

21. September 2018
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



SLEEPZ AG

Großer Sprung möglich

Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 1,03 Euro | Kursziel: 1,15 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
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	E-Commerce
Mitarbeiter:	70
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2E3772
Kurs:	1,03 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	12,44 Mio. Stück
Market Cap:	12,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	15,7 Mio. Euro
Free-Float:	43,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	1,989 / 0,802 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	5,3 Tsd. Euro / Tag

Die Töchter sleepz Home und Matratzen Union mussten im ersten Halbjahr jeweils einen organischen Umsatzrückgang hinnehmen, so dass die Konzern Erlöse von SLEEPZ trotz des Erwerbs von Cubitabo (über sleepz Home) mit 5,5 Mio. Euro um 6,9 Prozent unter dem Vorjahreswert lagen. In Verbindung mit dem Margendruck im Sektor führte das zu einer Ausweitung des Konzernverlusts von -2,3 auf -2,8 Mio. Euro. Im Gesamtjahr sollen die Erlöse dennoch – ohne den Beitrag weiterer Akquisitionen – im unteren zweistelligen Prozentbereich zulegen und eine Verbesserung des Konzernergebnisses gegenüber dem Vorjahr ermöglichen. Diese Erwartungen beruhen u.a. auf zwei Wachstumsinitiativen: Zum einen verkauft sich eine neue Matratze des eigenen Labels Wolkenwunder derzeit bei Amazon sehr gut, und zum anderen wird das Buddy-Sortiment von Cubitabo nun von dem Möbelhauskonzern porta vertrieben. Ein großer Sprung nach vorn könnte aber mit zwei Übernahmen gelingen, die bereits mit Termsheets fixiert wurden. Dabei handelt es sich um Gesellschaften mit starken Eigenmarken und einem kumulierten Umsatz von mehr als 20 Mio. Euro. Obwohl die Übernahme gegen Aktienaussgabe erfolgen soll, ist die laufende Platzierung einer Wandelanleihe die Voraussetzung für einen Abschluss der Transaktionen.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	4,75	14,4	11,5	14,9	47,0	58,5
EBIT (Mio. Euro)	-1,86	-2,02	-3,97	-4,79	-3,62	-0,21
Jahresüberschuss	-2,81	-9,56	-4,18	-4,59	-3,89	-0,66
EpS	-0,14	-1,38	-0,54	-0,19	-0,16	-0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum		202,0%	-20,2%	30,0%	215,4%	24,5%
Gewinnwachstum		-	-	-	-	-
KUV	2,70	0,89	1,12	0,86	0,27	0,22
KGV	-	-	-	-	-	-
KCF	-	-	-	-	-	-
EV / EBIT	-	-	-	-	-	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Umsatz geht zurück

Operativ war die Entwicklung von SLEEPZ im ersten Halbjahr weiterhin enttäuschend. In einem Marktumfeld, das nach wie vor von einer hohen Konkurrenzintensität und einem Preiskampf im Matratzengeschäft geprägt wurde, ist der Umsatz des Konzerns um 6,9 Prozent auf 5,46 Mio. Euro zurückgegangen. Hauptverantwortlich dafür war die Tochter Matratzen Union, deren Erlöse sich von 3,4 auf 2,7 Mio. Euro reduzierten. Die Gesellschaft hat nach einem Anstieg der Kundenakquisitionskosten insbesondere im Matratzengeschäft, der aus dem Margendruck im Sektor und hohen Marketingaktivitäten der Wettbewerber resultiert, bewusst auf unrentable Abschlüsse verzichtet. Das zweite große Tochterunternehmen sleepz Home konnte die Erlöse hingegen von 2,5 auf 2,7 Mio. Euro leicht ausweiten, was aber nur einem Konsolidierungseffekt geschuldet war: Die übernommene Gesellschaft Cubitabo leistete erstmals einen Umsatzbeitrag von 0,5 Mio. Euro.

Sonderbelastungen bremsen

Die Übernahme des Unternehmens und die anschließende Integration in den Konzern haben die zuletzt noch relativ knappen Managementressourcen temporär stärker in Anspruch genommen, so dass diese für andere Projekte nur begrenzt zur Verfügung standen. Hinzu kam im zweiten Quartal auch noch die Umsetzung der neuen Datenschutzgrundverordnung, die ebenfalls zeitweise Kapazitäten gebunden hat. Als weiteren Belastungsfaktor nennt SLEEPZ das gute Wetter, das schon im Frühling zu einer spürbaren Kaufzurückhaltung im gesamten Markt geführt hat.

