

19. Dezember 2017
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



SLEEPZ AG

Geschäft mit Eigenmarken als
Wachstumstreiber für 2018

Urteil: **Hold** (zuvor: Speculative Buy) | Kurs: **1,695 Euro** | Kursziel: **1,95 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Inhaltsverzeichnis

Snapshot	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil.....	6
Markt.....	9
Zahlen.....	12
Equity-Story	15
DCF-Bewertung.....	17
Fazit.....	20
Anhang I: Bilanz- und GUv-Prognose.....	21
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	22
Impressum & Disclaimer.....	23

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	E-Commerce
Mitarbeiter:	63
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2E3772
Kurs:	1,695 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	8,97 Mio. Stück
Market Cap:	15,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	15,2 Mio. Euro
Free-Float:	46,0 % (inkl. KE 12/17)
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,31 / 1,14 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	9,6 Tsd. Euro

Kurzportrait

Die SLEEPZ-Gruppe adressiert aktuell mit drei operativ tätigen Tochterunternehmen den E-Commerce-Markt für Schlafwelten. Über verschiedene Kanäle – eigene Webshops, große Marktplätze, den B2B-Vertrieb oder Showrooms – wird eine breite Produktpalette vertrieben, die von der Matratze über Betten bis hin zu Bettwäsche und -waren reicht. Die Tochter Matratzen Union arbeitet mit einem sehr effizienten Logistikkonzept, von dem die gesamte Gruppe profitiert. Ein zentraler Fokus der Wachstumsstrategie liegt derzeit auf der Skalierung des Geschäfts mit den Eigenmarken Matratzenheld und Grafenfels (Typ weiss). Letztere wurde im Rahmen eines Tests von Stiftung Warentest in diesem Sommer mit „gut (2,5)“ bewertet, was eine gute Basis für die Vermarktung darstellt. Allerdings haben sich im laufenden Jahr wichtige Vertriebsprojekte für die Eigenmarken verzögert. Zusammen mit einem intensiven Wettbewerb und mehreren Sonderfaktoren sorgte das dafür, dass das Management die Umsatzprognose für 2017 im Oktober von 18 Mio. Euro auf 12 bis 14 Mio. Euro zurücknehmen musste.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	0,09	4,8	14,4	12,5	19,0	28,5
EBIT (Mio. Euro)	-0,42	-1,86	-2,02	-2,30	-2,10	0,27
Jahresüberschuss	-0,29	-2,81	-9,56	-2,97	-2,00	0,03
EpS	-0,01	-0,14	-0,46	-0,17	-0,11	0,00
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-	5.107,0%	202,0%	-13,0%	52,0%	50,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	166,53	3,20	1,06	1,22	0,80	0,53
KGV	-	-	-	-	-	466,1
KCF	-	-	-	-	-	-
EV / EBIT	-	-	-	-	-	56,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **E-Commerce-Holding mit Fokus auf Schlafwelten:** Mit der Umbenennung auf SLEEPZ AG hat das Unternehmen in diesem Sommer den Umbau zu einem E-Commerce-Spezialisten für den Bereich Schlafwelten abgeschlossen und ist aktuell mit drei Tochterunternehmen am Markt aktiv. Die sleepz Home GmbH operiert als Vollsortimenter mit eigenen Onlineshops, die Matratzen-Union-Gruppe hat hingegen einen Schwerpunkt auf die Bereiche Matratzen, Lattenroste und Boxspringbetten gelegt und dafür eine effiziente Logistik aufgebaut. Von der Tochter Grafenfels wurde schließlich das gleichnamige Matratzenlabel entwickelt. In der Umsetzung befindet sich derzeit eine Übernahme der Heliad-Beteiligung Cubitabo, mit der SLEEPZ die Marktposition weiter ausbauen würde.
- **Intensiver Wettbewerb:** Der Markteintritt von zahlreichen One-Fits-All-Matratzenherstellern hat in dem Kernsegment der Branche den Wettbewerb deutlich verschärft, zumal auch etablierte Anbieter aus dem Handel wie Matratzen Concord ihre Bemühungen im Web deutlich intensivieren. Ein Resultat dieser Entwicklung sind sehr hohe Werbekosten im Onlinegeschäft. Der generelle Trend unter den Onlinespezialisten zielt in Richtung einer weiteren Diversifikation des Sortiments sowie der Nutzung zusätzlicher Vertriebskanäle („Multichannel“).
- **Kein Wachstum im laufenden Jahr:** Nachdem SLEEPZ den Umsatz in 2016 organisch (also bereinigt um Konsolidierungseffekte) um 12,5 Prozent auf 14,4 Mio. Euro steigern konnte, dürften die Erlöse im laufenden Jahr wegen des intensiven Wettbewerbs und einiger belastender Sonderfaktoren zurückgehen. Dementsprechend hat das Management im Oktober die Umsatzzielspanne von zuvor 18 Mio. Euro auf nun 12 bis 14 Mio. Euro abgesenkt. Die Töchter werden daher das zuvor anvisierte nahezu ausgeglichene operative Ergebnis verfehlen und vermutlich ein Defizit zwischen -1 und -1,5 Mio. Euro ausweisen. Bereinigt um Strukturkosten und Aufwendungen für neue Projekte sind die Margen aber sehr ordentlich, die Contribution Margin (Rohertrag abzüglich Marketingkosten und Fulfillment) von sleepz Home und Matratzen Union lag in den ersten neun Monaten bei 17,4 Prozent.
- **Wachstumssprung mit Eigenmarken:** Obwohl das Jahr 2017 für SLEEPZ enttäuschend verlaufen ist, hat das Unternehmen mit dem Verkauf des restlichen VC-Portfolios und der Gewinnung von zwei strategischen Investoren Fortschritte erzielt. Insbesondere sind auch Wachstumsprojekte mit den Eigenmarkenprodukten weit gediehen, obwohl sich deren Realisierung etwas verzögert hat. Damit besteht aber prinzipiell eine gute Ausgangsbasis für das nächste Jahr. Die Übernahme von Cubitabo dürfte für weiteren Schwung sorgen, auch, wenn sich der Break-even damit noch etwas verschiebt. Wir rechnen nach der Integration mit zusätzlichen Skaleneffekten, ein höherer Erlösanteil aus renditestarken Eigenmarken sollte dann 2019 den Sprung in die Gewinnzone ermöglichen.
- **Antreiber der Branchenkonsolidierung:** Dieses Szenario haben wir unserer Wertermittlung zu Grunde gelegt, wobei wir davon ausgegangen sind, dass SLEEPZ als Plattform für die Branchenkonsolidierung künftig weitere Wettbewerber übernimmt. Trotz einer eingeplanten hohen Verwässerung durch die Ausgabe neuer Aktien sehen wir den fairen Wert mit 1,95 Euro je Aktie über dem aktuellen Kurs. Bis sich zeigt, dass das Geschäft mit Eigenmarken tatsächlich deutlich an Fahrt gewinnt, lautet unser Urteil vorerst „Hold“ (bislang: „Speculative Buy“).

SWOT-Analyse

Stärken

- Im E-Commerce-Markt für Schlafwelten hat sich SLEEPZ in kurzer Zeit eine gute Position erarbeitet.
- Das Unternehmen ist schon jetzt ein großer Partner für die Markenhersteller und kann ein breites und qualitativ hochwertiges Sortiment anbieten.
- Mit Alessanderx und Heliad konnten in 2017 zwei strategische Investoren gewonnen werden.
- Matratzen Union stellt eine Blaupause für ein profitables Geschäftsmodell im Onlinemarkt dar. Von der Logistikkompetenz der Tochter kann die ganze Gruppe profitieren.
- SLEEPZ hat mehrere potenzial- und margenträchtige Eigenmarken im Portfolio.
- Mit einer Eigenkapitalquote von 70 Prozent ist die Finanzierungsstruktur sehr konservativ.

Chancen

- Neue Projekte für die Vermarktung der Eigenmarken wurden im laufenden Jahr intensiv vorbereitet. Der Roll-out sollte das Wachstum im nächsten Jahr stimulieren.
- Mit weiteren Akquisitionen könnte SLEEPZ die Marktposition ausbauen. Aktuell steht die Übernahme der Heliad-Beteiligung Cubitabo an.
- Das Management arbeitet an der Zentralisierung von wichtigen Querschnittsfunktionen, was zusätzliches Margenpotenzial erschließen dürfte.
- Mit einem möglichen Sprung in die operative Gewinnzone im Jahresverlauf 2018 könnte die Aktie am Markt neu bewertet werden.
- Der Onlineanteil am Gesamtmarkt für Schlafwelten dürfte weiter zunehmen und für zusätzlichen Rückenwind sorgen.

