

4. Mai 2018  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# SLEEPZ AG

## Branchenkonsolidierung bietet Chancen

Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 1,24 Euro | Kursziel: 1,65 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**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)

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Berlin
<b>Branche:</b>	E-Commerce
<b>Mitarbeiter:</b>	57
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A2E3772
<b>Kurs:</b>	1,24 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienzahl:</b>	8,97 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	11,1 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	11,6 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	48,1 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	2,175 / 1,13 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	7,3 Tsd. Euro / Tag

Im letzten Jahr musste SLEEPZ einen Umsatzrückgang von 20,2 Prozent auf 11,5 Mio. Euro hinnehmen und hat damit die ursprünglichen Erwartungen deutlich verfehlt. Ursächlich dafür war ein verschärftes Wettbewerbsumfeld, in dem „One-fits-all“-Matratzenanbieter mit enormen Marketingausgaben für hohe Kundenakquisitionskosten gesorgt und zudem die Preise unter Druck gesetzt haben. Doch es gab auch mehrere unternehmensindividuelle Belastungsfaktoren, etwa knappe Managementressourcen und eine zu geringe Kapitalausstattung, weswegen geplante Wachstumsinitiativen nur teilweise und verzögert umgesetzt werden konnten. Trotzdem kann SLEEPZ Fortschritte vorweisen, wie etwa die Gewinnung von zwei strategischen Investoren. Einer davon ist die Beteiligungsgesellschaft Heliad, deren Beteiligung Cubitabo im Anschluss von SLEEPZ übernommen wurde. Auf dieser Basis soll die Rückkehr auf den Wachstumspfad gelingen. Das Management erwartet für 2018 eine niedrige zweistellige Umsatzsteigerung – die aber auch deutlich höher ausfallen könnte, wenn eine anvisierte weitere Übernahme gelingt. Unter der Voraussetzung ausreichender finanzieller Mittel plant SLEEPZ den Buy-and-Build-Prozess fortzusetzen, um die sich bietenden Marktchancen zu nutzen.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	4,75	14,4	11,5	17,0	25,5	35,7
EBIT (Mio. Euro)	-1,86	-2,02	-3,97	-3,14	-1,18	-0,56
Jahresüberschuss	-2,81	-9,56	-4,18	-3,10	-1,19	-0,76
EpS*	-0,14	-1,38	-0,54	-0,17	-0,06	-0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-	202,0%	-20,2%	48,3%	50,0%	40,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	2,34	0,77	0,97	0,65	0,44	0,31
KGV	-	-	-	-	-	-
KCF	-	-	-	-	-	-
EV / EBIT	-	-	-	-	-	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

\*ab 2018 verwässert

## Enttäuschendes Jahr

Aufgrund zahlreicher Belastungs- und Sonderfaktoren hat SLEEPZ seine ursprünglichen Planwerte für 2017 letztlich deutlich verfehlt. Das Unternehmen hatte zu nächst einen Umsatz von 18 Mio. Euro anvisiert, dieses Ziel aber im Herbst auf 12 bis 14 Mio. Euro reduziert und schließlich nur 11,5 Mio. Euro (-20,2 Prozent) erlöst. Eine Bürde für das gesamte Geschäftsjahr war die recht knappe Kapitalausstattung. Im ersten Quartal musste das Unternehmen aufgrund abschließender größerer Abschreibungen auf das Venture-Capital-Altportfolio (das zur Jahresmitte veräußert werden konnte) außerdem den Verlust der Hälfte des AG-Grundkapitals vermelden, was temporär auch noch zu verschärften Liefer- und Finanzierungsbedingungen führte. Im Jahresverlauf machte sich zusätzlich der verschärfte Wettbewerb insbesondere in der Matratzenbranche bemerkbar, in der die etablierten Player auf das offensive (und kostspielige) Marketing der „One-fits-all“-Anbieter ihrerseits mit Preisnachlässen reagierten. Für weitere Turbulenzen im Sektor sorgte im Oktober die Nachricht, 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, was zu zahlreichen Rückrufaktionen und Lieferengpässen führte.