Verlust steigt

Die Belastungen und das schwierige Marktumfeld spiegeln sich in den Ergebniskennzahlen wider. Trotz des Umsatzrückgangs erhöhte sich der Materialaufwand minimal von 3,98 auf 4,01 Mio. Euro, weshalb die Rohertragsmarge von 32,2 auf 26,5 Prozent zurückgegangen ist. Deutlich zugelegt haben der Personalaufwand (von 1,0 auf 1,3 Mio. Euro, davon +0,4 Mio. Euro durch Cubitabo) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (von 2,2 auf 2,85 Mio.

Euro). Das Konzern-EBITDA verschlechterte sich infolgedessen von -1,2 auf -2,7 Mio. Euro, und unter dem Strich steht ein Konzernverlust von -2,8 Mio. Euro (Vorjahr -2,3 Mio. Euro). Auf der Ebene der einzelnen Geschäftseinheiten entfiel der Großteil davon mit -1,9 Mio. Euro auf sleepz Home, auch als Folge der Übernahme der zuvor defizitären Cubitabo. Die Holding schlägt mit einem Fehlbetrag von -0,7 Mio. Euro zu Buche, und Matratzen Union rutschte im ersten Halbjahr 2018 mit einem Defizit von -0,2 Mio. Euro leicht in die Verlustzone.

Geschäftszahlen	HJ 17	HJ 18	Änderung
Umsatz	5,87	5,46	-6,9%
Rohertrag	1,89	1,45	-23,2%
EBITDA	-1,21	-2,71	-
EBIT	-1,34	-2,79	-
Konzernergebnis	-2,25	-2,84	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Liquidität knapp

Der Periodenfehlbetrag war maßgeblich verantwortlich für den negativen Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit in Höhe von -2,56 Mio. Euro (Vorjahr: -1,32 Mio. Euro). Dem stand mit -32 Tsd. Euro nur ein kleiner Zahlungsmittelabfluss aus Investitionstätigkeit gegenüber, nachdem hier im Vorjahr der Verkauf des Restbestands aus dem Venture-Capital-Geschäft noch für einen positiven Saldo von 5 Mio. Euro gesorgt hatte. Der aus den beiden Größen resultierende negative freie Cashflow in 2018 wurde vor allem über ein Darlehen (2,42 Mio. Euro) finanziert. Insgesamt hat die Liquidität damit seit dem Jahresbeginn nur moderat um 119 Tsd. Euro auf 381 Tsd. Euro abgenommen, bleibt damit aber, auch vor dem Hintergrund der anhaltenden Defizite, sehr knapp bemessen.

Expansionskapital über Wandelanleihe

Um den notwendigen Spielraum zur Forcierung der Expansion zu erhalten, hat das Unternehmen im August eine größere Kapitalmaßnahme eingeleitet. Plat-

ziert werden soll eine Wandelanleihe mit einer Laufzeit von drei Jahren, einem Kupon von 6 Prozent und einem Gesamtvolumen von 7 Mio. Euro. Das Wertpapier berechtigt zum Umtausch in die Aktie zu einem Kurs von 1,40 Euro. Die eingeräumte Bezugsfrist für Aktionäre lief bis Ende August, im Anschluss wurde eine Privatplatzierung an Dritte gestartet. Die für den 5. September gesetzte Frist für den Abschluss der Transaktion wurde bis Anfang Oktober verlängert.

