

12. Dezember 2016  
**Research Studie**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## **bmp Holding AG**

**Sprung in die Profitabilität  
in 2017 möglich**

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **0,70 Euro** | Kursziel: **1,00 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 .....	9
Zahlen .....	13
Equity-Story .....	15
DCF-und Peer-Group-Bewertung .....	17
Fazit .....	20
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose .....	21
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	22
Impressum & Disclaimer.....	23

# Snapshot



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Berlin
<b>Branche:</b>	E-Commerce
<b>Mitarbeiter:</b>	64
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0003304200
<b>Kurs:</b>	0,70 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienzahl:</b>	20,7 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	14,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	13,4 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	55,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	0,91 / 0,62 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	14,1 Tsd. Euro

## Kurzportrait

In nur anderthalb Jahren hat sich bmp im Bereich E-Commerce für Schlafwelten fest etabliert. Mit einem geplanten Umsatz von rund 15 Mio. Euro in diesem Jahr zählt der Konzern schon zu den größten Shopbetreibern im deutschen Markt. Das Geschäft wird aktuell über drei Tochterunternehmen betrieben. sleepz hat sich als Vollsortimenter mit einer Vermarktung über mehrere Onlineshops positioniert, die Matratzen-Union-Gruppe setzt hingegen einen Schwerpunkt auf Matratzen, Lattenroste und Boxspringbetten und punktet mit einem großen Lager und einer effizienten Logistik. Lediglich geringe Erlöse generiert bislang die 2015 gegründete Tochter Grafenfels, die ein neues Matratzenlabel im Markt etablieren will. Während sie noch Anlaufverluste erwirtschaftet, sollen sleepz und Matratzen Union im Schlussquartal zusammengenommen operativ profitabel wirtschaften. Im nächsten Jahr will bmp den Umsatz durch eine verbesserte Präsenz auf großen Marktplätzen und die Zusammenarbeit mit B2B-Partnern deutlich steigern. Ab einem Umsatz von 20 Mio. Euro kann das Unternehmen nach eigener Aussage operative Überschüsse erzielen.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	0,1	4,8	15,0	20,5	30,8	46,2
EBIT (Mio. Euro)*	-0,46	-1,86	-1,55	0,34	1,13	1,84
Jahresüberschuss*	-0,45	-1,99	-1,78	-0,23	0,47	0,83
EpS*	-0,02	-0,07	-0,09	-0,01	0,02	0,04
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-	-
Umsatzwachstum	-	5.107,0%	215,5%	37,0%	50,0%	50,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	76,3%
KUV	-	3,05	0,97	0,71	0,47	0,31
KGv*	-	-	-	-	30,6	17,4
KCF	-	-	-	-	-	86,4
EV / EBIT	-	-	-	-	11,9	7,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

\* Nur Kerngeschäft, bereinigt um Bewertungsänderungen im VC-Portfolio

## Executive Summary

---

- **E-Commerce-Holding mit Fokus auf Schlafwelten:** bmp Holding hat sich im letzten Jahr als E-Commerce-Spezialist für den Bereich Schlafwelten neu aufgestellt und in kurzer Zeit eine gute Marktposition erarbeitet. Mittlerweile ist der Konzern mit drei Tochterunternehmen am Markt aktiv. sleepz operiert als Vollsortimenter mit eigenen Onlineshops, die Matratzen-Union-Gruppe hat hingegen einen Schwerpunkt auf die Bereiche Matratzen, Lattenroste und Möbel gelegt und dafür eine effiziente Logistik aufgebaut. Die Tochter Grafenfels schließlich will ein neues Matratzenlabel am Markt etablieren.
- **Markt mit viel Potenzial, aber intensivem Wettbewerb:** Im Vergleich mit anderen Segmenten ist E-Commerce im Bereich Schlafwelten noch wenig entwickelt, der Anteil am gesamten Branchenumsatz ist gering. Das ändert sich aktuell, auch dank zahlreicher Markteintritte hat die Dynamik zugenommen, das Wachstumspotenzial ist beträchtlich. Durch Start-ups mit starker Kapitalbasis hat in jüngster Zeit allerdings auch die Wettbewerbsintensität im Web erheblich zugenommen, die Kosten für die Kundengewinnung sind gestiegen. Bestehende Geschäftsmodelle müssen an dieses Umfeld angepasst werden.
- **Wachstum unter den Erwartungen, Break-even in Reichweite:** Im letzten Jahr hat bmp im neuen Kerngeschäft einen Umsatz von 4,8 Mio. Euro ausgewiesen. Wären die beiden Töchter sleepz und Matratzen Union über volle zwölf Monate konsolidiert worden, hätten sich die Erlöse auf 12,8 Mio. Euro belaufen. In der aktuellen Finanzperiode sollte der Umsatz organisch auf mehr als 20 Mio. Euro steigen, wegen einer deutlichen Verschärfung des Wettbewerbs ist das aber nicht realisierbar. Das aktuelle Umsatzziel von 15 Mio. Euro korrespondiert immer noch mit einem organischen Wachstum von 17 Prozent. Das Jahr wird noch mit einem deutlichen Verlust abgeschlossen, wobei der größte Teil auf Bewertungsverluste im VC-Portfolio zurückzuführen ist. Im Schlussquartal sollen sleepz und Matratzen Union zusammengekommen operativ profitabel wirtschaften.
- **Hohes Margenpotenzial:** Der Onlinemarkt für Schlafwelten ist noch nicht verteilt, und bmp hat sich eine gute Ausgangsposition geschaffen, um darin eine bedeutende Rolle zu spielen. Prinzipiell sind in dem Markt hohe Margen erzielbar, die Contribution Margin von bmp (Rohertrag abzüglich Marketingkosten und Fulfillment) ist schon jetzt beachtlich. Durch eine Verbesserung der Präsenz auf großen Marktplätzen und die Zusammenarbeit mit B2B-Partnern will das Unternehmen stark wachsen und gleichzeitig den Break-even schaffen. Mit selektiven Akquisitionen könnte die Positionierung noch gezielt ausgebaut werden. Einen Hebel auf die Rendite würde eine Steigerung des Umsatzanteils von Grafenfels-Produkten und Eigenmarken bieten.
- **Profitables Wachstum:** Wir haben in unserem Bewertungsmodell einen dynamischen Wachstumspfad und eine kontinuierliche Margenverbesserung unterstellt, sind dabei aber deutlich unter den Zielen des Managements (100 bis 200 Mio. Euro Umsatz und EBIT-Marge von 5 bis 10 Prozent in 3 bis 5 Jahren) geblieben. Trotzdem sehen wir den fairen Wert der Aktie, auch gestützt auf einen Peer-Group-Vergleich, aktuell bei 1,00 Euro und damit 45 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs. Ein erhöhtes Prognoserisiko bedingt die Einstufung als „Speculative Buy“.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Im E-Commerce-Markt für Schlafwelten hat sich bmp in kurzer Zeit eine gute Position erarbeitet. Das Geschäft bietet ein hohes Margenpotenzial.
- Das Unternehmen ist schon jetzt ein großer Partner für die Markenhersteller und kann ein breites und qualitativ hochwertiges Sortiment anbieten.
- Ein branchenerfahrenes und unternehmerisch geprägtes Team führt die Geschäfte der Gruppe.
- Matratzen-Union stellt eine Blaupause für ein profitables Geschäftsmodell im Onlinemarkt dar. Von der Logistikkompetenz der Tochter kann die ganze Gruppe profitieren.
- bmp baut ein neues Matratzenlabel auf und hat mehrere potenzialträchtige Eigenmarken im Portfolio.
- Mit einer Eigenkapitalquote von 57 Prozent ist der Konzern sehr solide finanziert.