## Töchter arbeiten defizitär

Zudem hat Mitte des Jahres der langjährige Geschäftsführer der sleepz Home GmbH, Youssef Hassan, die Gesellschaft verlassen, was zu Verzögerungen bei Wachstumsprojekten, etwa bei geplanten Vermarktungsinitiativen für Eigenmarken, führte. Auch deswegen blieb die Tochter mit einem Umsatz von 4,9 Mio. Euro (-17,4 Prozent) unter den Erwartungen und verfehlte mit einem Nachsteuerverlust von -2,3 Mio. Euro (Vorjahr: -1,2 Mio. Euro) die anvisierte Ergebnisverbesserung in Richtung des Breakeven deutlich. Etwas besser stellte sich die Situation bei der zweiten wichtigen operativen Tochter, der Matratzen-Union-Gruppe, dar. Zwar lag auch hier der Umsatz mit 6,6 Mio. Euro deutlich unter dem Vorjahreswert (8,6 Mio. Euro), was aber auch darauf zurückzuführen

war, dass die Gesellschaft ihre Aktivitäten in der Kundenakquise aufgrund der hohen Kundengewinnungskosten bewusst reduzierte. Daher musste nur ein kleiner Nachsteuerverlust von -42 Tsd. Euro hingenommen werden, nach einem Überschuss von 322 Tsd. Euro im Vorjahr.

Geschäftszahlen	2016	2017	Änderung
Umsatz	14,4	11,5	-20,2%
Rohertrag	4,6	3,5	-22,4%
EBITDA	-1,8	-3,7	-
EBIT	-2,0	-4,0	-
JÜ nach Ant. Dritter	-9,6	-4,2	

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

## Betriebsergebnis deutlich negativ

Auch dank dieser Fokussierung auf profitable Geschäfte hat sich auf der Konzernebene der Materialaufwand mit -19,1 Prozent auf 7,9 Mio. Euro fast ebenso stark reduziert wie der Umsatz. Die Rohermarge lag infolgedessen mit 30,9 Prozent nur leicht unter dem Vorjahreswert (31,8 Prozent), gleichbedeutend mit einem Rohertrag von 3,5 Mio. Euro (Vorjahr: 4,6 Mio. Euro). Das reichte aber bei weitem nicht aus, um die übrigen Kosten zu decken, wobei insbesondere die sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit 5,5 Mio. Euro (Vorjahr: 4,9 Mio. Euro) und die Personalkosten mit 2,0 Mio. Euro (Vorjahr: 2,2 Mio. Euro) zu dem negativen Betriebsergebnis von -4,0 Mio. Euro (Vorjahr: -2,0 Mio. Euro) führten. Unter dem Strich musste SLEEPZ nach Anteilen Dritter einen Verlust von -4,2 Mio. Euro hinnehmen, gegenüber -9,6 Mio. Euro im Vorjahr. Die deutliche Verbesserung resultierte aus den hohen Belastungen (-7,3 Mio. Euro) im aufgegebenen Bereich Venture Capital in 2016, denen im letzten Jahr nur noch ein deutlich kleinerer Verlust von -0,8 Mio. Euro gegenüberstand.

## Weitere Übernahme gelungen

Strukturell sind SLEEPZ trotz der enttäuschenden Geschäftsergebnisse im letzten Jahr aber durchaus

große Fortschritte gelungen. Im Jahresverlauf konnten die börsennotierte Beteiligungsgesellschaft Heliad und der italienische Matratzenhersteller Alessander S.p.a als neue strategische Investoren gewonnen werden. Daraus resultierte letztlich die Übernahme der Heliad-Beteiligung Cubitabo, die u.a. mit den Shops bettenriese.de und buddysleep.com im selben Markt aktiv ist. Diese wurde über die Tochter sleepz Home abgewickelt, die dafür neue Anteile ausgegeben hat, so dass die Quote der SLEEPZ AG an der Tochter zwischenzeitlich von 66,8 auf 40,6 Prozent abgesunken ist. In einem zweiten Schritt wird nun ein Großteil der noch ausstehenden Anteile von sleepz Home in die Aktiengesellschaft via Sachkapitaleinlage eingebracht, wofür 3,47 Mio. Aktien (auf Basis der Werteschätzung eines Gutachters von 1,80 Euro je SLEEPZ-Aktie) ausgegeben werden. Im Gegenzug erhöht sich der Anteil an sleepz Home wieder auf rund 92 Prozent.