Zwei Übernahmen im Visier

Mit einer erfolgreichen Platzierung würde sich das Unternehmen eine solide Basis zur Finanzierung des Wachstums bis zur Erreichung des Break-even schaffen. Für Übernahmen soll das Kapital – zumindest aktuell – hingegen nicht verwendet werden. Nichtsdestotrotz hat SLEEPZ derzeit zwei Unternehmen als mögliche Akquisitionsobjekte identifiziert und bereits Termsheets für die Durchführung der Transaktionen unterzeichnet. Der Kauf würde nach der Erfüllung aufschiebender Vertragsbedingungen, insbesondere dem Abschluss der Due Diligence sowie der Wandelanleihen-Emission, komplett über die Ausgabe von Aktien abgewickelt. Das erste Target, der Berliner Online-Händler URBANARA, wurde vorerst mit 6,2 Mio. Euro bewertet (nach der Wandlung von ausstehenden Wandelanleihen in Höhe von 1,1 Mio. Euro), wofür SLEEPZ zu einem unterstellten Aktienpreis von 1,20 Euro knapp 5,2 Mio. Stücke ausgeben würde. Der zweite Kandidat, die Sam Stil-Art-Möbel GmbH, wurde zunächst mit 4,8 Mio. Euro bewertet, gleichbedeutend mit einer Aktientranche von 4 Mio. Stück. Zur Umsetzung dieser Übernahme müssten die Berliner in einer außerordentlichen Hauptversammlung aber zunächst neues genehmigtes Kapital schaffen.

URBANARA: Hohe Rohmarge

URBANARA hat erfolgreich ein eigenes Label für Produkte aus den Bereichen Heimtextilien und Wohnaccessoires aufgebaut. Das Unternehmen beschäftigt aktuell 45 Mitarbeiter und betreibt zwei Onlineshops – einen in Deutschland und einen in Großbritannien –, außerdem wird Amazon als Vertriebskanal genutzt. In den letzten Jahren konnte der Umsatz

um durchschnittlich mehr als 20 Prozent p.a. gesteigert werden, für das laufende Jahr liegt die Zielmarke bei 8 Mio. Euro. Dank der Fokussierung auf Eigenmarken bewegt sich die Rohmarge aktuell bei etwa 50 Prozent, trotzdem wird unter dem Strich noch ein Verlust ausgewiesen. Anfang 2017 wurde das Team umgebaut und mit Christian Salza ein vormaliger Home-24-Manager als CEO geholt, um die Profitabilität zu verbessern. Seitdem konnte die Contribution Margin (Rohertrag abzüglich Kosten für Marketing und Fulfillment) bereits deutlich verbessert werden. Der Break-even wird für das vierte Quartal 2019 anvisiert.

Sam Stil-Art: 15 Mio. Euro Umsatz

Ebenso wie URBANARA setzt auch die Sam Stil-Art-Möbel GmbH auf eine eigene Marke. Das Unternehmen bietet ein breites Sortiment an Möbeln, die selbst designt und in Osteuropa sowie in Asien produziert werden. In der bisherigen Historie hat die Gesellschaft überwiegend leicht profitabel gewirtschaftet, für das laufende Jahr wird ein Umsatz von 15 Mio. Euro anvisiert.

Verschiedene Synergien

Sam unterhält umfangreiche Lagerkapazitäten für Großmöbel und bietet damit einen ersten Ansatzpunkt zur Hebung von Synergien. Denn das Unternehmen könnte nach einer Übernahme diesen Funktionsbereich für das Möbelgeschäft der Gruppe zumindest teilweise übernehmen. Andere SLEEPZ-Töchter würden darüber hinaus im Einkauf sicherlich von der internationalen Sourcing-Kompetenz des Sam-Teams profitieren. Im Gegenzug könnte SLEEPZ über die eigenen Vertriebskanäle die Möbel vertreiben, das gilt natürlich auch für URBANARA-Produkte. Eine große Gemeinsamkeit stellt darüber hinaus der Fokus auf Eigenmarken dar, dessen Umsetzung bei SLEEPZ noch in einem früheren Stadium steckt. Die Berliner könnten daher von den Erfahrungen der potenziellen Töchter in diesem Bereich profitieren und so die Entwicklung beschleunigen.

Verstärkung von Vorstand und Aufsichtsrat

Auch das Management von SLEEPZ könnte mit der Umsetzung der Zukäufe weiter verstärkt werden: Während der URBANARA-Geschäftsführer Christian Salza ein möglicher Kandidat für den Vorstand wäre, könnten konzernübergreifende Funktionsbereiche für Operations und Marketing mit leitenden URBANARA-Mitarbeitern besetzt werden. Damit würde sich der eingeleitete Prozess zum Ausbau und zur Professionalisierung der Managementstrukturen der Berliner fortsetzen. Schon im August dieses Jahres wurde der Cubitabo-Gründer Alexander von Tschirnhaus als zweiter Vorstand berufen, der neben der Verantwortung für die Themen Einkauf, Marketing und Sales u.a. auch noch die Geschäftsführung der sleepz Home GmbH übernommen hat. Darüber hinaus wurde auf der letzten Hauptversammlung der Aufsichtsrat von drei auf vier Personen aufgestockt.