## Chancen

- Der Onlinemarkt für Schlafwelten ist noch klein, gewinnt aber inzwischen an Dynamik und dürfte noch auf Jahre stark wachsen.
- Es gibt noch keinen dominanten Player. Das eröffnet Spielraum, um zusammen mit Partnern den Markt zu erschließen.
- Erlöse aus dem Verkauf von VC-Beteiligungen können in das Kerngeschäft investiert werden und die Wachstumsdynamik von bmp beschleunigen.
- Eine zersplitterte Angebotsstruktur bietet prinzipiell viele Akquisitionschancen. Das Geschäft bietet Potenzial für hohe Synergien.
- Schon im nächsten Jahr könnte bmp der Sprung in die operative Profitabilität gelingen. Ein erfolgreicher Ausbau des Geschäfts mit Grafenfels und Eigenmarken würde die Rendite hebeln.

## Schwächen

- Aktuell arbeitet das Unternehmen operativ noch defizitär.
- Bewertungsabschläge im VC-Altportfolio haben im laufenden Jahr das Ergebnis belastet.
- Ein intensiver Wettbewerb um Traffic im Web begrenzt aktuell das Wachstumspotenzial der eigenen Online-Shops.
- Im laufenden Jahr mussten die Wachstumsziele zwei Mal revidiert werden.
- Die Liquidität ist für größere Zukäufe aktuell zu gering.
- Die Tochter Grafenfels muss sich am Markt erst noch etablieren.

## Risiken

- Die Marktentwicklung ist noch stark im Fluss, bestehende Shops können schnell den Anschluss verlieren.
- Aufgrund des Markteintritts von Start-ups mit starker Finanzbasis könnten die Marketingkosten im Web längere Zeit hoch bleiben.
- In dem wettbewerbsintensiven Umfeld könnte sich der Break-even nach hinten schieben.
- Das Fehlschlagrisiko bei der Etablierung neuer Marken ist relativ hoch.
- Das komplexe Omnichannel-Geschäft und das hohe Innovationstempo im Digitalmarkt stellen große Anforderungen an das IT-Management.
- Weitere Bewertungsverluste beim Abbau des VC-Portfolios würden das Eigenkapital schmälern.

# Profil

## Fokus auf Markt für Schlafwelten

bmp hat sich im letzten Jahr neu aufgestellt. Das vormals betriebene VC-Geschäft wird seitdem wegen einer Änderung der Regulierung abgewickelt, stattdessen fokussiert sich das Unternehmen nun auf den E-Commerce für den Bereich Schlafwelten. Die Gesellschaft agiert als eine operativ tätige Holding, die über Mehrheitsbeteiligungen zunächst den deutschen und perspektivisch auch den europäischen Markt adressiert. Keimzelle der neuen Strategie ist die aus dem VC-Geschäft bestehende Beteiligung an der sleepz GmbH, der Anteil an der Gesellschaft konnte mittlerweile auf 66,8 Prozent aufgestockt werden. Im letzten November wurde die Marktposition durch die Übernahme von 60 Prozent der Matratzen-Union-Gruppe ausgebaut. Eine wichtige Säule im Geschäftsmodell stellt auch die Etablierung eines neuen Labels dar, die hundertprozentige Tochter Grafenfels Manufaktur GmbH fokussiert sich auf ein neues Matratzensortiment. In der gesamten Gruppe werden mittlerweile 64 Mitarbeiter beschäftigt.



\* Arbeitnehmer per 30.06.2016

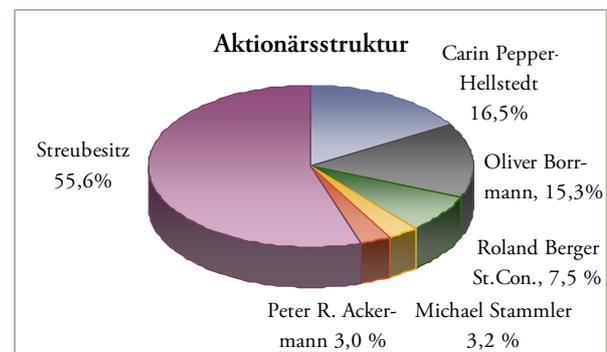
\*\* Zur Matratzen Union Gruppe gehören neben der gleichnamigen GmbH auch die Markenschlaf GmbH, die Ecom Union GmbH sowie die Denkvertrieb GmbH

Quelle: Unternehmen

## Versiertes Team

Vorstand der Holding ist bmp-Gründer Oliver Borrmann, der mit einem Anteil von 15,3 Prozent

auch der zweitgrößte Einzelaktionär der Gesellschaft ist (siehe Grafik). Das Geschäft wird in enger Zusammenarbeit mit dem Führungspersonal der Töchter weiterentwickelt, die über eine langjährige Expertise im Markt für Schlafwelten verfügen. Youssef Hassan, der Geschäftsführer von sleepz, ist beispielsweise seit mehr als zehn Jahren im Sektor aktiv und hat erfolgreich mehrere Unternehmen aufgebaut. An der Spitze der Matratzen-Union-Gruppe steht auch nach der Übernahme weiterhin Martin Jungermann, der die Gesellschaft 2011 gegründet hatte und schon damals eine mehr als 15-jährige Branchenerfahrung vorweisen konnte. Für Grafenfels wurde schließlich mit Stefan Müller ein Experte für den Bereich Business Development gewonnen, der u.a. den E-Commerce-Vertrieb von CT Formpolster, einem Hersteller von Blockschäumen (u.a. für Matratzen), betreut hat.



Quelle: Unternehmen

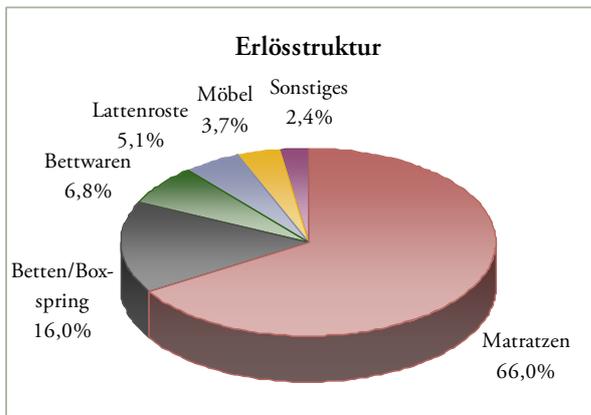
## Breites Sortiment

Die Tochter sleepz hat sich als Vollsortimenter positioniert, die über verschiedene Vertriebskanäle rund 50 Tsd. Artikel aus dem Bereich Schlafwelten anbietet. Zu diesem Zweck wurden mehrere Onlineshops etabliert, die Flaggschiffe sind [www.perfekt-schlafen.de](http://www.perfekt-schlafen.de) und [www.matratzendiscount.de](http://www.matratzendiscount.de), außerdem betreibt sleepz einen stationären Showroom in Berlin und ein eigenes Lager. Die Gesellschaft arbeitet mit zahlreichen Markenherstellern zusammen, bietet aber

auch die Eigenmarken Matratzenheld und Suripur an. Im letzten Jahr hat sleepz einen Umsatz von 6,4 Mio. Euro erwirtschaftet.

### (Eigen-) Marken als Ergebnistreiber

Eigenmarken bieten Potenzial für hohe Margen, insbesondere im Matratzengeschäft. Mit einem Anteil von zwei Dritteln am Gruppenumsatz (siehe Grafik) ist der Verkauf von Matratzen der mit Abstand wichtigste Erlösträger. Auch die von bmp gegründete Tochter Grafenfels Manufaktur GmbH adressiert das Segment und will dort eine neue Marke aufbauen. Unter dem Label Grafenfels wurde ein fokussiertes Sortiment mit fünf Produktlinien für das mittlere bis obere Preissegment entwickelt, mit denen Marktforschungen zufolge die wesentlichen Zielgruppen adressiert werden können. Der Vertrieb erfolgt online, aber auch über den stationären Handel mit einem speziellen Point-of-Sale-Konzept. Inzwischen sind Grafenfels-Matratzen bei mehr als 35 Händlern verfügbar.