### Ziel: Zumindest niedriges zweistelliges Wachstum

Mit der Übernahme der neuen Beteiligung Cubitabo hat deren Gründer und Geschäftsführer Alexander von Tschirnhaus seit Anfang 2018 auch die zuvor nur

interimsmäßig besetzte Geschäftsführerposition von sleepz Home übernommen. Im laufenden Jahr sollen nun endlich die Initiativen zur Vermarktung der Eigenmarken deutlich intensiviert werden. Auf Konzernebene soll der Umsatz von SLEEPZ angesichts des unverändert anspruchsvollen Wettbewerbsumfelds im unteren zweistelligen Prozentbereich zulegen, wobei der Beitrag von Cubitabo darin schon berücksichtigt ist. Damit kalkuliert das Management nach der enttäuschenden Entwicklung in den letzten zwei Jahren zunächst ohne organisches Wachstum. Bezüglich der Rohertragsmarge wird ein Wert mindestens auf Vorjahresniveau angestrebt, was insgesamt zu einer Verbesserung der Ertragslage führen dürfte. Kostendisziplin und ein höherer Umsatzanteil von Eigenmarken sollen dafür einen positiven Ertragsbeitrag leisten. Trotzdem wird der Konzern auch 2018 plangemäß noch defizitär arbeiten.

### Buy-and-Build wird fortgesetzt

Der Buy-and-Build-Prozess soll weiter fortgesetzt werden. In diesem Rahmen wird für das laufende Jahr zumindest eine weitere Übernahme angestrebt, sofern es der finanzielle Spielraum zulässt. Zuletzt hat die SLEEPZ AG ein Gesellschafterdarlehen in Höhe von

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	17,0	25,5	35,7	46,4	53,4	58,7	61,6	64,7
Umsatzwachstum		50,0%	40,0%	30,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	-18,4%	-4,6%	-1,6%	1,3%	3,4%	5,5%	7,2%	8,7%
<b>EBIT</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>
Steuersatz	-0,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
<b>NOPAT</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
+ 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>-2,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>
- Zunahme Net Working Capital	-3,6	-1,4	-1,4	-1,3	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Free Cashflow</b>	<b>-6,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>

*SMC Schätzmodell*

1,75 Mio. Euro erhalten und zugleich eine Patronats-erklärung zugunsten von sleepz Home mit Laufzeit bis Ende 2020 in derselben Höhe ausgesprochen, so dass die Tochter durchfinanziert ist. Darüber hinaus ist für den Herbst eine größere Bezugsrechtskapitalerhöhung geplant. Mittelfristig will das Management mit Zukäufen in eine Umsatzregion von 50 bis 100 Mio. Euro vorstoßen. Um mit dem Buy-and-Build-Prozess auch im großen Maßstab Synergien heben zu können, wurde die Zentralisierung der Bereiche IT, Einkauf, kaufmännische Leitung und Fulfillment angestoßen. Zunächst einmal steht aber ein Ausbau der Managementkapazitäten an, um den umfangreichen Prozess auch intensiv betreuen zu können. Marktseitig rechnet das Unternehmen hingegen weiter mit einem anspruchsvollen Wettbewerbsumfeld, das dafür sorgen dürfte, dass die Rohertragsmarge in den nächsten Jahren maximal konstant bleibt oder sogar leicht zurückgeht.

### Beschleunigung möglich

Als Reaktion auf die Zahlen für 2017, die unter unseren bereits reduzierten Schätzungen (Umsatz 12,5 Mio. Euro, EBIT -2,3 Mio. Euro) lagen, rechnen wir nun auch für 2018 nicht mehr mit einem organischen Wachstum. Wir halten aber weiterhin an unserem Expansionszenario durch weitere Akquisitionen fest. Nach der Übernahme von Cubitabo und dem damit einhergehenden Ausbau des Engagements von Heliad sehen wir sogar eine Chance, dass SLEEPZ das externe Wachstumstempo jetzt erhöhen und eine wichtige Rolle in der Konsolidierung der Branche spielen kann. Dank hoher Synergieeffekte würde das die von uns unterstellte deutliche Margenverbesserung in den nächsten Jahren ermöglichen. Diesbezüglich sind wir nun sogar noch etwas offensiver vorgegangen, da sich das Wachstum plangemäß noch stärker auf Eigenmarken fokussieren wird. Ist SLEEPZ mit diesem Weg erfolgreich, was wir unterstellt haben, dürften deutlich höhere Renditen erwirtschaftet werden, als im reinen Onlinehandel perspektivisch möglich sein werden. Wir sehen die Ziel-EBIT-Marge nun bei 8,7 Prozent und haben zur Berechnung des Terminal Value einen Abschlag von 15 Prozent vorgenommen. Weiterhin rechnen wir dabei mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a.