Schwächen

- Im dritten Quartal 2017 haben alle drei Töchter defizitär gearbeitet. Im Gesamtjahr dürfte sich der operative Fehlbetrag auf -1 bis -1,5 Mio. Euro summieren.
- Der Wettbewerb in der Branche hat sich intensiviert und erschwert den Ausbau des E-Commerce-Geschäfts. Im letzten Jahr wurden die Wachstumsziele verfehlt, in 2017 wird der Umsatz voraussichtlich sogar schrumpfen.
- Hohe Marketingbudgets von Start-ups haben für eine massive Steigerung der Werbepreise im Internet gesorgt.
- Nach der Tilgung von Finanzverbindlichkeiten ist die Liquidität aktuell gering.

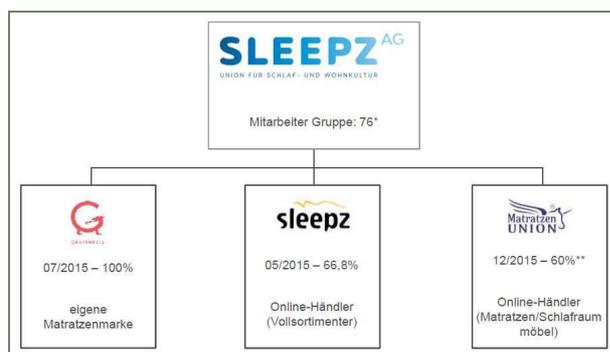
Risiken

- Die Eigenmarken sind noch nicht fest etabliert, die Skalierung der Vermarktung könnte fehlschlagen.
- Die technischen Anforderungen an Webshops steigen permanent. Es ist deswegen eine anspruchsvolle Aufgabe, mit der Marktentwicklung Schritt zu halten.
- Die künftige Entwicklung hängt von der erfolgreichen Akquise weiteren Kapitals ab.
- Erneute Verzögerungen in der Umsetzung wichtiger Wachstumsprojekte könnten angesichts der sehr dynamischen Marktentwicklung zum Verlust von Marktanteilen führen.
- Der Break-even könnte sich wegen des erhöhten Preisdrucks weiter nach hinten verschieben.

Profil

Fokus auf Markt für Schlafwelten

Mit der Zustimmung der Hauptversammlung im August dieses Jahres hat sich die vormalige bmp in SLEEPZ umbenannt und damit die strategische Neuausrichtung des Unternehmens auch im Namen nachvollzogen. Nachdem die letzten Beteiligungen aus dem Venture-Capital-Portfolio, dem früheren Kerngeschäft, Ende Juni veräußert wurden, kann sich das Management nun voll auf den neuen Geschäftszweck fokussieren, den E-Commerce für den Bereich Schlafwelten. Im Zuge der Neuausrichtung wurde die Aktiengesellschaft als operativ tätige Holding aufgestellt, die Mehrheitsbeteiligungen mit unterschiedlichen Schwerpunkten beim Ausbau der Marktposition unterstützt. Zum Portfolio zählen aktuell drei Unternehmen: Neben einer 66,8 prozentigen Beteiligung an der sleepz Home GmbH, die als Namensgeber für die Dachgesellschaft fungierte, hat die AG im November vorletzten Jahres 60 Prozent der Matratzen-Union-Gruppe übernommen und unter der Grafenfels Manufaktur GmbH die eigene Matratzenmarke Grafenfels aufgebaut.



* Arbeitnehmer per 31.03.2017, aktuell: 63

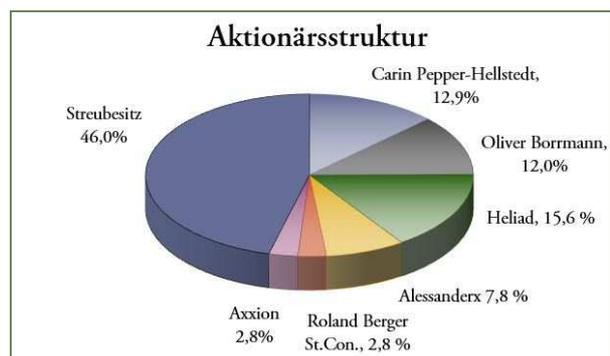
** Zur Matratzen-Union-Gruppe gehören neben der gleichnamigen GmbH auch die Markenschlaf GmbH, die Ecom Union GmbH sowie die Denkvertrieb GmbH

Quelle: Unternehmen

Zwei strategische Investoren gewonnen

Vorstand der Holding ist bmp-Gründer Oliver Borrmann, der mit einem Anteil von 12,0 Prozent

(alle Daten hier inklusive der gerade beschlossenen Kapitalerhöhung um 0,69 Mio. Aktien) auch der drittgrößte Einzelaktionär der Gesellschaft ist (siehe Grafik). Zwei weitere strategische Investoren hat das Unternehmen im laufenden Jahr via Kapitalerhöhung hinzugewonnen: Im Mai ist zunächst die börsennotierte Beteiligungsgesellschaft Heliad Equity Partners eingestiegen und im Juni folgte der italienische Matratzenhersteller Alessanderx S.p.a. Die Italiener halten aktuell einen Anteil von 7,8 Prozent an der SLEEPZ AG, während Heliad als alleiniger Zeichner der aktuell beschlossenen weiteren Kapitalerhöhung mit 15,6 Prozent zum größten Einzelaktionär der Gruppe aufsteigt.



Quelle: Unternehmen

Partnerschaft abgeschlossen

Der italienische Großaktionär, der 1987 gegründet wurde und sich im Anschluss als Matratzenproduzent international etablieren konnte, hat sich mit einer Lock-up-Frist von fünf Jahren lange gebunden, zusätzlich wurde das Engagement mit dem Abschluss eines Kooperationsvertrags flankiert. Zwischen SLEEPZ und Alessanderx bestehen zahlreiche Möglichkeiten für eine Zusammenarbeit. Die Italiener können die Töchter der Holding in der Produktentwicklung im Matratzenbereich unterstützen, auf die Wünsche der Berliner zugeschnittene Matratzen produzieren und bei der Umsetzung von größeren Projekten helfen. Erste gemeinsame Vorhaben wur-

den bereits gestartet. Die effiziente Fertigung und die umfangreichen Kapazitäten der Italiener bieten insbesondere Chancen für die Ausweitung der Produktion der SLEEPZ-Eigenmarken.

Breites Sortiment

Davon sollte auch die Tochter sleepz Home GmbH profitieren, die einen substanziellen Teil ihrer Erlöse mit dem Verkauf von Matratzen erwirtschaftet. Das Unternehmen, das seit April 2015 zum Konzern gehört, hat die Eigenmarken Suripur und Matratzenheld aufgebaut und will die letztere nun als Plattform für einen weiteren Ausbau des Matratzengeschäfts nutzen. Zum Sortiment von sleepz Home zählen aber auch zahlreiche weitere Artikel wie Lattenroste, Möbel, Bettwäsche und andere Bettwaren. Insgesamt führt sleepz Home rund 50 Tsd. Artikel im Sortiment und betreibt hierfür mehrere Onlineshops. Die Flaggschiffe darunter sind www.perfekt-schlafen.de und www.schoene-traeume.de, außerdem wird ein stationärer Showroom in Berlin unterhalten. Im letzten Jahr hat die GmbH einen Umsatz von 5,9 Mio. Euro erwirtschaftet.