Quelle: Unternehmen

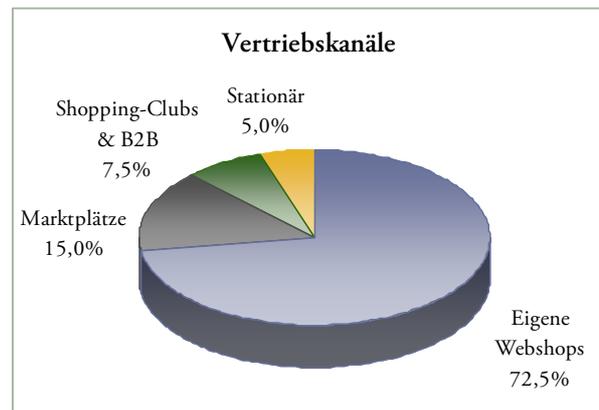
### Der Logistikspezialist

Der Matratzenverkauf zählt auch zu den Spezialitäten der Matratzen-Union-Gruppe, zu der die vier Gesellschaften Matratzen Union GmbH, Markenschlaf GmbH, Ecom Union GmbH und DenkVertrieb GmbH gehören. Daneben hat sich die Tochter insbesondere auf die Vermarktung von Boxspringbetten, Lattenrosten und weiteren (Schlafraum-) Möbeln fokussiert. Matratzen Union verfügt über ein großes Lager und hat sehr effiziente Logistikpro-

zesse installiert, die kurze Lieferzeiten zu niedrigen Kosten ermöglichen. Der Vertrieb erfolgt u.a. über mehrere Onlineshops, im letzten Jahr summierte sich der Umsatz auf 6,4 Mio. Euro.

### Synergien in der Gruppe

Von der Logistikkompetenz der Matratzen Union profitiert die gesamte Gruppe, vor allem im Bereich eigener Matratzen-Produkte können die anderen Töchter auf diese Leistungen zurückgreifen. Auch darüber hinaus besteht Potenzial für umfangreiche Synergien. Eine Bündelung der Einkaufsvolumina ermöglicht bessere Konditionen, die einzelnen Gesellschaften können zudem durch die Holding bei administrativen Aufgaben wie Buchführung, Controlling sowie in der Finanzierung entlastet werden. Ähnliche Effekte lassen sich über eine Kooperation im für das Onlinegeschäft erfolgskritischen IT-Bereich realisieren. Während sich diese Punkte im Wesentlichen auf der Kostenseite bemerkbar machen, kann auch der Absatz durch eine intensive Zusammenarbeit stimuliert werden, indem über die etablierten Vertriebskanäle ein Cross-Selling der Produkte der anderen Töchter erfolgt und eine gemeinsame Marketingstrategie entwickelt wird.



Quelle: Unternehmen

### Marktplätze gewinnen an Bedeutung

Bislang erfolgt der Verkauf zu fast drei Vierteln über eigene Webshops (siehe Grafik). Da allerdings die Generierung von Traffic in einem mittlerweile sehr wettbewerbsintensiven Umfeld (siehe Marktteil) sehr kostspielig ist, geht das Management davon aus, dass

die relative Bedeutung dieses Vertriebskanals eher abnimmt. Stattdessen soll der Umsatz über große Marktplätze wie Amazon oder Hitmeister deutlich zunehmen, auch für die Bereiche Shopping-Clubs/ B2B und das stationäre Geschäft erwartet bmp einen relativen Bedeutungszuwachs. Das Unternehmen will dabei mit einer hohen Produktqualität, einer hohen Warenverfügbarkeit und entsprechend kurzen Lieferzeiten sowie mit einem umfangreichen Beratungs- und Serviceangebot punkten. Im Rahmen des verfolgten Buy-and-build-Ansatzes hält bmp weiter Ausschau nach synergetischen Akquisitionschancen, die das Portfolio ergänzen und abrunden. Letztlich will sich das Unternehmen in der Top-Gruppe des

Marktes festsetzen – mit einem breiten Sortiment und einer hohen Produktkompetenz (siehe Grafik).

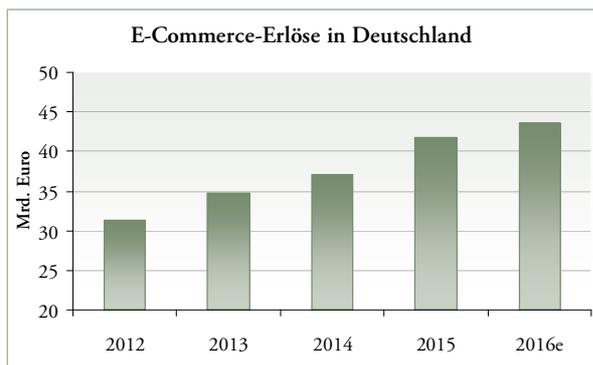


Quelle: Unternehmen

# Markt

## E-Commerce-Erlöse wachsen zweistellig

E-Commerce ist ein unverändert dynamischer Wachstumsmarkt, der seinen Marktanteil zu Lasten des stationären Handels ausweitet. Im letzten Jahr hat sich der Einzelhandelsumsatz in Deutschland nominal um 3,1 Prozent auf 472,4 Mrd. Euro erhöht, während die Onlineerlöse um etwa 12 Prozent auf 41,7 Mrd. Euro expandierten (Quelle: HDE). Für die laufende Periode erwartet der Handelsverband ein Wachstum des Gesamtmarktes um 2 Prozent, während das Geschäft über das Internet mit 11 Prozent erneut eine zweistellige Steigerungsrate erzielen soll.

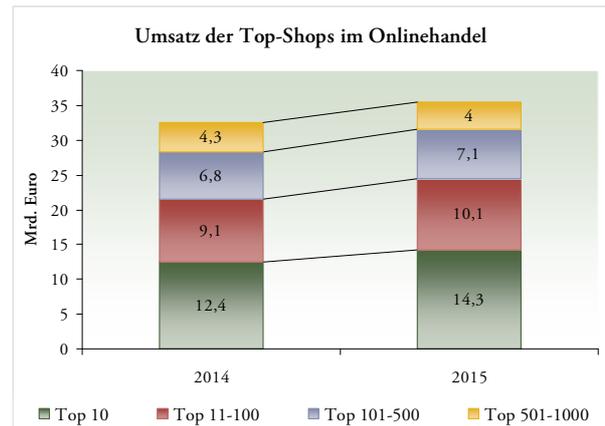


Quelle: HDE

## Konzentrationsprozess im Onlinehandel

Allerdings profitieren nicht alle Anbieter gleichermaßen von dem Marktwachstum. Zuletzt konnten vor allem die Platzhirsche wie Amazon, Otto und Zalando überproportional zulegen, während kleinere Betreiber eher zu kämpfen hatten. Die zehn größten Shops in Deutschland haben nach der Erhebung von EHI und Statista im letzten Jahr ihren Umsatz um 15,3 Prozent auf 14,3 Mrd. Euro gesteigert. Demgegenüber verzeichnete die untere Hälfte der Top-1.000 sogar einen Rückgang um 7 Prozent auf 4 Mrd. Euro. Damit vollzieht sich ein Konzentrationsprozess in der Branche. Die Top-10-Gruppe liegt inzwischen bei einem Marktanteil (gemessen an den Top-1.000) von 40,3 Prozent, die untere Hälfte

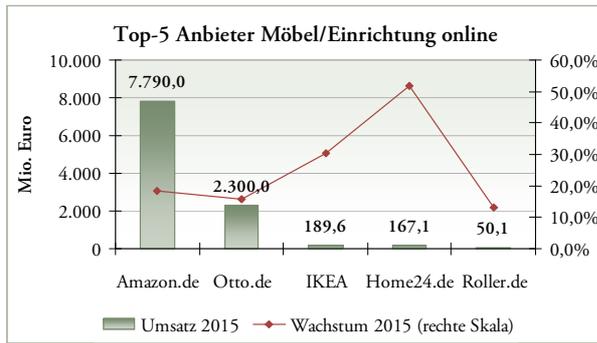
des Tableaus kommt nur noch auf etwas mehr als ein Zehntel des Gesamtvolumens.