### Schätzungen für 2018 abgesenkt

Für die laufende Periode gehen wir nun – ohne organischen Wachstumsbeitrag, aber inklusive einer weiteren Akquisition (zusätzlich zu Cubitabo) – von einem Umsatz in Höhe von 17 Mio. Euro aus, der in den Folgeperioden mit jeweils einer hypothetischen Übernahme pro Jahr weiter deutlich zulegen wird. Das EBIT sehen wir in der laufenden Periode nun bei -3,1 Mio. Euro (bislang -2,1 Mio. Euro) und den Breakeven erwarten wir jetzt für 2021 (bislang: 2019). Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2025 ist zudem den Tabellen im Anhang zu entnehmen.

### Größere Verwässerung

Zur Umsetzung der Wachstumspläne hatten wir bislang eine Verwässerung auf 18 Mio. Stück eingeplant. Nach Abschluss der Anteilsaufstockung an sleepz Home gegen Sacheinlage wird sich die Aktienzahl auf 12,4 Mio. Stück belaufen. Vor allem der anhaltend niedrige Aktienkurs bedingt eine potenziell weitere deutliche Verwässerung im Rahmen der Umsetzung des unterstellten Buy-and-Build-Prozesses. Wir kalkulieren daher nun noch vorsichtiger und rechnen mit einer hypothetischen Aktienzahl von 24,4 Mio. Stück.

### Diskontierungssatz unverändert

Unverändert gelassen haben wir den Diskontierungszinssatz zur Abzinsung der Cashflows: Auf der Grundlage der Annahme eines Betafaktors von 1,4, eines risikolosen Zinses von 2,5 Prozent, einer Risikoprämie von 5,4 Prozent, eines Ziel-FK-Anteils von 60 Prozent und eines FK-Zinses von 6,0 Prozent liegen die gewichteten Kapitalkosten (WACC) unseres Modells bei 6,5 Prozent.

### Kursziel: 1,65 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 40,7 Mio. Euro, das entspricht umgerechnet auf 24,4 Mio. Aktien (voll verwässert) 1,66 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 1,65 Euro ableiten. Die Reduktion gegenüber unserer letzten Einschätzung (1,95 Euro) resultiert aus einer ab-

solut abgesenkten Umsatzreihe und einer unterstellten höheren Verwässerung, was durch langfristig bessere Margenperspektiven nur teilweise kompensiert wurde. Das Prognoserisiko stufen wir weiterhin als überdurchschnittlich (fünf von sechs Punkten) ein.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,5 und 7,5 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 1,09 und 2,67 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,5%	2,67	2,35	2,10	1,90	1,73
6,0%	2,25	2,01	1,82	1,66	1,53
6,5%	1,93	1,75	<b>1,66</b>	1,47	1,36
7,0%	1,68	1,53	1,41	1,31	1,22
7,5%	1,47	1,35	1,25	1,17	1,09

## Fazit

In einem schwierigen Marktumfeld war die Umsatz- und Ergebnisentwicklung von SLEEPZ im letzten Jahr enttäuschend, wozu auch einige unternehmensspezifische Probleme wie die knappe Kapitalausstattung und die zu geringen Managementressourcen beigetragen haben. Trotzdem sind dem Unternehmen mit der Einbindung der strategischen Investoren Heliad und Alessanderx sowie mit der Übernahme von Cubitabo wichtige strukturelle Fortschritte gelungen.

Auch, wenn die organischen Wachstumsaussichten derzeit durch den scharfen Wettbewerb limitiert werden, sehen wir durchaus Chancen, dass das Unternehmen den Buy-and-Build-Prozess fortsetzen wird, möglicherweise sogar mit einem etwas erhöhten Tempo. Damit könnte SLEEPZ zu einem wichtigen Player in der Branchenkonsolidierung werden und die

eigene Marktposition deutlich ausbauen. Mittelfristig würde dies Potenzial für eine signifikante Margenverbesserung bieten, insbesondere dann, wenn die Fokussierung auf Eigenmarken erfolgreich ist.