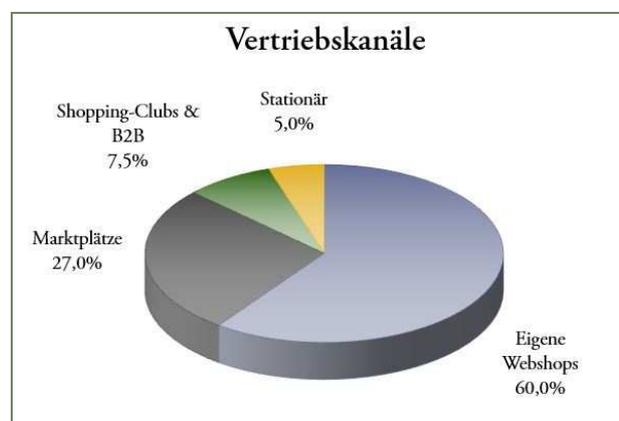
Eigenmarken als Wachstums- und Ergebnistreiber

Das Geschäft mit Eigenmarken bleibt für SLEEPZ ein strategisches Kernelement für das weitere Wachstum. Zwar ist der Aufbau erfolgreicher Marken zunächst anspruchsvoll, doch im Erfolgsfall bietet diese Strategie Potenzial für deutlich höhere Margen als im reinen Handel. Neben anderen Eigenmarken wie eben Matratzenheld hat der Konzern in der Tochter Grafenfels Manufaktur GmbH ein neues Label aufgebaut, das aktuell vier Matratzentypen für verschiedene Ansprüche anbietet. Mit "Grafenfels weiss", einer Universalmatratze für das untere Preissegment, ist in diesem Jahr ein bemerkenswerter Erfolg gelungen: Das Produkt wurde in einem Test von Stiftung Warentest im September mit „gut (2,5)“ als eines der besten bewertet; im Bereich der Liegeeigenschaften wurde sogar das Top-Ergebnis erzielt. Dieses Vertriebsargument wird nun für eine Intensivierung der Vermarktung genutzt. Diese erfolgt, abgesehen von einem Showroom, ausschließlich online, nachdem in

der Startphase auch mit dem Vertrieb über stationäre Händler experimentiert worden war.

Marktplätze gewinnen an Bedeutung

Für die Vermarktung nutzt SLEEPZ die zahlreichen Webshops der Töchter, über die im Geschäftsjahr 2016 ca. 60 Prozent der Erlöse generiert wurden (siehe Grafik). Demgegenüber entfiel ein relativ kleiner Teil auf den stationären Verkauf (Showrooms) und den B2B-Vertrieb. Der letztgenannte Kanal könnte aber künftig wichtiger werden, weil sich mehrere Aktionen mit größeren Partnern in der Planung befinden. Wachsende Bedeutung hat auch der Verkauf über große Marktplätze wie Amazon, Rakuten oder ebay. Um die Präsenz auf diesen Portalen weiter zu verbessern, werden aktuell mehrere Projekte verfolgt. Einen wichtigen Treiber stellen aber auch in diesem Bereich attraktive, preislich wettbewerbsfähige Eigenmarken dar. Ein zweiter, sehr wichtiger Faktor sind die Warenverfügbarkeit und kurze Lieferzeiten (Stichwort: Amazon prime), bei denen sich SLEEPZ dank der eigenen "just-in-prime"-Logistik gut aufgestellt sieht.



Quelle: Unternehmen

Der Logistikspezialist

Die Matratzen-Union-Gruppe, zu der die vier Gesellschaften Matratzen Union GmbH, Markenschlaf GmbH, Ecom Union GmbH und DenkVertrieb GmbH gehören, verfügt über ein großes Lager und hat sehr effiziente Logistikprozesse installiert, die kurze Lieferzeiten zu niedrigen Kosten ermöglichen. Diese Infrastruktur nutzt der Teilkonzern, der sich

zu 60 Prozent im Besitz von SLEEPZ befindet, vor allem für das Matratzengeschäft, führt aber auch Boxspringbetten, Lattenroste und weitere (Schlafraum-) Möbel im Sortiment. Der Vertrieb erfolgt u.a. über mehrere Onlineshops wie matratzenunion.de oder markenschlaf.de. Im letzten Jahr summierte sich der Umsatz der Matratzen-Union-Gruppe auf 8,4 Mio. Euro.

Marketing	Einkauf, Produktentwicklung, Projektgeschäft	Finanzen, Controlling	IT, Prozesse
<ul style="list-style-type: none"> • Etablierung der SLEEPZ AG als Marke • Initiierung/Umsetzung gruppenübergreifender Projekte • Optimierung von Produktplatzierungen; Neukundengewinnung • Unterstützung der Tochtergesellschaften bei Marketingprojekten 	<ul style="list-style-type: none"> • Entwicklung einer gruppenübergreifenden Einkaufsstrategie • Bündelung des Knowhows im Bereich Produktentwicklung und Eigenmarken • Forcierung von B2B-Projektgeschäften 	<ul style="list-style-type: none"> • Ausbau des Konzerncontrolling • KPI-Steuerung der Tochtergesellschaften • mittelfristig Cash-Pooling • steuerliche Optimierung (Verlustvorträge) 	<ul style="list-style-type: none"> • Etablierung einer einheitlichen IT-Landschaft: • Warenwirtschaft • Shoplösungen • Buchhaltung • Standardisierung von Prozessen
besetzt	bis Ende 2018	bis Ende 2018	bis Ende 2018

Quelle: Unternehmen

Synergien in der Gruppe

Gerade im Matratzengeschäft ist den anderen SLEEPZ-Töchtern die Logistikkompetenz der Matratzen Union zugutegekommen, Grafenfels greift sogar direkt auf die Kapazitäten der Schwester zurück. Konzernweite Synergien sollen aber auch in anderen Bereichen genutzt werden. So ermöglicht eine Bündelung der Einkaufsvolumina bessere Konditionen, während eine zentrale Übernahme administrativer Aufgaben (Buchführung, Controlling Finanzierung) durch die Holding die operativen Gesellschaften entlastet. Ähnliche Effekte lassen sich durch eine Kooperation in dem 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 eine gemeinsame Marketingstrategie entwickelt und umgesetzt wird und, indem über die etablierten Vertriebskanäle auch die Produkte der anderen Töchter vermarktet werden (Cross-Selling). Das Management hat zu diesen Punkten ein Maßnahmenpaket beschlossen (siehe Grafik), dessen Umsetzung bis Ende nächsten Jahres erfolgen soll.

Ausbau der Marktposition

SLEEPZ hat aktuell viele Projekte in der Pipeline, um das organische Wachstum im nächsten Jahr voranzutreiben, wobei die Eigenmarken dabei eine gewichtige Rolle spielen. Darüber hinaus werden auch weitere Akquisitionen angestrebt. Sobald die zentralen Prozesse etabliert sind, sollten weitere Gesellschaften leicht integriert und Synergien schnell gehoben werden können. Der nächste Schritt soll eine Übernahme der Heliad-Beteiligung Cubitabo sein, die gestern von SLEEPZ ad-hoc angekündigt wurde. Cubitabo ist mit den Shops bettenriese.de und buddysleep.com im selben Markt tätig und soll ergänzend zu einer Kapitalerhöhung in die sleepz Home GmbH eingebracht werden. Die aktuelle Bewertung von Cubitabo liegt bei einem mittleren einstelligen Millionenbetrag. Im Anschluss wird die GmbH den Planungen zufolge möglichst vollständig (also inklusive der ausstehenden Anteile) in die Holding eingebracht werden, so dass die Gesellschaftsstrukturen vereinfacht werden könnten. Für diesen Schritt soll ein Sachwertgutachten eingeholt werden. Gemäß der aktuellen Einschätzung des Managements könnten für 288,8 Tsd. Anteile von sleepz Home 4,01 Mio. Aktien der SLEEPZ AG (auf Basis eines Werts von 1,80 Euro je Aktie) ausgegeben werden.

Markt

Ungebrochene Dynamik

Der Onlinehandel in Deutschland befindet sich auf einem sehr dynamischen Expansionspfad. Die Wachstumsrate der Erlöse war in den letzten Jahren stets zweistellig, nimmt inzwischen aber basisbedingt kontinuierlich ab. Trotzdem erhöhte sich der Onlineumsatz in 2016 immer noch um 10,8 Prozent auf 44,2 Mrd. Euro. Für die laufende Periode haben der Handelsverband Deutschland (HDE) und das Institut für Handelsforschung (IFH) im Mai ein Wachstum von 10,1 Prozent auf dann 48,7 Mrd. Euro prognostiziert, womit der Anteil am gesamten Einzelhandelsumsatz hierzulande von 9,2 auf 9,9 Prozent steigen würde. Zum Anfang der Dekade waren es noch weniger als 5 Prozent. Produkte aus dem Non-Food-Bereich kommen bereits auf einen Anteil von 13,7 Prozent (mit Spitzenwerten bei Consumer Electronic/Elektro und Fashion/Accessoires von 25,7 und 23,5 Prozent), Lebensmittel liegen hingegen erst bei 1,0 Prozent (Quelle: Handel-digital Online-Monitor 2017).