Quelle: EHI, Statista, KPMG (Trends im Handel 2025)

## Große Sprünge möglich

Trotzdem ist der Markt nicht zementiert, etlichen Newcomern gelang ein großer Sprung nach vorn. So liegt beispielsweise der Otto-Ableger aboutyou.de anderthalb Jahre nach der Gründung schon auf Platz 70, mit hellofresh.de schaffte es ein Start-up aus dem Portfolio von Rocket Internet neu in die Top-100. In Bewegung ist auch der Onlinemarkt für Schlafwelten, das Zielsegment von bmp. Der Sektor ist immer noch vergleichsweise wenig erschlossen, lange Zeit haben die etablierten Hersteller ihre Pfründe verteidigt – mit zum Teil wettbewerbswidrigen Methoden, wie ein Urteil (und weitere Untersuchungen) des Bundeskartellamts zum Matratzenmarkt zeigen. Doch mittlerweile ist der Markt durch zahlreiche Newcomer aufgebrochen worden, auch die etablierten Player haben daher ihr Onlineengagement massiv intensiviert.



Quelle: EHI, Statista

### Kein Spezialist für Schlafwelten in Top-100

Der Gesamtmarkt für Möbel- und Einrichtungsgegenstände in Deutschland lag im letzten Jahr bei knapp 33 Mrd. Euro, auf die Schlafzimmersausrüstung entfielen davon 12 Prozent (Quelle: Statistisches Bundesamt, BVDM). Der E-Commerce-Umsatz liegt hier inzwischen bei etwa 10 Prozent (Quelle: bevh). Auf eine ähnliche Onlinequote kommt der Matratzenmarkt, dessen Gesamtvolumen sich auf rd. 1 Mrd. Euro summiert (Quelle: Branchenradar Matratzen). Im Onlinegeschäft für Schlafwelten gibt es noch keinen dominanten Player. Die größten Akteure sind Amazon, Otto, IKEA und Home24, die aber nur einen kleinen Teil ihrer Erlöse in diesem Segment erwirtschaften. Schon die Nummer fünf, Roller.de, kommt nur auf einen gesamten Onlineumsatz von rund 50 Mio. Euro – inklusive des gesamten Möbelgeschäfts. Daher entfällt ein substantieller Anteil des Marktes auf eine Vielzahl kleinerer Spezialisten.

### Harter Kampf um Traffic

Der übergeordnete Trend eines verstärkten Onlineengagements stationärer Anbieter, die mit den E-Commerce-Spezialisten um Marktanteile wettstreiten, spiegelt sich in einer höheren Konkurrenzintensität – vor allem im Kampf um Traffic und eine attraktive Positionierung im Internet. Dies macht sich in der Performance der Spezialisten für Schlafwelten negativ bemerkbar, die insgesamt an Boden verloren haben. So ist etwa die Seite des Otto-Ablegers schlafwelt.de binnen Jahresfrist im deutschen Traffic-Ranking von Platz 2.167 auf Platz 2.994 abgerutscht, bettwaren-shop.de (von 3.982 auf 7.514),

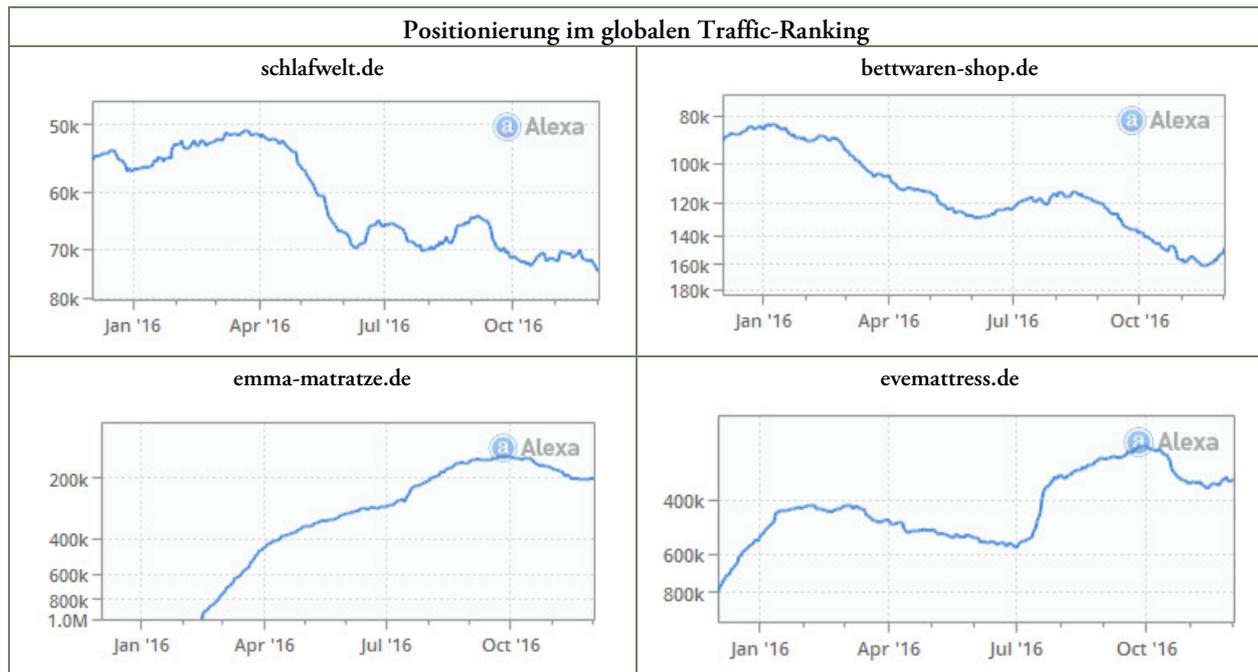
matratzen-concord.de (von 9.038 auf 12.409) und raversberger-matratzen.de (von 13.842 auf 27.808) hat es noch härter getroffen. Dieselbe Tendenz ist aus dem Traffic der wichtigsten Shops von bmp-Töchtern ablesbar, perfekt-schlafen.de (von 18.126 auf 26.855) schafft es gerade noch auf Platz zehn der Schalfwelt-Spezialisten (Datenquelle: alexa.com).



Quelle: Eigene Erhebung auf Alexa.com, Stand 04.12.2016

### Zahlreiche Newcomer

Druck kommt dabei auch von zahlreichen Start-ups, die vor allem den Matratzenmarkt ins Visier nehmen. Vorreiter ist das 2013 gegründete US-Unternehmen Casper, das mit einem Einproduktkonzept („One-fits-all“) eine radikale Vereinfachungsstrategie für den heterogenen Markt gewählt hat. In 2015 konnte die Gesellschaft bereits einen Umsatz von 100 Mio. US-Dollar erwirtschaften, Mitte dieses Jahres wurde auch das Deutschlandgeschäft gestartet. Hierzulande haben sich aber in der Zwischenzeit zahlreiche Nachahmer ähnlich positioniert. Am erfolgreichsten ist bislang die Bettzeit-Gruppe mit der 2015 gegründeten Tochter Emma Matratzen GmbH und ihrem gleichnamigen Produkt, die für sich mit 1.000 verkauften Matratzen pro Woche per Mitte 2016 einen Marktanteil von 60 Prozent im deutschen One-fits-all-Markt beanspruchte. Als aufstrebender Konkurrent mit einem ähnlichen Konzept erwies sich zuletzt das deutsch-britische Unternehmen Eve Sleep Ltd., das seinen Absatz in Deutschland per Jahresmitte auf rund 1.000 Matratzen pro Monat bezifferte. Während die arrivierten Anbieter in der Traffic-Positionierung abgerutscht sind, konnten die Start-ups in kurzer Zeit eine respektable Posi-



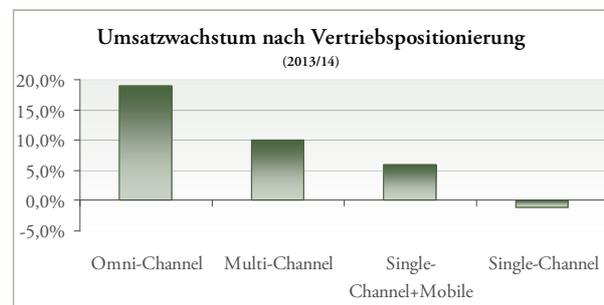
Quelle: alexa.com

tion erreichen, wie die grafische Gegenüberstellung auf dieser Seite zeigt (Basis: Globale Traffic-Positionierung).

