

23. Januar 2017

Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research

bmp Holding AG

Abschreibungen im VC-Altportfolio belasten

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **0,622 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
Internet: www.sc-consult.com

Verlust der Hälfte des Grundkapitals vermeldet



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	E-Commerce
Mitarbeiter:	64
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0003304200
Kurs:	0,622 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	20,7 Mio. Stück
Market Cap:	12,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	11,8 Mio. Euro
Free-Float:	55,6 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	0,912 / 0,566 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	11,5 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	4,8	15,0	20,5
EBIT (Mio. Euro)*	-1,86	-1,55	0,34
Jahresüberschuss*	-1,99	-1,78	-0,23
EpS*	-0,07	-0,09	-0,01
Dividende je Aktie	-	-	-
Umsatzwachstum	5.107%	215,5%	37,0%
Gewinnwachstum	-	-	-
KUV	2,71	0,86	0,63
KGV	-	-	-
KCF	-	-	-
EV / EBIT	-	-	-
Dividendenrendite	-	-	-

*bereinigt um Wertänderungen/Abschreibungen auf das VC-Alt-Portfolio (2016e: -5,04 Mio. Euro; 2017e: -1,5 Mio. Euro)

Aktuelle Entwicklung

bmp Holding hat einen voraussichtlichen Verlust der Hälfte des AG-Grundkapitals vermeldet und damit einen Kurssturz der Aktie um fast 23 Prozent ausgelöst. Die Meldung ist allerdings nicht so dramatisch, wie sie auf den ersten Blick wirkt. Das Unternehmen operiert schon seit langem mit einem hohen Bilanzverlust, was vor allem auf einen größeren Verlust mit einer Biotechnologiegesellschaft aus der Phase zurückzuführen ist, als die Gesellschaft als Venture-Capital-Investor mit einem breit gestreuten Portfolio agierte. Dementsprechend belief sich das Eigenkapital der AG per Ende Dezember 2015 auf 15,1 Mio. Euro, bei einem gezeichneten Kapital von 20,7 Mio. Euro. Abschreibungen auf den VC-Altbestand sind auch jetzt für die Verlustanzeige verantwortlich. Die Insolvenz der Beteiligung iversity, der berücksichtigte Verkauf der Anteile an brand eins unter Buchwert sowie kleinere Abwertungen hatten schon die ersten neun Monate belastet, zum Jahresende gibt es nun weiteren Anpassungsbedarf. Allerdings nimmt die bilanzielle Bedeutung des Portfolios mit einem Restbuchwert von 5,4 Mio. Euro per 30.09. deutlich ab.

Fazit

Die Höhe der Abschreibungen im VC-Altportfolio ist ernüchternd, allerdings war wegen der Natur des Wagniskapitalgeschäfts davon auszugehen, dass in der Abwicklung der Buchwert nicht voll erlöst werden kann. Wir hatten ohnehin künftige Abwertungen von 4 Mio. Euro unterstellt (Studie vom 12.12.2016) und müssen unser Modell daher kaum anpassen (siehe S. 3). bmp nimmt die Verlustanzeige zum Anlass, Möglichkeiten zur Verbesserung der Kapitalbasis zu prüfen. Sollte dies umgesetzt werden, geht die Gesellschaft sogar gestärkt aus dem Geschehen hervor, das operative Geschäft ist ohnehin nicht direkt tangiert. Wir bestätigen unser Urteil „Speculative Buy“ und das Kursziel 1,00 Euro.

Anhang I: DCF-Modell

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%	13,85%	3,66%	3,98%	4,19%	4,44%	4,91%	5,06%
EBIT	-1,6	0,3	1,1	1,8	2,7	3,3	4,1	4,4
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
NOPAT	-1,6	0,3	1,1	1,8	2,6	3,1	3,9	4,2
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	1,3	0,5	1,2	1,9	2,8	3,4	4,2	4,6
- 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
Free Cashflow	-1,4	4,6	-2,6	-1,9	-1,3	1,8	2,9	3,3

SMC-Schätzmodell

Modellanpassungen

In unserem Bewertungsmodell hatten wir bislang im Rahmen der unterstellten vollständigen Abwicklung des VC-Altportfolios in 2017 über Anteilsverkäufe weitere Abschreibungen in Höhe von 4 Mio. Euro unterstellt. Davon ziehen wir nun im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise 2,5 Mio. Euro in das Jahr 2016 vor, weitere 1,5 Mio. Euro verbleiben in 2017. Die Tabelle auf dieser Seite zeigt allerdings, wie bereits zuvor, die um die Abschreibungen auf das Altgeschäft bereinigten Daten für den operativen

Gewinn. Auf unbereinigter Basis sehen wir für 2016 ein EBIT von -6,6 Mio. Euro und von -1,2 Mio. Euro für 2017 (siehe dazu auch die Übersicht im Anhang). Abgesehen vom Diskontierungseffekt ergeben sich daraus keine Auswirkungen auf den fairen Wert. Mögliche Kapitalmaßnahmen berücksichtigen wir erst, wenn es dazu konkrete Informationen gibt. In Abhängigkeit von der Ausgestaltung könnte es zu einer Verwässerung des Kursziels kommen. Vorerst bleibt der faire Wert je Aktie bei 1,00 Euro.

Anhang II: 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
AKTIVA									
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	14,1	12,8	17,0	21,1	20,3	22,7	26,2	29,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	16,9	10,1	8,4	8,9	9,7	10,7	11,9	13,6	15,2
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	21,9	22,0	23,6	25,8	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	9,1	10,4	15,7	20,8	20,8	22,5	24,7	27,1
BILANZSUMME	26,0	20,3	19,9	25,8	31,8	32,9	35,8	39,7	43,8

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
Rohertrag	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	-6,6	-1,2	1,1	1,8	2,7	3,3	4,1	4,4
EBT	-3,4	-6,9	-1,7	0,6	1,0	1,6	2,1	2,8	3,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,4	-7,0	-1,7	0,5	0,9	1,5	2,0	2,6	2,8
JÜ	-2,8	-6,8	-1,7	0,5	0,8	1,3	1,8	2,4	2,6
EPS	-0,14	-0,33	-0,08	0,02	0,04	0,06	0,09	0,11	0,12

Anhang III: 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	-2,4	-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	5107,0%	215,5%	37,0%	50,0%	50,0%	40,0%	15,0%	12,0%	5,0%
Rohtragsmarge	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%	-43,9%	-5,6%	3,7%	4,0%	4,2%	4,4%	4,9%	5,1%
EBT-Marge	-72,2%	-46,0%	-8,4%	1,8%	2,1%	2,4%	2,8%	3,3%	3,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-59,0%	-45,0%	-8,4%	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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

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

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

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

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
12.12.2016	Speculative Buy	1,00 Euro	1), 3), 4)
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: eine Studie, zwei Updates, zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.