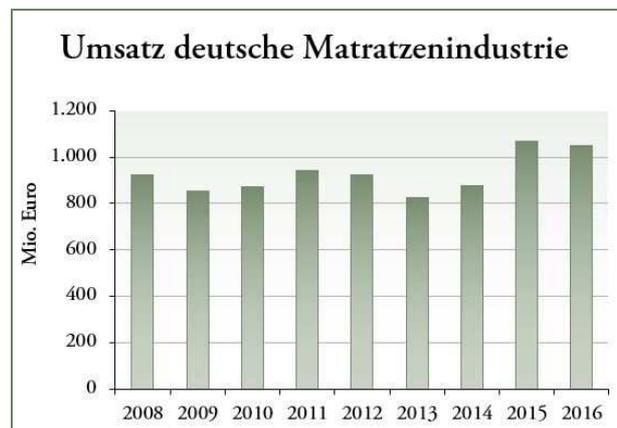


Quelle: HDE, IFH

Matratzen und Betten als Nachzügler

Einrichtungsgegenstände und insbesondere Matratzen und Betten zählen zu den Nachzügler im Online-Markt. In diesen Bereichen spielt der Wunsch der Konsumenten, Produkte zu inspizieren und zu testen, traditionell eine wichtige Rolle. Zudem war

der Sektor wegen der insgesamt überschaubaren Wachstumsraten kein Magnet für Neugründungen. Ein Indikator dafür sind die Zahlen der deutschen Matratzenindustrie, die von 2008 bis 2016 ihren Umsatz nur um 1,6 Prozent p.a. (CAGR) auf zuletzt 1,05 Mrd. Euro steigern konnte (zu Herstellerpreisen, das Marktvolumen zu Endverbraucherpreisen wird auf 1,5 Mrd. Euro geschätzt, Quelle: Statista/Statistisches Bundesamt). Der starke Trend zu Onlinekäufen und damit ein mutmaßlich noch hohes brachliegendes Potenzial haben den Markt in den letzten Jahren dann aber doch stark in Bewegung gebracht und zu zahlreichen Markteintritten geführt. Als Treiber dürfte auch der schnelle Erfolg von Newcomern in anderen Segmenten (hierzulande bspw. Mode / Zalando oder Tierbedarf / Zooplus) geführt haben und die Tatsache, dass es nur wenige sehr bekannte Marken im Matratzengeschäft und noch keinen dominanten Platzhirsch im Onlinegeschäft gibt.



Quelle: Statista, Statistisches Bundesamt

Zahlreiche Markteintritte

Dabei wurde ein Trend aus den USA übernommen, der vom Matratzen-Start-up Casper initiiert worden ist. Das 2013 gegründete Unternehmen hat sich auf eine One-Fits-All-Matratze, also eine Einheitsmatratze für alle Gewichtsklassen, fokussiert und ist damit

auch dank einer cleveren Marketingstrategie bemerkenswert erfolgreich. Nachdem Casper bereits im letzten Jahr einen Umsatz von mehr als 200 Mio. US-Dollar erwirtschaftet hat, wurde Mitte dieses Jahres eine Finanzierungsrunde über 170 Mio. US-Dollar zu einem Unternehmenswert von rund 750 Mio. US-Dollar durchgeführt. Dieser Erfolg hat auch in Deutschland viele Nachahmer angezogen. Zu den Bekanntesten zählt die 2015 gegründete Emma Matratzen GmbH, die für 2016 bereits einen Umsatz von 15 Mio. Euro vermeldet hat und inzwischen zur Bettzeit-Gruppe gehört. Hohe Investitionen in eine Steigerung des Bekanntheitsgrades im deutschen Markt tätigt derzeit auch eve Sleep Plc., ein deutsch-britisches Start-up, das im letzten Jahr einen Umsatz von 12 Mio. britischen Pfund erzielt und Mitte dieses Jahres mit einem Emissionsvolumen von 35 Mio. britischen Pfund bei einer Bewertung von 140 Mio. britischen Pfund ein IPO an der Londoner Börse durchgeführt hat. Weitere neu eingeführte One-Fits-All-Marken sind beispielsweise Smood (von Home24), Bruno (Bruno Interior GmbH) oder Buddy (von Cubitabo) – und nicht zuletzt arbeitet auch Casper daran, den Marktanteil hierzulande auszubauen. Als Marktführer in Deutschland gilt aber die bett1.de GmbH mit ihrer Bodyguard-Matratze, die es in zwei verschiedenen Härtegraden gibt. Das Unternehmen ist aber kein Newcomer, sondern stellt mit der Gründung in 2004 und dem anschließenden Aufbau eines Onlineshops zu den Pionieren im Sektor.

Potenzial noch offen

Die Markteinritte, der Auf- und Ausbau von Onlineshops, das ausgeweitete Angebot von One-Fits-All-Matratzen und hohe Marketinginvestitionen haben die Dynamik im Onlinegeschäft mit Matratzen stark belebt. Für 2015 wurde der E-Commerce-Anteil in diesem Bereich noch auf weniger als 5 Prozent taxiert, aktuelle Schätzungen sehen diesen nun bei 15 Prozent (Quelle: „Keine Zeit für Nickerchen“, FAZ 13.07.2017). In den USA liegt der Anteil der Onlineverkäufe am Gesamtmarkt bereits bei einem Drittel. Das weitere Expansionspotenzial der One-Fits-All-Matratzen ist trotzdem nicht unumstritten, Skeptiker taxieren den Zielmarktanteil nur auf 3 bis

5 Prozent des gesamten Branchenabsatzes (Quelle, „Matratzen Concord: Wir gehen voll auf Angriff“, internetworld.de 08.03.2017). Die Strategie lässt nur eine begrenzte Differenzierung des Kernprodukts zu, weshalb viele Kundenbedürfnisse nicht gezielt angesprochen werden können. Zudem wird das Geschäftsmodell der Anbieter, die ihre Kunden online mit sehr hohen Marketingkosten gewinnen, nicht unkritisch gesehen. Da die Zyklen beim Matratzenkauf sehr lang sind und nach Daten des Fachverbands Matratzen-Industrie mehr als zehn Jahre zwischen zwei Neuanschaffungen vergehen, müssen immer wieder neue Käufer angesprochen werden – mit einem entsprechend hohen Aufwand. Und nicht zuletzt sind die Geschäftsmodelle vieler neuer Anbieter sehr ähnlich, so dass sie sich perspektivisch teilweise kannibalisieren dürften.

Die Etablierten ziehen nach

Zumal die etablierten Anbieter aus dem stationären Handel nicht zuletzt auch wegen des Erfolgs der One-Fits-All-Matratzen ihre Anstrengungen im Onlinegeschäft weiter intensivieren. Im Frühjahr 2017 hat Matratzen Concord, mit rund 1.000 Filialen der größte Fachhändler in Europa, eine große Expansionsoffensive für den E-Commerce angekündigt, mit der die Besucherfrequenz in den Shops verfünffacht werden soll. IKEA und Dänisches Bettenlager sind da schon einen Schritt weiter. Die Schweden haben aufgrund zunehmender Probleme, in Deutschland, dem wichtigsten Einzelmarkt des Konzerns, geeignete Standorte zu finden, das Onlinegeschäft in den letzten Jahren als Wachstumsmotor genutzt und den hiesigen Umsatz im Web zwischen 2013 und 2016 um fast 160 Prozent auf 232,6 Mio. Euro gesteigert, davon entfällt allerdings nur ein kleinerer Teil auf den Bereich Schlafwelten (Quelle: Top 100 umsatzstärkste Onlineshops in Deutschland). Auch Dänisches Bettenlager hat den Bereich E-Commerce deutlich ausgebaut und in diesem Jahr mit der Internetpräsenz den ersten Platz beim Deutschen Online-Handels-Award im Bereich Möbel und Einrichten belegt.

Aktuell schwieriges Umfeld

Das steigende Engagement der Anbieter aus dem stationären Geschäft und die zahlreichen Newcomer mit zum Teil sehr hohen Marketingbudgets sorgen aktuell für ein wettbewerbsintensives Umfeld. Spürbar ist das vor allem an den Preisen für Werbung im Internet, die sich massiv erhöht haben. Auf ca. 27 Mio. Suchanfragen für Matratzen im Monat (Stand Anfang 2017) spielt Google die vierfache Zahl an eingeblendeten Adwords aus, die Nachfrage übersteigt dieses Angebot aber deutlich (Quelle, „Matratzen Concord: Wir gehen voll auf Angriff“, internet-world.de 08.03.2017). Für zusätzlichen Druck im Markt hat im Oktober die Nachricht gesorgt, dass bei BASF die Rohstoffproduktion für Schaumstoffe, die in vielen Matratzen (und Polstermöbeln) zum Einsatz kommen, mit der als gesundheitsgefährdend eingestuftem Chemikalie Dichlorbenzol verunreinigt wurde. Das hat für umfangreiche Rückrufaktionen gesorgt und die Produktionsprozesse betroffener Hersteller stark behindert, was auch im wichtigen Jahresendgeschäft noch spürbar ist.