Notwendige Anpassungsmaßnahmen

Das Management von SLEEPZ steht aktuell zweifelsohne vor großen Herausforderungen. Neben der Finanzierung des Wachstums sind nach der zuletzt schwachen Performance auch operative Anpassungsmaßnahmen unumgänglich. Ein wichtiger Punkt ist aus Sicht des Vorstands eine Reduktion des Portfolios der Tochter sleepz Home um margenschwache Produkte. Zudem soll auch die Abhängigkeit vom Matratzengeschäft reduziert werden; im Zuge dessen wird eine Reduktion des Umsatzanteils von zuletzt noch ca. 50 Prozent auf maximal 20 Prozent bis Ende 2019 anvisiert, wofür ein erfolgreicher Abschluss der beiden geplanten Übernahmen einen wichtigen Beitrag leisten könnte. Die beiden Gesellschaften passen ebenfalls sehr gut zum strategischen Ziel, das margenstarke Geschäft mit Eigenmarken auszubauen.

Zwei wichtige Erfolge

Bei den Bemühungen, die Marktdurchdringung eigener Marken zu erhöhen, sind SLEEPZ in jüngster Zeit zwei wichtige Erfolge gelungen. So hat das Unternehmen unter dem Label Wolkenwunder Ende des zweiten Quartals eine Matratze zu einem Preis von knapp 40 Euro an den Markt gebracht, von der relativ

schnell mehrere hundert Stück pro Woche veräußert wurden. Aktuell hat es das Produkt schon auf Platz drei der Matratzen-Bestseller bei Amazon geschafft. Mit dieser Matratze wird die Preisführerschaft im Markt angestrebt. Als nächstes stehen zwei etwas höherwertigere Produkte an, die aber ebenfalls (in der Basisversion) im untersten Preissegment unter 100 Euro angesiedelt werden. Damit gewinnt die Eigenmarke Wolkenwunder deutlich an Zugkraft. Das dürfte ebenso für die buddy-Matratze gelten, die mit einem Reißverschluss-Bettlaken als innovative Alternative zu den gängigen Lösungen ausgestattet ist und zu der ein passendes Kissen mitangeboten wird. Das Sortiment, das von der Tochter Cubitabo entwickelt wurde, wird gemäß einer Anfang September veröffentlichten Meldung jetzt zusätzlich von der porta Möbel GmbH & Co. KG in ihren 24 Einrichtungshäusern sowie im Online-Shop angeboten. Damit erschließt sich das Unternehmen einen potenzialträchtigen neuen Vertriebskanal.

Vorsichtiger Optimismus

Auf Basis der jüngsten Vertriebsfolge hat das Management einen vorsichtig optimistischen Ausblick für die Umsatzentwicklung im zweiten Halbjahr ausgegeben. Erwartet wird ein Aufholprozess, so dass im Gesamtjahr das anvisierte Wachstum im unteren zweistelligen Prozentbereich ohne einen Beitrag weiterer Akquisitionen erreicht werden soll. Gleichzeitig soll sich das Ergebnis spürbar verbessern, so dass in 2018 insgesamt zumindest noch eine leichte Verbesserung des Konzernergebnisses angestrebt wird.

Trendwende möglich

Zahlreiche Faktoren haben dafür gesorgt, dass die organische Wachstumsdynamik von SLEEPZ bislang unbefriedigend war und die Ziele mehrfach verfehlt wurden. Die jüngsten Meldungen zur Entwicklung des Geschäfts mit Eigenmarken deuten aber an, dass sich nach vielen gestarteten Initiativen nun endlich die ersten größeren Erfolge einstellen könnten. Zugleich hat das Unternehmen zwei bedeutende Zukäufe identifiziert, mit der die Marktposition sinnvoll gestärkt werden könnte. Gelingt SLEEPZ nach einer Übernahme relativ schnell die Integration und die Hebung von Synergien, sollte sich das positiv auf die

Ertragskraft auswirken. Auch könnte sich die Marktlage im Matratzengeschäft perspektivisch etwas entspannen. Denn die ersten One-fits-all-Angebote, die mitverantwortlich für die deutlich gestiegene Wettbewerbsintensität waren, verschwinden wieder vom Markt. So hat sich beispielsweise der börsennotierte britische Konkurrent Eve aus Deutschland zurückgezogen und das Start-up Muun musste Insolvenz anmelden.