### Wandel wird sich fortsetzen

Wir sehen diese Entwicklung aber lediglich als Momentaufnahme. Die „One-fits-all“-Anbieter spüren bereits Gegenwind. So hat beispielsweise Stiftung Warentest mehrere Angebote stark bemängelt und insbesondere das Konzept, das eine Matratze für alle Gewichtsklassen passt, in Frage gestellt. Auch von anderer Seite kommt Anpassungsdruck. Im Handel gewinnt der Multi- bzw. Omnichannel-Gedanke zunehmend an Bedeutung. Umfragen zeigen, dass die Kunden neben dem Onlineshop in zunehmendem Maße auch eine stationäre Präsenz erwarten, etwa für Fragen, Rückgaben oder Beschwerden. Schon in jüngster Zeit waren vor allem diejenigen Anbieter besonders erfolgreich, die alle relevanten Vertriebskanäle besetzen konnten. Single-Channel-Nutzer mussten hingegen einen Umsatzrückgang hinnehmen (siehe Grafik). Unter den Top-1.000 der führenden Onlineshops in Deutschland bieten ein knappes Drittel einen Click & Collect-Service mit Zahlung in der Filiale an, ein Viertel erlaubt die Rückgabe von On-

linekäufen in den Filialen (Quelle: KPMG – Trends im Handel 2025).



Quelle: KPMG (Trends im Handel 2025)

### Liefargeschwindigkeit als Erfolgskriterium

Die Online-Spezialisten für Schlafwelten werden daher stationär Präsenz zeigen müssen. Die Emma Matratzen GmbH hat darauf bereits reagiert und arbeitet mit dem Spezialisten für Wohnaccessoires, Butlers, zusammen, der die Matratzen auch in seinen Filialen anbietet. Andere Anbieter richten Flagshipstores oder Showrooms ein – und haben dabei noch einen weiteren Parameter im Blick, der immer wichtiger wird: die Lieferzeit für die vom Kunden gewünschte Ware. Dieses Kriterium gewinnt in der Kaufentscheidung zunehmend an Bedeutung, und

die Spannbreite im Markt ist noch beträchtlich. Nach einer Umfrage unter Onlinehändlern können knapp 50 Prozent die Ware innerhalb von 24 Stunden liefern, ein weiteres Viertel nach ein bis zwei Tagen. Für die nächsten ein bis drei Jahre wird eine deutliche Verkürzung der Zeitspannen erwartet und anvisiert, etwa die Hälfte der Anbieter will dann in ein bis zwei Stunden (12 Prozent) oder zumindest am Tag der Bestellung (36 Prozent) ausliefern (Quelle: EHI-Studie Versand- und Retourenmanagement im E-Commerce 2016). Ein Beispiel für den Matratzenmarkt liefert Casper, die Amerikaner können bspw. in New York und San Francisco das Produkt 60 Minuten nach dem Auftragseingang auf den Weg bringen.

### **Die richtige Mischung**

In Summe bietet das Marktumfeld im Bereich der Schlafwelten große Chancen, ist aber auch durch ei-

ne hohe Wettbewerbsintensität gekennzeichnet. Es gibt keinen dominanten Player, so dass durchaus schnell eine führende Position erobert werden kann, wie Beispiele aus anderen Sektoren zeigen. Allerdings verstärken die stationären Händler ihre Bemühungen, und Start-ups mit zum Teil starker Kapitalbasis setzen zunächst auf Marktanteilsgewinne (zu Lasten der Profitabilität) und sorgen so für hohe Werbepreise. Hier kommt es für einen Anbieter wie bmp darauf an, die richtige Mischung aus effizientem Marketing und der Sortimentszusammenstellung zu finden, kombiniert mit einer reibungslosen und schnellen Logistik. Gerade letzterem Punkt kommt aufgrund der oftmals sperrigen Waren und der damit verbundenen hohen Kosten sowie einem zunehmenden Anspruch auf eine schnelle Lieferung eine hohe Bedeutung zu.

# Zahlen

## Neustart in 2015

Im Geschäftsjahr 2015 hat bmp erstmals Erlöse im neuen Kerngeschäft Schlafwelten erwirtschaftet, das Unternehmen hat einen Umsatz von 4,8 Mio. Euro ausgewiesen. Wären die beiden bereits am Markt aktiven Gesellschaften der Gruppe, die sleepz GmbH (Konsolidierung ab Mai, Umsatzbeitrag 4,1 Mio. Euro) und die Matratzen Union Gruppe (Konsolidierung ab Dezember, Umsatzbeitrag 0,7 Mio. Euro), über zwölf Monate erfasst worden, hätte sich der Konzernumsatz auf 12,8 Mio. Euro belaufen. Die neu gegründete Tochter Grafenfels Manufaktur GmbH lieferte noch keinen Beitrag zu den Einnahmen, da sich das Geschäft noch in der Aufbauphase befand.

Geschäftszahlen	2014	2015	Änderung
Umsatz	0,0	4,75	-
EBIT	-0,46	-1,86	-
Erg. fortgeführte Akt.	-0,45	-1,99	-
Erg. aufgegeb. Bereich	0,17	-1,45	-
JÜ nach Ant. Dritter	-0,29	-2,81	-

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Ergebnis noch defizitär

Der Materialaufwand als wichtigster Kostenposten lag im letzten Jahr bei 3,17 Mio. Euro oder 66,7 Prozent vom Umsatz, der Personalaufwand belief sich auf 0,78 Mio. Euro (16,4 Prozent). Insgesamt war das Betriebsergebnis aus dem Kerngeschäft mit -1,89 Mio. Euro etwas schwächer als erwartet, die Guidance hatte bei einem Defizit von 1 bis 1,5 Mio. Euro gelegen. Dies war u.a. auf die Anlaufkosten für Grafenfels, denen noch keine Einnahmen gegenüberstanden, und auf eine moderate Planverfehlung von sleepz zurückzuführen. Unter dem Strich hat der Konzern einen Jahresfehlbetrag nach Anteilen Dritter von -2,81 Mio. Euro ausgewiesen. Neben dem operativen Defizit aus dem laufenden Geschäft kam noch ein buchhalterischer Effekt aus den Venture-

Capital-Beteiligungen, dem ehemaligen Kerngeschäft (für 2015 als aufgegebenen Geschäftsbereich bilanziert), zum Tragen. Eine saldierte Nettoabwertung der Bilanzansätze führte zu einem Buchverlust von 1,45 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	Q3 15	Q3 16	Änderung
Umsatz	1,4	3,2	+124,3%
EBITDA	-0,6	-0,3	-
EBIT	-0,7	-1,5	-
JÜ nach Ant. Dritter	-0,9	-1,6	-

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Drittes Quartal verfehlt Erwartungen

Im ersten Halbjahr 2016 hatte bmp Erlöse in Höhe von 7,7 Mio. Euro erwirtschaftet und sich damit im Rahmen der Planung bewegt, die einen organischen Umsatzanstieg auf mehr als 20 Mio. Euro vorsahen. Der Zeitraum Juli bis September ist dann mit 3,2 Mio. Euro allerdings deutlich unter den Erwartungen geblieben. Ursächlich dafür war ein branchenweit wetterbedingt sehr schwacher September, der zu einer Rabattschlacht führte. Insgesamt hat sich der Wettbewerb um attraktive Platzierungen im Web (Adwords) massiv verschärft. Hinzu kamen technische Umstellungsprobleme in den Shops von sleepz sowie ein verspäteter Markteintritt von Grafenfels wegen einer finalen Produktoptimierung. Ergebnisseitig ist im operativen Kerngeschäft dennoch nur ein kleiner Fehlbetrag von -0,38 Mio. Euro angefallen. Unter Berücksichtigung der Wertanpassungen im VC-Altportfolio belief sich das EBIT allerdings auf -1,5 Mio. Euro und der Quartalsverlust nach Anteilen Dritter auf -1,6 Mio. Euro (aufgrund der in den IFRS-Regeln vorgesehenen Fristen für einen „aufgegebenen“ Geschäftsbereich wurde das Ergebnis aus dem VC-Bereich im laufenden Jahr nicht mehr gesondert ausgewiesen).