Stoßrichtungen: Diversifikation und Multichannel

Der Matratzenmarkt ist aktuell der Hot Spot der Branche, doch der intensive Wettbewerb weitet sich zunehmend auf andere Segmente aus. Insbesondere die One-Fits-All-Hersteller versuchen, sich produktseitig wie auch hinsichtlich der benutzten Vertriebskanäle breiter aufzustellen. So hat eve Sleep eine Erweiterung des Sortiments um Betten, Bettwäsche und Mode für den Bereich Schlafwelten angestoßen, während Casper eine zweite Matratze eingeführt (zunächst nur in den USA) und sein Sortiment um ein Kissen, Bettwäsche und ein Bett für Hunde erweitert hat. Zudem beliefert das Unternehmen auch American Airlines mit einem Set für den Schlafbereich in Flugzeugen. Eine ähnliche Vielfalt findet sich nun auch bei Emma mit einem Boxspringbett und einem Lattenrost neben Kissen, Bettwäsche und Decke. Emma ist zudem auch der bislang spektakulärste Deal im stationären Geschäft gelungen: Im September wurde eine Kooperation mit dem Fachhändler Matratzen Concord gestartet, der die Ma-

tratte des Start-ups nun in allen Filialen und auch im Onlineshop anbietet. Noch im Versuchsstadium befinden sich stationäre Verkaufsevents von Casper, die unter anderem im KaDeWe in Berlin, im Oberpollinger in München und im Alsterhaus in Hamburg getestet werden. Die Bettzeit GmbH wiederum hat eine Expansion im B2B-Geschäft gestartet und zu diesem Zweck Anfang dieses Jahres die insolvente Matratzen-Traditionsmarke Dunlopillo übernommen.



Positionierung im Wettbewerb; Quelle: Unternehmen

Wachstumsfelder identifizieren

Als Anbieter mit einem großen Sortiment, das sowohl über eigene Webshops als auch über die umfangreiche Präsenz auf Marktplätzen sowie in eigenen Showrooms und im B2B-Geschäft vertrieben wird, hat sich SLEEPZ schon von Beginn an breit aufgestellt und war damit der Marktentwicklung einen Schritt voraus. Wie der vorstehenden Grafik aus einer Unternehmenspräsentation vom September zu entnehmen ist, sieht sich die Gesellschaft dadurch immer noch in deutlicher Abgrenzung vom Wettbewerb. Nach einem guten Start mit diesem Modell konnte SLEEPZ aus mehreren Gründen vom Marktwachstum in diesem Jahr aber nicht profitieren und hat infolgedessen im Onlinegeschäft Anteile eingebüßt (siehe auch Abschnitt: Zahlen). Da die anderen Anbieter mit einer Ausweitung ihres Sortiments und der Erschließung neuer Vertriebskanäle expandieren, geht es für die Berliner im aktuellen Marktumfeld darum, aussichtsreiche Bereiche zu identifizieren, in denen das Wachstum effizient mit vertretbaren Marketingkosten vorangetrieben werden kann.

Zahlen

Neustart in 2015

In dem neuen Kerngeschäft Schlafwelten hat SLEEPZ erstmals im Geschäftsjahr 2015 Erlöse erzielt und konsolidierungsbedingt einen Umsatz von 4,8 Mio. Euro ausgewiesen. Wären die beiden Töchter sleepz Home GmbH (Konsolidierung ab Mai 2015, Umsatzbeitrag 4,1 Mio. Euro) und die Matratzen-Union-Gruppe (Konsolidierung ab Dezember 2015, Umsatzbeitrag 0,7 Mio. Euro), über volle zwölf Monate erfasst gewesen, hätte sich der Konzernumsatz auf 12,8 Mio. Euro belaufen.

Geschäftszahlen	2015	2016	Änderung
Umsatz	4,75	14,36	+202,0%
EBIT	-1,86	-2,92	-
Erg. fortgeführte Akt.	-1,99	-2,49	-
Erg. aufgegeb. Bereich	-1,45	-7,34	-
JÜ nach Ant. Dritter	-2,81	-9,56	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Organisches Wachstum in 2016

In 2016 haben sich die ausgewiesenen Erlöse auf 14,4 Mio. Euro etwas mehr als verdreifacht, wovon der Großteil aber aus Konsolidierungseffekten resultierte. Das organische Wachstum betrug hingegen 12,5 Prozent, womit die ursprünglichen Zielsetzungen – der Planwert lag bei über 20 Mio. Euro – jedoch klar verfehlt wurden. Das lag zum einen an sleepz Home, die sogar einen Umsatzrückgang um 8 Prozent auf 5,9 Mio. Euro hinnehmen musste. Die Tochter hatte einerseits mit technischen Problemen in den Webshops zu kämpfen und hat andererseits in Reaktion auf die verschärfte Konkurrenz im Matratzengeschäft den Marketingfokus auf Bettwaren und Bettwäsche mit tendenziell geringeren Erlösen und höheren Margen verlegt. Zum anderen konnte mit dem neuen Label Grafenfels wegen einer enttäuschenden Entwicklung insbesondere im Geschäft mit dem Fachhandel wider Erwarten fast kein Umsatz erwirtschaftet werden. Auch die Matratzen-Union-

Gruppe musste dem Marktumfeld in Form einer Planverfehlung Tribut zollen, konnte die Erlöse aber dennoch um rund 30 Prozent auf 8,4 Mio. Euro steigern.

Ergebnis tiefrot

Daraus konnte Matratzen Union ein positives Nachsteuerergebnis von 322 Tsd. Euro erwirtschaften, was einer beachtlichen Nettomarge von fast 4 Prozent entspricht. sleepz Home hingegen hat zwar die Profitabilität verbessert, blieb mit -1,15 Mio. Euro aber deutlich defizitär. Da auch Grafenfels hohe Anlaufverluste von -0,83 Mio. Euro erwirtschaftete, summierte sich der Fehlbetrag aus fortgeführten Aktivitäten auf -2,5 Mio. Euro, nach -2,0 Mio. Euro im Vorjahr. Deutlich größer fiel mit -7,3 Mio. Euro (Vorjahr -1,5 Mio. Euro) der Fehlbetrag aus nicht fortgeführten Aktivitäten aus, in dem sich die Abschreibungen auf den Buchwert des VC-Altportfolios bemerkbar machten. Diese machten aber den Weg frei für den Verkauf des Restbestands, der per Ende Juni 2017 mit einer Transaktionssumme von 5 Mio. Euro umgesetzt wurde, wovon 3,5 Mio. Euro auf die Ablösung von Darlehen und 1,5 Mio. Euro auf eine Barzahlung entfallen sind.

Kapitalschnitt in der ersten Jahreshälfte

Der Jahresfehlbetrag ist damit in der letzten Geschäftsperiode auf -9,6 Mio. Euro angestiegen, nach -2,8 Mio. Euro in 2015. Daraufhin musste die AG im Januar 2017 den Verlust der Hälfte des Grundkapitals vermelden. Auf der dadurch notwendigen außerordentlichen Hauptversammlung wurde ein Kapitalschnitt im Verhältnis 3 zu 1 durchgeführt, verbunden mit einer Herabsetzung des Grundkapitals auf 6,9 Mio. Euro. Im Anschluss konnte letzteres durch die Platzierung von 1,38 Mio. neuen Aktien (mit einer Bruttoeinnahme von insgesamt rund 2 Mio. Euro) wieder auf 8,3 Mio. Euro aufgestockt werden, die jeweils zu Hälfte von den beiden neuen

strategischen Investoren Heliad und Alessanderx gezeichnet wurden. Per Saldo (inkl. abgegrenzter Kosten von Kapitalerhöhungen und Bilanzverlust) beträgt das Eigenkapital per Ende September 6,6 Mio. Euro, woraus sich eine komfortable Eigenkapitalquote von 70,2 Prozent errechnet. Die Liquidität zum Stichtag war mit 0,3 Mio. Euro nach der Tilgung von Finanzverbindlichkeiten aber relativ niedrig.

