.	0,8	0,0	1,9	1,9	7,3	8,1	8,6	9,7	11,8
Liquidität Jahresende	0,0	1,9	1,9	7,3	8,1	8,6	9,7	11,8	13,6

### Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	-91,2%	5400,0%	440,0%	50,0%	50,0%	40,0%	25,0%	20,0%	10,0%
Rohtragsmarge	-7,8%	30,0%	32,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBITDA-Marge	-456,1%	-26,5%	-0,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT-Marge	-459,6%	-42,4%	-3,0%	3,3%	3,8%	4,3%	4,5%	4,8%	4,9%
EBT-Marge	-317,2%	-35,5%	-4,2%	1,3%	2,4%	3,0%	3,4%	3,7%	3,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	-317,2%	-24,9%	-3,3%	1,1%	2,1%	2,6%	2,9%	3,2%	3,3%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm Holger Steffen

### Charts

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

## Disclaimer

### Rechtliche Angaben (§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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens 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), 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

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 Bewer-

tungsverfahren 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
04.09.2015	Buy	1,45 Euro	1), 3)
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: Zwei Updates und 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.