## Mehrere Verkäufe im zweiten Halbjahr

Der Abbau des VC-Altportfolios kommt gut voran. Im dritten Quartal hat bmp die Anteile an komoot und department one veräußert und damit Einnahmen in Höhe von 1,3 Mio. Euro generiert, die erzielten Preise lagen jeweils leicht über dem Buchwert. Die Wertverluste, die für den Zeitraum Juli bis September verbucht wurden, dürften insbesondere auf eine antizipative Abwertung der Anteile an brand eins zurückzuführen sein, nachdem diese im Oktober zu einem Preis „im unteren einstelligen Millionen-Euro-Bereich“ veräußert wurden. Der Buchwert der acht noch bestehenden VC-Beteiligungen liegt nach der Transaktion bei 11 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	9M 15	9M 16	Änderung
Umsatz	2,4	10,9	+358,7%
EBITDA	-1,0	-1,0	-
EBIT	-1,0	-3,6	-
JÜ nach Ant. Dritter	-0,2	-3,7	-

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Keine Trendwende im Schlussquartal

Nach neun Monaten errechnet sich ein Saldo aus Erträgen und Aufwendungen aus der Neubewertung von Anteilen von -2,5 Mio. Euro, der damit maßgeblich verantwortlich ist für den EBIT-Fehlbetrag von -3,6 Mio. Euro. Die Erlöse liegen hingegen mit 10,9 Mio. Euro um 358,7 Prozent über dem Vor-

jahr, ein substanzieller Teil davon entfällt allerdings auf Konsolidierungseffekte. Vor dem Hintergrund des schwachen dritten Quartals hatte das Management im September für das letzte Kalendervierteljahr Erlöse von 5 bis 7 Mio. Euro in Aussicht gestellt und die Jahresguidance damit auf 16 bis 18 Mio. Euro abgesenkt. Da allerdings im vierten Quartal in einem wettbewerbsintensiven Umfeld unverändert hohe Preise für die Traffic-Generierung bezahlt werden müssen, ist das Unternehmen von dieser Zielsetzung zugunsten der Profitabilität abgerückt. Nun werden nur noch Erlöse in Höhe von 4 Mio. Euro für die letzten drei Monate und damit 15 Mio. Euro für das Gesamtjahr 2016 anvisiert, das entspricht immer noch einem organischen Wachstum der Gruppe von 17 Prozent. Im Schlussquartal werden die Matratzen-Union-Gruppe und sleepz plangemäß zusammengefasst erstmals ein positives operatives Ergebnis erwirtschaften.

## Bilanziell sehr solide

Obwohl die Abwertungen der VC-Positionen und die operativen Verluste das Eigenkapital etwas geschmälert haben, steht bmp bilanziell sehr solide dar. Per Ende September lag die Eigenkapitalquote bei 57 Prozent. Nach der Veräußerung der Anteile von brand eins könnte das Unternehmen jetzt einen kleineren Zukauf stemmen, weitere Beteiligungsverkäufe würden die finanziellen Voraussetzungen für die Übernahme größerer Targets schaffen.

# Equity-Story

## Dynamischer Markt

Mit seinen Tochterunternehmen agiert die bmp Holding in einem sehr dynamischen Markt. Bislang war der Anteil der E-Commerce-Erlöse am Gesamtumsatz im Bereich Schlafwelten noch gering, der Marktforscher GfK hat ihn für 2014 auf lediglich 2 bis 3 Prozent der Branchenerlöse in Deutschland taxiert. Doch mittlerweile hat das Geschäft Fahrt aufgenommen. Angestammte Gewohnheiten im Sektor, wie die ausgeprägte Preismacht der großen Hersteller, werden durch zahlreiche Markteintritte aufgebrochen, insbesondere im Matratzengeschäft („One-fits-all“) gab es in jüngster Zeit viele Neugründungen. Diese versuchen aktuell, mit hohen Marketingausgaben schnell eine bekannte Marke aufzubauen. Das schafft ein kompetitives Umfeld, so dass Umsatzwachstum trotz der dynamischen Marktentwicklung für bmp kein Selbstläufer ist, wie die Revisionen der Erlösziele im laufenden Jahr verdeutlicht haben. Die massive Werbewelle dürfte allerdings auch wieder abebben, da sich zu hohe Kundengewinnungskosten in einer Branche mit sehr langen Kaufzyklen nicht rechnen.

## Smartes Konzept

bmp setzt in diesem Umfeld auf ein smarteres Konzept, das eine ausgewogene Mischung zwischen Wachstum und Profitabilität vorsieht. Aktuell versucht das Unternehmen vor allem in Bereichen zuzulegen, die weniger wettbewerbsintensiv sind – vor allem Betten und Bettwaren. Mit dem effizienten Logistikkonzept der Matratzen-Union-Gruppe besteht eine aussichtsreiche Basis für eine Expansion. Der Vertrieb soll zunehmend über starke Partner erfolgen, etwa große Marktplätze oder B2B-Kooperationen, die ihrerseits über etablierte (auch stationäre) Absatzkanäle verfügen.

## Kein dominanter Player

Bei der Partnersuche profitiert bmp davon, dass das Unternehmen schon heute zu den Großen im E-

Commerce für Schlafwelten zählt, denn es gibt noch keinen dominanten Player. Für die Branchenriesen wie Amazon und Otto ist der Sektor bislang nur ein Randbereich, Möbelhäuser wie IKEA oder Roller fällt es schwer, ihren Erfolg mit dem Filialgeschäft adäquat ins Internet zu übertragen. Auch Spezialisten für Schlafwelten wie das Dänische Bettenlager generieren im Web lediglich Erlöse von knapp über 20 Mio. Euro (Jahr 2015); die von Otto etablierte, speziell auf den Bereich zugeschnittene Seite schlafwelt.de lag im letzten Jahr sogar unter 15 Mio. Euro (Datenquelle: EHI, Statista). Insgesamt sind damit für bmp die führenden Anbieter im Sektor in Reichweite.

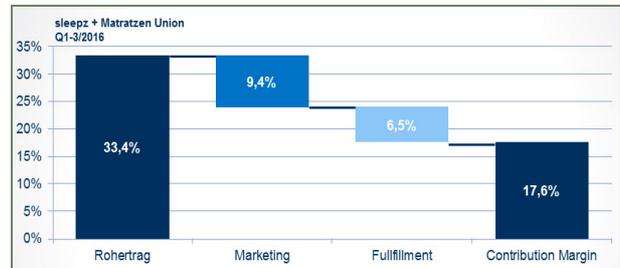
## Antreiber der Branchenkonsolidierung

Die Verschärfung der Wettbewerbsintensität hat durchaus auch positive Effekte für bmp, die Akquise von Targets dürfte einfacher werden. Die Entwicklung der Traffic-Zahlen der Shops verdeutlicht, dass es vor allem mit einfachen E-Commerce-Ansätzen schwieriger wird, ausreichend Geschäftsvolumen zu generieren. Das dürfte vor allem kleinere, spezialisierte Anbieter unter Druck setzen. Der Anschluss an eine größere Gruppe scheint dabei durchaus attraktiv, um sich Unterstützung im Marketing, bei der operativen Abwicklung (Lager, Logistik) und bei der technologischen Weiterentwicklung zu sichern. Denn der Trend geht zu Omnichannel-Konzepten mit kurzen Lieferzeiten, was die Komplexität und die Anforderungen an erfolgreiche Geschäftsmodelle erhöht. Wir trauen bmp zu, weiter aktiv an der Branchenkonsolidierung mitzuwirken. Für das Unternehmen geht es vor allem darum, einzelne Bereiche und Kompetenzen noch zu stärken. Der Zukauf von Umsatzvolumina begünstigt zudem die Realisierung von Skaleneffekten.