Dieses Wachstumsszenario ist weiterhin Basis unserer Schätzungen, aus denen trotz einer Absenkung des organischen Wachstums und einer einkalkulierten weiteren deutlichen Verwässerung (infolge weiterer Übernahmen) ein fairer Wert von 1,65 Euro je Aktie und damit ein prozentual zweistelliges Aufwärtspotenzial resultiert. Unser Urteil bleibt aber weiterhin „Hold“, bis sich deutlich abzeichnet, dass mit einem kräftigen Ausbau des Eigenmarkengeschäfts die Marktposition tatsächlich substanziell verbessert werden kann.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	5,2	14,0	16,3	18,4	20,5	19,7	19,0	18,2	17,4
1. Immat. VG	4,8	13,1	15,2	17,2	19,1	18,3	17,5	16,7	15,9
2. Sachanlagen	0,3	0,9	1,1	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6
II. UV Summe	3,5	10,4	14,0	18,8	23,5	28,1	34,3	41,9	50,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	5,7	18,7	21,1	24,0	27,7	28,9	31,1	34,4	38,7
II. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Fremdkapital	3,0	5,6	9,1	13,3	16,3	19,0	22,2	25,7	29,4
1. Langfristiges FK	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
2. Kurzfristiges FK	2,6	5,2	8,7	12,8	15,8	18,5	21,7	25,2	28,9
<b>BILANZSUMME</b>	<b>8,7</b>	<b>24,4</b>	<b>30,2</b>	<b>37,3</b>	<b>44,0</b>	<b>47,8</b>	<b>53,3</b>	<b>60,1</b>	<b>68,1</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	11,5	17,0	25,5	35,7	46,4	53,4	58,7	61,6	64,7
Gesamtleistung	11,4	17,1	25,5	35,7	46,4	53,4	58,7	61,6	64,7
Rohertrag	3,5	5,4	8,2	11,8	15,8	18,7	21,1	22,8	24,6
EBITDA	-3,7	-2,6	-0,5	0,2	1,5	2,8	4,2	5,4	6,6
EBIT	-4,0	-3,1	-1,2	-0,6	0,6	1,8	3,2	4,4	5,6
EBT	-5,0	-3,4	-1,4	-0,9	0,2	1,3	2,7	3,8	5,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	-5,0	-3,4	-1,3	-0,8	0,2	1,3	2,5	3,6	4,8
JÜ	-4,2	-3,1	-1,2	-0,8	0,2	1,1	2,3	3,3	4,3
EPS	-0,54	-0,17	-0,06	-0,03	0,01	0,05	0,09	0,13	0,18

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	-2,8	-3,7	-1,9	-1,4	-0,2	1,5	3,0	4,0	5,1
CF aus Investition	4,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	-2,0	6,3	2,8	3,3	1,9	1,7	2,0	2,3	2,4
Liquidität Jahresanfa.	0,8	0,5	3,0	3,8	5,6	7,2	10,2	15,1	21,2
Liquidität Jahresende	0,5	3,0	3,8	5,6	7,2	10,2	15,1	21,2	28,5

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-20,2%	48,3%	50,0%	40,0%	30,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%
Rohtragsmarge	30,5%	31,9%	32,0%	33,0%	34,0%	35,0%	36,0%	37,0%	38,0%
EBITDA-Marge	-32,3%	-15,3%	-1,9%	0,7%	3,3%	5,2%	7,1%	8,7%	10,2%
EBIT-Marge	-34,7%	-18,4%	-4,6%	-1,6%	1,3%	3,4%	5,5%	7,2%	8,7%
EBT-Marge	-43,2%	-20,2%	-5,4%	-2,5%	0,4%	2,5%	4,5%	6,2%	7,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-36,5%	-18,2%	-4,7%	-2,1%	0,3%	2,1%	3,9%	5,3%	6,7%

# 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 (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

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.

### *1) 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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 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 oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) 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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 04.05.2018 um 13.40 Uhr fertiggestellt und am 04.05.2018 um 13:50 Uhr veröffentlicht.

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 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
19.12.2017	Hold	1,95 Euro	1), 3), 4)
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)

\* Umgerechnet auf Kapitalschnitt 3:1

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