Geschäftszahlen	9M 16	9M 17	Änderung
Umsatz	10,94	8,77	-19,8%
EBIT	-1,42	-2,00	-
Erg. fortgeführte Akt.	-1,76	-2,11	-
Erg. aufgeb. Bereich	-2,14	-0,81	-
JÜ nach Ant. Dritter	-3,75	-2,67	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

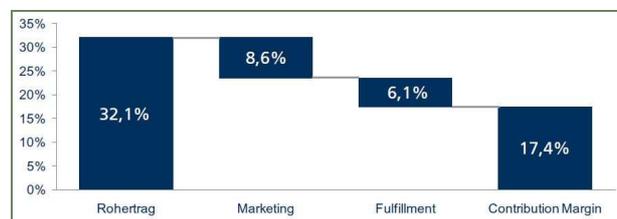
Umsatzeinbußen in 2017

Die knappe Liquiditätsausstattung und die temporären Auswirkungen aus dem vermeldeten Verlust der Hälfte des Grundkapitals, die sich zeitweise in strengeren Zahlungsmodalitäten im Einkauf bemerkbar machten, haben die Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2017 spürbar belastet und die Erlöse um 24 Prozent auf 5,9 Mio. Euro schrumpfen lassen. Auch im dritten Quartal blieb der Umsatz mit 2,9 Mio. Euro hinter dem Vorjahreswert von 3,2 Mio. Euro, wobei aber das Tempo der Kontraktion deutlich abgenommen hat. Gegenüber dem zweiten Quartal (2,7 Mio. Euro) konnte zwischen Juli und September sogar wieder ein leichtes Wachstum erzielt werden. Nach neun Monaten summieren sich die Erlöse auf 8,8 Mio. Euro und liegen damit knapp 20 Prozent unter dem Vorjahreswert.

Töchter aktuell defizitär

Zwischen Juli und September arbeiteten alle Töchter von SLEEPZ defizitär. Die Fehlbeträge der Matratzen-Union-Gruppe und der restrukturierten Gesellschaft Grafenfels Manufaktur waren mit -66 bzw. -27 Tsd. Euro nur geringfügig, während sleepz Home trotz weiterer Fortschritte noch einen deutlichen Verlust von -293 Tsd. Euro hinnehmen musste. Nach neun Monaten summiert sich so das Ergeb-

nis aus fortgeführten Aktivitäten auf -2,1 Mio. Euro (Vorjahr -1,8 Mio. Euro). Aus dem ausgegebenen VC-Geschäft resultierte letztmalig ein negativer Ergebnisbeitrag von -0,8 Mio. Euro (Vorjahr -2,1 Mio. Euro), so dass unter dem Strich und nach Anteilen Dritter ein Verlust von -2,7 Mio. Euro (Vorjahr -3,8 Mio. Euro) ausgewiesen wurde. Trotz dieser Verlustsituation ist die operative Margensituation im Kerngeschäft im Branchenvergleich sehr ordentlich, die sogenannte „Contribution Margin“ (Rohertrag abzüglich Marketingkosten und Fulfillment) der Töchter sleepz Home und Matratzen Union lag in den ersten neun Monaten bei 17,4 Prozent.



Margen im Neunmonatszeitraum; Quelle: Unternehmen

Prognose im Oktober abgesenkt

Trotzdem ist Margendruck im Sektor spürbar, was insbesondere die Weitergabe von höheren Einkaufspreisen an die Kunden verhindert. Da SLEEPZ zudem noch die kritische Masse fehlt, um unter Berücksichtigung der Strukturkosten und der Aufwendungen für neue Projekte den Sprung in die Gewinnzone zu schaffen, hat das Management im Oktober die bis dato geltende Zielsetzung eines nahezu ausgeglichenen operativen Ergebnisses aufgegeben. Stattdessen wird auf der Ebene der Töchter mit einem Fehlbetrag von -1 bis -1,5 Mio. Euro gerechnet. Auch das Umsatzziel von 18 Mio. Euro kann nicht mehr erreicht werden, was das Unternehmen mit dem Rückgang in den ersten neun Monaten, den Verschiebungen bei aussichtsreichen Projekten mit den Matratzen-Eigenmarken sowie mit den negativen Auswirkungen der Dichlorbenzol-Verunreinigung auf die Verfügbarkeit von Standardprodukten im vierten Quartal begründet. Als neues Ziel wurde deswegen die Spanne von 12 bis 14 Mio. Euro ausgegeben.

Weitere Kapitalzufuhr

Jetzt richtet sich der Blick aber bereits auf das nächste Jahr, in dem das Wachstum insbesondere mit Eigenmarken-Produkten forciert werden soll. Einen zusätzlichen Schub verspricht die Übernahme von Cubitabo, der Prozess wurde gestern gestartet. Als Begleitmaßnahme wurde eine Kapitalerhöhung der

SLEEPZ AG im Umfang von 0,69 Mio. Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre beschlossen, die komplett vom Cubitabo-Investor Heliad gezeichnet wird. Bei einem Ausgabepreis von 1,60 Euro je Aktie fließen SLEEPZ so brutto rund 1,1 Mio. Euro zu.

Equity-Story

Attraktiver, aber umkämpfter Markt

Der E-Commerce-Markt für Schlafwelten entfaltet aktuell sein hohes Potenzial. Dank zahlreicher Markteintritte und intensiver Marketingaktivitäten hat sich das Matratzengeschäft zum Vorreiter für den Sektor entwickelt. One-Fits-All-Produkte haben in relativ kurzer Zeit einen substantiellen Marktanteil erobert und dafür gesorgt, dass der Onlineanteil am Gesamtabsatz innerhalb von zwei Jahren auf ca. 15 Prozent verdreifacht wurde. Die USA zeigen, dass auch von diesem Niveau aus weitere deutliche Steigerungen möglich sind, in Übersee wird schon etwa jede dritte Matratze im Internet verkauft. Insgesamt ist das ein belebendes Element für den Sektor, da die Verbraucher ihre Einkaufsgewohnheiten so umstellen und künftig auch verstärkt weitere Produkte aus dem Bereich Schlafwelten online kaufen dürften. Die Kehrseite der Medaille ist, dass die Wettbewerbsintensität, vor allem im Matratzengeschäft, stark zugenommen hat, was sich vor allem in hohen Marketingkosten widerspiegelt. Die hohen Preise zur Kundengewinnung im Matratzenverkauf gelten allerdings als wenig nachhaltig, da die Kaufzyklen in der Branche sehr lang sind und anhaltend hohe Werbeaktivitäten erzwingen.

Gute Expansionsbasis

SLEEPZ hat unter diesen Rahmenbedingungen im laufenden Jahr gelitten und konnte seine Ziele nicht erreichen, wobei mehrere negative Faktoren zusammengekommen sind. Mit der grundsätzlichen Positionierung besteht aber weiter die Chance, an der dynamischen Marktentwicklung adäquat zu partizipieren. Die SLEEPZ-Töchter zählen zu den etablierten Onlineshop-Betreibern, wobei die Gruppe in unterschiedlicher Intensität auch viele weitere Kanäle – große Marktplätze, Showrooms und B2B – bespielt und damit relativ breit aufgestellt ist. Eine gute Wachstumsbasis bietet auch das effiziente Logistikkonzept der Matratzen-Union-Gruppe, das auch von anderen Gesellschaften des Konzerns genutzt werden kann.

Eigenmarken als Treiber

SLEEPZ hat dank des Multichannel-Konzepts und des diversifizierten Sortiments grundsätzlich die Chance, die Expansionsbemühungen auf Sektoren zu fokussieren, in denen sich gerade günstige Bedingungen bieten. Die Tochter sleepz Home hatte beispielsweise auf die Marktentwicklung reagiert und zwischenzeitlich im Vertrieb stärker auf Betten und Bettwaren als auf Matratzen gesetzt. Größere Fortschritte kann das Unternehmen vor allem durch attraktive Kooperationen für einzelne Produkte machen, die beiden Partnern einen Vorteil bringen. Hier bahnt sich nun vor allem für die entwickelten Eigenmarken eine höhere Dynamik an. Nach einer längeren Vorbereitungszeit könnten diese in naher Zukunft beispielsweise für größere Aktionen im Einzelhandel oder auf Onlinemarktplätzen genutzt werden. Entsprechende Projekte sind weit fortgeschritten und sollten bereits im vierten Quartal 2017 signifikante Erlöse einbringen. Das hat sich etwas verschoben, für 2018 sind die Eigenmarken als Wachstumstreiber aber fest eingeplant. Sowohl für Grafenfels als auch für Matratzenheld kalkuliert das Management deswegen jeweils mit einem Absatzsprung in den fünfstelligen Bereich.