## Hohe Margen

Das würde sich relativ schnell positiv in der Margenentwicklung niederschlagen. Ohnehin sieht man schon an den aktuellen Zahlen, dass das Unternehmen in einem Segment aktiv ist, in dem gute Renditen erzielbar sind. Mit den Neunmonatszahlen hat bmp erstmals Einblick in die operative „Contribution Margin“ der Töchter sleepz und Matratzen-Union gegeben, die den Überschuss (in Relation zum Umsatz) wiedergibt, der vom Rohertrag nach Abzug der Kosten für Marketing und Fulfillment übrig bleibt. Die Marge liegt derzeit bereits bei 17,6 Prozent und damit deutlich oberhalb der Werte, die beispielsweise Windeln.de, Zalando oder Zooplus erzielen. Und es besteht noch Aufwärtspotenzial. Sollte

nämlich das Geschäft mit den Produkten von Grafenfels sowie mit Eigenmarken einen größeren Anteil der Erlöse erwirtschaften, würde das nach unserer Einschätzung mit einem signifikanten Margenanstieg einhergehen.



Quelle: Unternehmen

# DCF-und Peer-Group-Bewertung

## Dynamik in 2016 enttäuschend

Das Wachstum von bmp im laufenden Jahr ist enttäuschend, wir hatten uns von dem Unternehmen mehr erwartet. Der intensive Kampf um Traffic von Online-Matratzenshops hat dazu geführt, dass viele Marketinginstrumente im Web aktuell kein vorteilhaftes Kosten-Nutzenverhältnis mehr aufweisen. Daher verläuft die organische Entwicklung des Konzerns nicht so dynamisch wie erhofft, obschon die nun anvisierte Wachstumsrate von 17 Prozent auf vergleichbarer Basis immer noch beachtlich ist. Zudem konnte in 2016 bislang keine weitere Akquisition realisiert werden. Wir reduzieren daher unsere (im September bereits deutlich abgesenkte) Umsatzschätzung für die Finanzperiode weiter auf 15 Mio. Euro in Übereinstimmung mit dem Zielwert des Managements. Für das Schlussquartal rechnen wir mit einem kleinen operativen Fehlbetrag auf Konzernebene (wegen der Holdingkosten und Grafenfels) und sehen das EBITDA auf dieser Basis bei -1,2 Mio. Euro.

## Adjustierte Wachstumsstrategie

Die Voraussetzungen für das nächste Jahr sind allerdings trotzdem durchaus aussichtsreich. Der zuletzt abgeschlossene Verkauf von brand eins schafft die finanziellen Voraussetzungen für eine kleine Akquisition, die wir nun für 2017 eingeplant haben. Zudem hat das Management auf die Marktbedingungen reagiert und die Wachstumsstrategie adjustiert. Der Absatz soll nun stärker über die zentralen Marktplätze und mit Hilfe großer Partner forciert werden. Aktuell laufen die Vorbereitungen, das Unternehmen stößt dabei nach Auskunft des Managements auf positive Resonanz. Ist bmp auf diesem Gebiet erfolgreich, könnte das Wachstum deutlich beschleunigt werden. Wir kalkulieren aber zunächst einmal vorsichtig und rechnen (inkl. der kleinen Akquisition) mit einem Umsatz von 20,5 Mio. Euro im nächsten Jahr. Ab 20 Mio. Euro ist der Konzern nach aktuellen Verlautbarungen in der Lage, profitabel zu wirtschaften, wir gehen daher von einem operativen

Überschuss (EBITDA) in Höhe von 0,45 Mio. Euro aus.

## Verkauf der VC-Beteiligungen

Wir rechnen ferner damit, dass im nächsten Jahr die restlichen Positionen aus dem VC-Portfolio planmäßig veräußert werden. Der kumulierte Restbuchwert inklusive ausgegebener Darlehen liegt aktuell bei ca. 11 Mio. Euro. Wir haben für 2017 Einnahmen in Höhe von 7 Mio. Euro und Abschreibungen in Höhe von 4 Mio. Euro einkalkuliert. Das um die Abschreibungen korrigierte EBIT dürfte damit leicht positiv ausfallen.

## Mittelfristige Perspektiven

Mit dem Verkauf des Restportfolios sehen wir die Voraussetzungen gegeben, um über weitere Zukäufe zu wachsen. Von 2018 bis 2020 haben wir je eine größere Akquisition und – in Verbindung mit einem dynamischen organischen Wachstum – relativ hohe Steigerungsraten für den Umsatz unterstellt. Das Wachstum sollte die Realisierung von Skaleneffekten ermöglichen, zusätzlich dürfte ein unterstellter höherer Anteil von Grafenfels-Produkten und Eigenmarken positiv auf die erzielbare Rendite wirken. Für 2020 taxieren wir den Konzernumsatz auf 64,7 Mio. Euro und die EBIT-Marge auf 4,2 Prozent. Damit liegen wir weit unter dem kommunizierten Ziel des Managements, das in den nächsten drei bis fünf Jahren einen Umsatz von 100 bis 200 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 5 bis 10 Prozent erreichen will. Dieses Szenario stellt im Verhältnis zu unserem Bewertungsmodell ein großes Upside-Potenzial dar.

## Zielmarge 5 Prozent

Gegen Ende des Detailprognosezeitraums lassen wir die Wachstumsraten deutlich abschmelzen, die EBIT-Zielmarge sehen wir bei rund 5 Prozent. Die Tabelle auf der folgenden Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigs-

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	15,0	20,5	30,8	46,2	64,7	74,4	83,4	87,5
Umsatzwachstum		37,0%	50,0%	50,0%	40,0%	15,0%	12,0%	5,0%
EBIT-Marge	-10,36%	1,68%	3,66%	3,98%	4,19%	4,44%	4,91%	5,06%
<b>EBIT</b>	<b>-1,6*</b>	<b>0,3*</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>
Steuersatz	0,00%	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<b>NOPAT</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,8	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>
- Zunahme Net Working Capital	-3,5	-0,7	-1,0	-0,8	-0,9	-0,9	-0,5	-0,4
- Investitionen AV	0,9	4,8	-2,8	-3,0	-3,1	-0,7	-0,8	-0,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>-1,4</b>	<b>4,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>

\*bereinigt um Wertänderungen/Abschreibungen auf das VC-Alt-Portfolio (2016e: -2,54 Mio. Euro; 2017e: -4 Mio. Euro)

SMC-Schätzmodell

ten Kennzahlen bis 2023. Detaillierte Übersichten zur Entwicklung von Bilanz, GuV und Cashflow finden sich im Anhang.

## Diskontierungszins

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum nehmen wir einen Sicherheitsabschlag von rund 30 Prozent auf die EBIT-Marge vor und unterstellen darüber hinaus ein ewiges Cashflowwachstum von 1 Prozent. Den freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), wobei wir einen FK-Zins von 6 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisiko-prämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). Für das Beta setzen wir einen Wert von 1,4 an. Daraus resultiert bei einer Zielkapitalstruktur mit 40 Prozent Eigenkapital ein WACC-Satz von 6,9 Prozent.