Platzierung als Voraussetzung

Ob SLEEPZ die Trendwende schaffen kann, hängt aber auch von der Finanzierung ab. Mit den Verlusten der letzten zwölf Monate wurden die aus dem Verkauf des VC-Restbestands resultierenden Reserven aufgebraucht. Daher ist die Platzierung der Wandelanleihe die notwendige Vorbedingung, um den Expansionskurs fortzusetzen. Andernfalls müsste SLEEPZ einen Konsolidierungskurs einschlagen. Gelingt aber die Emission und kann das Unternehmen auch die beiden angekündigten Akquisitionen umsetzen, könnte die Gruppe nach eigener Einschätzung im nächsten Jahr in eine Größenklasse von 45 bis 50 Mio. Euro Umsatz vorstoßen.

Das Buy-and-Build-Szenario

Wir hatten bislang in unserem Bewertungsmodell stets ein Buy-and-Build-Szenario mit mehreren größeren Akquisitionen unterstellt. Das steht nun unmittelbar vor der Realisierung. Mit den beiden vermeldeten großen Zukäufen würde SLEEPZ das von uns bislang für die nächsten Jahre kalkulierte externe Wachstum mit einem Schlag übertreffen. Zugleich war die operative Entwicklung der Gruppe bislang enttäuschend. Angesichts der jüngsten Fortschritte im Vertrieb und des sukzessiven Ausbaus der Managementkapazitäten könnte sich hier aber eine Trendwende abzeichnen. Diesen Pfad trotz der anstehenden großen Integrationsarbeiten umzusetzen, wird aber eine anspruchsvolle Aufgabe darstellen.

Starke Verwässerung

Wir unterstellen in unserem Bewertungsmodell jetzt, dass Wandelanleihen mit einem Volumen von 5 Mio. Euro platziert werden. Das sollte ausreichend Spielraum schaffen, um die Akquisitionen durchzuführen. Für das nächste Jahr haben wir eine weitere Kapitalerhöhung mit einem Volumen von 4,5 Mio. Euro eingeplant, um das weitere noch notwendige Wachs-

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	14,9	47,0	58,5	67,3	74,0	81,4	85,5	89,7
Umsatzwachstum		215,4%	24,5%	15,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	-32,2%	-7,7%	-0,4%	1,4%	2,3%	3,2%	4,6%	5,2%
EBIT	-4,8	-3,6	-0,2	0,9	1,7	2,6	3,9	4,6
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
NOPAT	-4,8	-3,6	-0,2	0,9	1,6	2,5	3,7	4,4
+ Abschreibungen & Amortisation	0,5	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	0,6	0,6
+ 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	-4,3	-2,5	0,9	2,0	2,7	3,6	4,3	5,1
- Zunahme Net Working Capital	-3,5	-2,6	-2,3	-1,8	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3
- Investitionen AV	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Free Cashflow	-7,8	-5,3	-1,6	0,0	1,8	3,1	3,8	4,5

SMC Schätzmodell

tumskapital bis zum EBITDA-Break-even einzuwerben. Zusammen mit der Aktienaussgabe für die beiden Zukäufe im Rahmen der Sachkapitalerhöhungen rechnen wir nun voll verwässert mit einer Aktienzahl von 28,2 Mio. (inklusive Tausch der Wandelanleihen in Aktien). Dieser Wert liegt relativ deutlich über der von uns zuvor unterstellten Stückzahl von 24,4 Mio. Dies ist aber vor allem darauf zurückzuführen, dass der Umfang des akquirierten Geschäftsvolumens unseren bisherigen Ansatz ebenfalls übersteigt. Damit hat sich auch das benötigte Wachstumskapital in den Anfangsjahren des Modells entsprechend erhöht.