Starke Partner

Die Gruppe profitiert dabei auch von den strategischen Großaktionären, die im laufenden Jahr gewonnen werden konnten. Mit dem italienischen Matratzenproduzenten Alessanderx steht nun ein Partner zur Verfügung, der bereits in die Produktentwicklung eingebunden werden und spezielle Bedürfnisse von SLEEPZ in der Fertigung berücksichtigen kann. Die Beteiligungsgesellschaft Heliad intensiviert ihr Engagement aktuell mit der Zeichnung einer weiteren Kapitalerhöhung, die die angestrebte Übernahme ihrer Beteiligung Cubitabo durch sleepz Home begleitet. Der Prozess wurde aktuell angestoßen und dürfte die Gruppe letztlich deutlich stärken.

Antreiber der Branchenkonsolidierung

Auch danach dürften Akquisitionen weiter zum strategischen Fokus der Gruppe zählen. Denn die Integration kleinerer Anbieter, die wegen der hohen Wettbewerbsintensität unter Druck stehen, verspricht die Realisierung von Synergien. Eine Zusammenarbeit bietet sich beispielsweise im Einkauf, im Marketing, bei der operativen Abwicklung (Lager, Logistik) und bei der technologischen Weiterentwicklung der Shops an. SLEEPZ arbeitet aktuell an der Zentralisierung wichtiger Prozesse und plant, dies bis Ende nächsten Jahres abzuschließen. Damit dürfte die Gruppe noch schlagkräftiger und aufnahmefähiger für Zukäufe werden.

Margen hoch und ausbaufähig

Eine erfolgreiche Zentralisierung mehrerer Querschnittsfunktionen sollte sich auch positiv auf die Effizienz der Gruppe und somit auf die erwirtschaftete Marge auswirken. Zusätzliches Volumen aus weite-

ren Akquisitionen verspricht weitere Skaleneffekte. Spätestens das sollte den Sprung in die Gewinnzone ermöglichen, da die Ausgangslage schon jetzt recht komfortabel ist. Denn die Struktur- und Expansionskosten überdecken die vergleichsweise hohe Rentabilität der operativen Aktivitäten. Mit 17,4 Prozent bewegte sich die Contribution Margin der Töchter sleepz und Matratzen Union zwischen Januar und September 2017 auf einem für das Onlinegeschäft bereits sehr guten Niveau. Und trotz des intensiven Wettbewerbs- und Preisdrucks ist sie in Relation zum Wert im vergleichbaren Vorjahreszeitraum (17,6 Prozent) kaum zurückgegangen. Gelingt nun noch ein deutlicher Ausbau des renditestarken Geschäfts mit Eigenmarken, sollte das mittelfristig für im Branchenvergleich überdurchschnittliche Margen sorgen.

DCF-Bewertung

Erwartungen verfehlt

Die Entwicklung im Jahr 2017 ist für SLEEPZ insgesamt enttäuschend verlaufen und hat die Erwartungen verfehlt. Statt des ursprünglich prognostizierten deutlichen organischen Wachstums wird der Konzern letztendlich nach aktueller Planung nur 12 bis 14 Mio. Euro umsetzen und damit weniger als im Vorjahr. Dabei kamen mehrere Belastungsfaktoren zusammen. Neben dem weiter verschärften Wettbewerbsumfeld im Matratzenssegment, das auch durch große Finanzierungsrunden von Casper und eve Sleep und entsprechend hohe Marketingbudgets angefacht wurde, verhinderten schon im ersten Halbjahr die knappe Liquidität und die temporär verschärften Finanzierungsbedingungen die angestrebte Expansion. Mit zwei kleinen Kapitalerhöhungen und dem Verkauf des restlichen VC-Portfolios konnte die Situation zur Jahresmitte deutlich verbessert werden. Eine zeitliche Verschiebung bei wichtigen Wachstumsprojekten und die Auswirkungen der Turbulenzen um verunreinigte Matratzenrohstoffe verhinderten aber eine größere Aufholjagd. Wir rechnen daher nun für die laufende Periode mit einem Umsatz von 12,5 Mio. Euro und einem EBIT (vor Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen) von -2,3 Mio. Euro.

Vorbereitungen sind weit gediehen

Der Launch wichtiger Wachstumsprojekte mit dem Potenzial auf eine anschließende Skalierung hat sich zwar verschoben, wird aber dennoch vorangetrieben. Im Fokus stehen derzeit vor allem die beiden Matratzeneigenmarken Grafenfels und Matratzenheld, die auch in einem schwierigen Marktumfeld auf hohes Interesse in der Branche stoßen. Sind die geplanten Kooperationen mit Betreibern von großen Marktplätzen sowie mit anderen Anbietern aus dem Handel von Erfolg gekrönt, würde das SLEEPZ einen kräftigen Schub geben. Eine zusätzliche Stärkung der Marktposition dürfte zudem aus der Übernahme von Cubitabo resultieren.

Wachstum und Margenverbesserung

Obwohl sich die Transaktion noch in der Umsetzung befindet, haben wir einen erfolgreichen Abschluss unterstellt und im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise einen pauschalen externen Erlösbeitrag von 4 Mio. Euro für 2018 unterstellt. Aufgrund der umfangreichen Vorbereitungen rechnen wir für das nächste Jahr zudem mit einem organischen Wachstum von 20 Prozent (auf 15 Mio. Euro). Die Marge dürfte insbesondere auch durch die Übernahme zunächst noch deutlich im negativen Bereich liegen, sich aber mit steigenden Verkaufszahlen von Eigenmarkenprodukten sukzessive verbessern. Außerdem sollte die Hebung von Synergien durch die Zentralisierung wichtiger Funktionen im Jahresverlauf ihre positive Wirkung entfalten. Wir gehen trotzdem davon aus, dass die Töchter insgesamt noch defizitär arbeiten, für das Gesamtjahr kalkulieren wir (inklusive Holding-Kosten) mit einem negativen EBIT von -2,1 Mio. Euro. Finanzierungsseitig rechnen wir eine größere Kapitalerhöhung sowie eine zusätzliche Ausgabe von Aktien für eine Übernahme ein, wodurch sich die Gesamtzahl der Aktien zum Jahresende auf 14,5 Mio. Stück erhöhen dürfte.

Der Proof-of-Concept

Das Jahr 2018 stufen wir als Proof-of-Concept für das Geschäftsmodell von SLEEPZ ein. Gelingt dem Unternehmen mit den Eigenmarken ein substanzieller Verkaufserfolg, würde das auch die Chancen für weitere größere Kooperationen steigern. Eine deutlich gewachsene Gruppe mit schlagkräftigen Strukturen wäre zudem ein attraktiver Partner für viele kleine Anbieter, die wegen der schwierigen Marktbedingungen unter Druck stehen. Das ist unser Basisszenario, das wir ab 2019 fortschreiben. Wir rechnen jeweils mit einem weiteren Zukauf in den Jahren 2019 bis 2021 und unterstellen, dass organisches Wachstum mit margenstarken Produkten und die Hebung von Synergien eine schrittweise Margenverbesserung ermöglichen. Diese lassen wir bis 2022 auf 6,5 Prozent ansteigen (auf EBIT-Ebene) und an-

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	12,5	19,0	28,5	39,9	51,8	59,6	65,6	68,8
Umsatzwachstum		52,0%	50,0%	40,0%	30,0%	15,0%	10,0%	5,0%
EBIT-Marge	-18,5%	-11,0%	0,9%	3,8%	6,0%	6,5%	6,2%	6,0%
EBIT	-2,3	-2,1	0,3	1,5	3,1	3,8	4,0	4,1
Steuersatz	-0,3%	-0,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
NOPAT	-2,3	-2,1	0,3	1,5	2,9	3,7	3,8	3,9
+ Abschreibungen & Amortisation	0,2	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	-2,1	-1,6	0,9	2,2	3,8	4,5	4,7	4,8
- Zunahme Net Working Capital	-2,4	-1,2	-1,6	-1,6	-1,4	-0,6	-0,2	-0,2
- Investitionen AV	5,0	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2
Free Cashflow	0,5	-3,3	-1,4	-0,2	1,5	3,7	4,3	4,4

SMC-Schätzmodell

schließlich aus Vorsichtsüberlegungen wieder etwas abschmelzen. Die Finanzierung von Übernahmen sollte im Rahmen der dargestellten Entwicklung künftig anteilig mit Fremdkapital erfolgen, so dass wir insgesamt mit einer hypothetischen, voll verwässerten Aktienzahl von 18 Mio. Stück rechnen.