## Fairer Wert: 1,10 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen resultiert in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,9 Prozent) ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 23 Mio. Euro oder 1,10 Euro je Aktie. Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,9 und 7,9 Prozent) und ewiges Cashflowwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse variiert der faire Wert der Aktie zwischen 0,76 und 1,77 Euro.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
5,9%	1,77	1,58	1,42	1,29	1,18
6,4%	1,52	1,37	1,24	1,14	1,05
6,9%	1,32	1,20	<b>1,10</b>	1,01	0,94
7,4%	1,15	1,06	0,98	0,91	0,85
7,9%	1,02	0,94	0,87	0,82	0,76

Peer-Group	MarketCap	U15	U16	U17	CAGR	KUV16	KUV17
Delticom	224,3	559,8	622,0	662,5	8,8%	0,36	0,34
Windeln.de	82,5	178,6	203,5	241,4	16,3%	0,41	0,34
Zalando	8.653,8	2.958,2	3.680,0	4.530,0	23,7%	2,35	1,91
Zooplus	865,4	711,0	910,5	1.140,0	26,6%	0,95	0,76
Durchschnitt					18,9%	1,02	0,84
<b>bmp</b>	14,5	4,75	15,0	20,5	107,7%	0,97	0,71
Fairer Wert zum ØKUV							17,2

Angaben in Mio. Euro und in Prozent; Quelle: FactSet, eigene Schätzungen

## Peer-Group

Dieses Bewertungsergebnis überprüfen wir im Rahmen einer Peer-Group-Analyse, dabei vergleichen wir bmp mit vier börsennotierten E-Commerce-Unternehmen aus Deutschland: Delticom, Windeln.de, Zalando und Zooplus. Ein Vergleich bietet sich auf Basis der Erlöse und des Kurs-Umsatz-Verhältnisses für 2017 an. Im Durchschnitt werden die Gesellschaften der Peer mit einem Umsatzmultiple von 0,84 bewertet (siehe Tabelle). Bezogen auf den von uns für 2017 konservativ geschätzten Umsatz von bmp in Höhe von 20,5 Mio. Euro würde das eine Bewertung des Geschäftspotenzials mit 17,2 Mio. Euro oder 0,83 Euro je Aktie rechtfertigen. Wir sehen darin allerdings die absolute Untergrenze, denn bmp dürfte noch auf längere Zeit erheblich dynamischer wachsen als die Peer, was in der statischen Betrachtung nicht berücksichtigt wird.

## Kursziel: 1,00 Euro

Wir berücksichtigen daher im Rahmen der Kurszielberechnung das Peer-Ergebnis nur zu einem Drittel, zu zwei Dritteln stützen wir uns auf das DCF-Modell. Daraus resultiert ein fairer Wert von 1,01 Euro je Aktie, woraus wir ein neues Kursziel von 1,00 Euro ableiten. In Relation zum aktuellen Börsenkurs entspricht das einem Aufwärtspotenzial von rund 43 Prozent.

## Überdurchschnittliches Prognoserisiko

Darüber hinaus stufen wir das Prognoserisiko auf einer Punkteskala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) ein. Das laufende Jahr hat mit zwei Absenkungen der Umsatzguidance unterstrichen, dass die Unwägbarkeiten im aktuellen Stadium noch groß sind, daher sehen wir ein überdurchschnittliches Prognoserisiko, das wir mit der Vergabe von 5 Punkten zum Ausdruck bringen.

## Fazit

---

In dem 2015 neu erschlossenen Kerngeschäftsfeld E-Commerce für den Bereich Schlafwelten hat sich bmp in relativ kurzer Zeit etabliert. Mit einem anvisierten Umsatz von 15 Mio. Euro in der aktuellen Periode zählt das Unternehmen schon heute zu den größten Shopbetreibern in Deutschland. Die beiden Töchter sleepz und Matratzen-Union sollen im Schlussquartal zusammengenommen operativ bereits profitabel wirtschaften – auch das ist ein bemerkenswerter Erfolg.

Dennoch brachte das laufende Geschäftsjahr auch Rückschläge. Die Umsatzprognose musste zwei Mal zurückgenommen werden, zuletzt erwies sich vor allem ein intensiver Wettbewerb um Traffic im Web als eine große Wachstumsbremse. Auch weitere Akquisitionen konnten im laufenden Jahr noch nicht realisiert werden.

Das Management hat auf die Entwicklung reagiert und die Strategie adjustiert. Das weitere Wachstum soll verstärkt mit Partnern und über große Marktplätze vorangetrieben werden, entsprechende Verhandlungen und Vorbereitungen laufen bereits. Nach dem Verkauf einer größeren Position aus dem VC-Altbestand besteht zudem nun finanzieller Spielraum für den nächsten Zukauf.

Wir sehen das Unternehmen daher weiter auf einem dynamischen Wachstumspfad – die organische Steigerungsrate dürfte im laufenden Jahr immerhin bei 17 Prozent liegen – und vor dem Sprung in die operative Profitabilität. Der Börsenkurs spiegelt dieses Potenzial noch nicht adäquat wider, unser Bewertungsmodell signalisiert einen Zielkurs von 1,00 Euro und damit ein Aufwärtspotenzial von 43 Prozent. Das Urteil lautet unverändert „Speculative Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	5,2	6,3	7,1	8,8	10,6	12,6	13,1	13,6	14,1
1. Immat. VG	4,9	4,8	5,5	7,0	8,4	9,8	9,7	9,6	9,5
2. Sachanlagen	0,3	0,4	0,5	0,8	1,1	1,7	2,3	2,9	3,5
II. UV Summe	20,8	16,6	12,7	17,0	21,1	20,3	22,7	26,1	29,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	16,9	12,6	8,3	8,8	9,6	10,6	11,9	13,5	15,1
II. Rückstellungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
III. Fremdkapital	9,1	10,2	11,4	16,8	22,0	22,0	23,7	25,9	28,3
1. Langfristiges FK	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
2. Kurzfristiges FK	8,1	9,2	10,4	15,8	20,8	20,9	22,5	24,8	27,2
<b>BILANZSUMME</b>	<b>26,0</b>	<b>22,8</b>	<b>19,9</b>	<b>25,8</b>	<b>31,8</b>	<b>32,9</b>	<b>35,8</b>	<b>39,7</b>	<b>43,8</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	4,8	15,0	20,5	30,8	46,2	64,7	74,4	83,4	87,5
Gesamtleistung	4,8	15,0	20,5	30,8	46,2	64,7	74,4	83,4	87,5
Rohhertrag	1,6	5,0	6,9	10,5	15,7	22,0	25,3	28,3	29,8
EBITDA	-1,8	-1,2	0,5	1,2	2,0	2,9	3,6	4,4	4,8
EBIT	-1,9	-4,1	-3,7	1,1	1,8	2,7	3,3	4,1	4,4
EBT	-3,4	-4,4	-4,2	0,6	1,0	1,6	2,1	2,8	3,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,4	-4,5	-4,2	0,5	0,9	1,5	2,0	2,6	2,8
JÜ	-2,8	-4,3	-4,2	0,5	0,8	1,3	1,8	2,4	2,6
EPS	-0,14	-0,21	-0,20	0,02	0,04	0,06	0,09	0,11	0,12

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
CF operativ	-0,7	-2,5	-0,8	-0,4	0,2	0,6	1,2	2,2	2,5
CF aus Investition	-6,4	0,9	4,8	-2,8	-3,0	-3,1	-0,7	-0,8	-0,9
CF Finanzierung	5,3	1,3	0,0	4,8	4,2	-1,6	-0,4	-0,2	-0,3
Liquidität Jahresanfa.	0,0	1,9	1,6	5,6	7,2	8,6	4,5	4,6	5,8
Liquidität Jahresende	1,9	1,6	5,6	7,2	8,6	4,5	4,6	5,8	7,2

### Kennzahlen

Prozent	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	5.107%	215,5%	37,0%	50,0%	50,0%	40,0%	15,0%	12,0%	5,0%
Rohertagsmarge	33,3%	33,2%	33,7%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
EBITDA-Marge	-36,9%	-8,3%	2,2%	4,0%	4,3%	4,5%	4,8%	5,3%	5,5%
EBIT-Marge	-39,1%	-27,2%	-17,8%	3,7%	4,0%	4,2%	4,4%	4,9%	5,1%
EBT-Marge	-72,2%	-29,3%	-20,6%	1,8%	2,1%	2,4%	2,8%	3,3%	3,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-59,0%	-28,7%	-20,6%	1,5%	1,8%	2,1%	2,4%	2,8%	2,9%

# 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
06.10.2016	Speculative Buy	1,15 Euro	1), 3), 4)
01.06.2016	Buy	1,40 Euro	1), 3)
17.05.2016	Buy	1,50 Euro	1), 3), 4)
24.02.2016	Buy	1,50 Euro	1), 3), 4)
25.11.2015	Buy	1,60 Euro	1), 3), 4)
11.11.2015	Buy	1,55 Euro	1), 3), 4)
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)

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.