Terminal Value: Sicherheitsabschlag

Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen bis 2024. Detaillierte Übersichten zur Entwicklung von Bilanz, GuV und Cashflow finden sich im Anhang. Zur Berechnung des Terminal Value nehmen wir einen 25-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die operative Rendite zum Ende des Detailprognosezeitraums vor. Auf dieser Basis kalkulieren wir dann mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent.

Diskontierungszins

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 neh-

men wir mit 2,5 Prozent einen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie 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 6,5 Prozent.

Kursziel: 1,95 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen resultiert in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,5 Prozent) ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 34,8 Mio. Euro oder 1,94 Euro je Aktie (voll verwässert). Daraus leiten wir 1,95 Euro als neues Kursziel ab.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,5 und 7,5 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 1,31 und 2,73 Euro.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,5%	2,73	2,44	2,22	2,04	1,89
6,0%	2,36	2,14	1,97	1,83	1,71
6,5%	2,07	1,90	1,94	1,65	1,56
7,0%	1,84	1,71	1,60	1,51	1,43
7,5%	1,65	1,55	1,46	1,38	1,31

Überdurchschnittliches Prognoserisiko

Darüber hinaus stufen wir das Prognoserisiko auf einer Punkteskala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) ein. Seit dem Wechsel des Geschäftsmodells hat SLEEPZ viele Fortschritte gemacht, die ursprünglichen Wachstumserwartungen wurden in 2016 aber verfehlt, und auch für 2017 musste die Prognose zuletzt abgesenkt werden. Das zeigt, dass der Auf- und Ausbau des E-Commerce-Geschäfts immer noch von einer relativ hohen Prognoseunsicherheit geprägt ist. Wir sehen daher weiterhin ein überdurchschnittliches Prognoserisiko, das wir mit der Vergabe von 5 Punkten zum Ausdruck bringen.

Fazit

SLEEPZ hat im laufenden Jahr wichtige Fortschritte erzielt. Unter anderem konnten zwei strategische Investoren gewonnen werden, die nun die Umsetzung der Wachstumsinitiativen unterstützen. Diesbezüglich stehen vor allem aussichtsreiche Projekte im Bereich der Eigenmarkenprodukte an, die das Management im Jahresverlauf vorbereitet hat. Und nicht zuletzt konnte Mitte des Jahres das restliche VC-Portfolio verkauft werden, so dass der Fokus nun voll auf dem Kerngeschäft liegt.

In den Zahlen für 2017 wird sich dies allerdings noch nicht adäquat niederschlagen. Mehrere Belastungsfaktoren dürften letztlich dazu führen, dass SLEEPZ die ursprüngliche Wachstumsprognose deutlich verfehlen wird. Das Unternehmen hat deswegen die Umsatzprognose im Oktober von 18 Mio. Euro auf 12 bis 14 Mio. Euro und die operative Ergebnisprognose auf der Ebene der Töchter auf -1 bis -1,5 Mio. Euro abgesenkt. Bisher war ein nahezu ausgeglichenes Ergebnis anvisiert worden.

Das Jahr 2018 sollte nun den Proof-of-Concept für das Geschäftsmodell bringen. Kann die Gesellschaft

dem sehr kompetitiven Marktumfeld trotzen und den Umsatz vor allem durch eine starke Ausweitung des Geschäfts mit Eigenmarken organisch deutlich steigern, wäre das eine gute Basis für langfristiges Wachstum. Mit weiteren Übernahmen könnte die Marktposition zusätzlich gestärkt werden, wobei die angestoßene Zentralisierung wichtiger Funktionsbereiche für hohe Synergien und damit für ein zusätzliches Margenpotenzial sorgt. Der nächste Schritt wurde hier mit der anvisierten Übernahme von Cubitabo eingeleitet.

Nach den absehbar enttäuschenden Zahlen für 2017 haben wir unser Modell überarbeitet und sehen den fairen Wert nun bei 1,95 Euro (zuvor 2,25 Euro). Bis sich zeigt, dass das Eigenmarkengeschäft tatsächlich substanzielle Wachstumsimpulse liefert, was die Basisannahme unseres Schätzszenarios bestätigen würde, taxieren wir unser Urteil aber trotz des signifikanten Kurspotenzials nun auf „Hold“ (zuvor „Speculative Buy“). Das Prognoserisiko stufen wir unverändert als überdurchschnittlich ein.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	5,3	5,1	9,1	10,5	11,9	13,2	12,5	11,9	11,2
1. Immat. VG	4,9	4,7	8,7	10,1	11,4	12,6	11,8	11,0	10,2
2. Sachanlagen	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0
II. UV Summe	10,0	5,4	12,0	15,5	19,3	32,6	38,8	45,2	51,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	7,6	7,5	14,5	16,5	19,6	23,9	26,8	29,7	32,8
II. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
III. Fremdkapital	7,7	3,0	6,5	9,4	11,6	21,9	24,5	27,2	30,0
1. Langfristiges FK	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
2. Kurzfristiges FK	7,2	3,0	6,4	9,3	11,4	21,5	24,1	26,8	29,5
BILANZSUMME	15,3	10,5	21,1	26,0	31,2	45,8	51,3	57,0	62,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	14,4	12,5	19,0	28,5	39,9	51,8	59,6	65,6	68,8
Gesamtleistung	14,4	12,4	19,1	28,5	39,9	51,8	59,6	65,6	68,8
Rohertrag	4,6	3,9	6,5	10,3	14,8	19,4	22,5	24,7	26,0
EBITDA	-1,8	-2,1	-1,6	0,9	2,3	3,9	4,7	4,9	5,0
EBIT	-2,0	-2,3	-2,1	0,3	1,5	3,1	3,8	4,0	4,1
EBT	-9,7	-3,3	-2,2	0,0	1,2	2,8	3,3	3,5	3,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	-9,8	-3,3	-2,2	0,0	1,2	2,6	3,2	3,3	3,4
JÜ	-9,6	-3,0	-2,0	0,0	1,0	2,4	2,8	3,0	3,0
EPS	-0,46	-0,17	-0,11	0,00	0,06	0,13	0,16	0,17	0,17

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	-4,1	-1,7	-2,7	-0,9	0,2	1,8	3,1	3,7	3,7
CF aus Investition	-0,5	5,0	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	0,5	-1,5	7,6	2,3	1,4	9,2	1,5	1,4	1,4
Liquidität Jahresanfa.	1,9	0,8	1,3	5,8	6,5	7,3	17,4	21,8	26,7
Liquidität Jahresende	0,8	1,3	5,8	6,5	7,3	17,4	21,8	26,7	31,6

Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	202,0%	-13,0%	52,0%	50,0%	40,0%	30,0%	15,0%	10,0%	5,0%
Rohertragsmarge	32,4%	30,9%	34,3%	36,0%	37,0%	37,5%	37,8%	37,7%	37,7%
EBITDA-Marge	-12,3%	-16,5%	-8,2%	3,2%	5,7%	7,6%	7,9%	7,5%	7,3%
EBIT-Marge	-14,0%	-18,5%	-11,0%	0,9%	3,8%	6,0%	6,5%	6,2%	6,0%
EBT-Marge	-67,7%	-26,3%	-11,7%	0,1%	3,0%	5,3%	5,6%	5,3%	5,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	-66,6%	-23,8%	-10,5%	0,1%	2,6%	4,6%	4,8%	4,6%	4,4%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

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

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

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§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 Interessenskonflikte 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 Kurservartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

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

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

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die 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
18.09.2017	Speculative Buy	2,25 Euro	1), 3), 4)
03.07.2017	Speculative Buy	2,35 Euro	1), 3)
04.05.2017	Speculative Buy	2,55 Euro*	1), 3), 4)
10.02.2017	Speculative Buy	2,70 Euro*	1), 3)
23.01.2017	Speculative Buy	3,00 Euro*	1), 3)
12.12.2016	Speculative Buy	3,00 Euro*	1), 3), 4)
06.10.2016	Speculative Buy	3,45 Euro*	1), 3), 4)
01.06.2016	Buy	4,20 Euro*	1), 3)
17.05.2016	Buy	4,50 Euro*	1), 3), 4)
24.02.2016	Buy	4,50 Euro*	1), 3), 4)

**umgerechnet auf Kapitalschnitt 3:1*

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.