Zahlen für 2018 neu kalkuliert

Für 2018 hatten wir bislang mit einer größeren Akquisition gerechnet und auf dieser Basis einen Konzernumsatz von 17 Mio. Euro geschätzt. Tatsächlich dürfte die Übernahme von URBANARA bald abgeschlossen werden, sofern die Wandelanleihe in ausreichendem Maße platziert wird. Wir haben das Unternehmen noch für zwei Monate in diesem Jahr konsolidiert und rechnen auf dieser Basis mit einem Erlösbeitrag von 2,6 Mio. Euro. Die Einnahmen im Bestandsgeschäft taxieren wir nach einer Aktualisierung auf 12,3 Mio. Euro, so dass wir jetzt insgesamt mit einem Konzernumsatz von 14,9 Mio. Euro kalkulieren. Dank der Mehreinnahmen im zweiten Halbjahr und der fortschreitenden Restrukturierung der Aktivitäten rechnen wir mit einem geringeren Verlust im zweiten Halbjahr, aus dem insgesamt ein Konzernfehlbetrag -4,6 Mio. Euro resultiert.

Sam ab 2019 konsolidiert

Im nächsten Jahr haben wir URBANARA über volle zwölf Monate erfasst und auch Sam vollständig konsolidiert. Das impliziert, dass die zweite Übernahme bis Ende dieses Jahres umgesetzt wird. Zusammen mit organischem Wachstum als Ergebnis der erfolgreich angelaufenen neuen Initiativen schätzen wir die Erlöse in 2019 auf 47 Mio. Euro, wobei der kumulierte Beitrag von URBANARA und Sam bei 32,5 Mio. Euro liegt. Damit bleiben wir innerhalb der Range, die das Management gemäß einer aktuellen Einschätzung für erreichbar hält. Ergebnisseitig kalkulieren wir weiter vorsichtig und rechnen trotz einer deutlichen EBITDA-Verbesserung von -4,3 auf -2,5 Mio. Euro

mit einem zwar reduzierten, aber dennoch hohen Nettoverlust von -3,9 Mio. Euro.

Zielmarge rund 5 Prozent

Die Wachstumsraten des neu formierten Konzerns lassen wir von 24,5 Prozent in 2020 bis auf 5 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums absinken. Die Hebung von Synergien im Verbund und Skaleneffekte sollten in dieser Zeit aber eine deutliche Margenverbesserung ermöglichen. Wir unterstellen für 2020 den operativen Break-even auf EBITDA-Basis und im Anschluss einen Anstieg der EBITDA-Marge bis auf 5,9 Prozent in 2025. Im selben Zeitraum soll die EBIT-Marge von -0,4 Prozent auf einen Zielwert von 5,2 Prozent steigen. Eine Übersicht der wichtigsten Cashflow-Daten im Detailprognosezeitraum findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, weitere Informationen zur unterstellten Entwicklung von Bilanz, GuV und Cashflow enthält der Anhang. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum rechnen wir unverändert mit einem 15-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge und mit einem ewigen Cashflowwachstum von 1 Prozent.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir den Diskontierungszinssatz: 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: 1,15 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 32,1 Mio. Euro, bzw. 1,14 Euro je Aktie (voll verwässert mit 28,2 Mio. Stück), woraus wir das neue Kursziel von 1,15 Euro ableiten. Die deutliche Absenkung gegenüber unserem letzten Update (1,65 Euro) ist dem höheren Kapitalbedarf in den Anfangsjahren des Detailprognosezeitraums und dem erheblich stärkeren Verwässerungseffekt geschuldet. Das Prognoserisiko lassen wir demgegenüber unverändert bei fünf von sechs möglichen Punkten.

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 0,45 und 1,59 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,5%	1,59	1,35	1,17	1,03	0,91
6,0%	1,29	1,11	0,97	0,86	0,76
6,5%	1,06	0,92	1,14	0,72	0,64
7,0%	0,88	0,77	0,68	0,61	0,54
7,5%	0,73	0,64	0,57	0,51	0,45

Fazit

Das operative Geschäft von SLEEPZ hat sich in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres wieder enttäuschend entwickelt. Der Umsatz war erneut rückläufig und das Ergebnis ist noch tiefer in die roten Zahlen gerutscht. Verantwortlich dafür waren eine weitere Verschiebung von Wachstumsinitiativen, verschiedene Belastungsfaktoren und ein schwieriges Marktumfeld.

Zuletzt konnte das Unternehmen aber auch mit zwei sehr positiven Meldungen aus dem operativen Geschäft aufwarten. Unter dem eigenen Label Wolkenwunder wurde eine Matratze für das Niedrigpreissegment am Markt eingeführt, deren Absatz nach dem Verkaufsstart zum Ende des zweiten Quartals stark zugelegt hat. Darüber hinaus konnte für das buddy-Sortiment eine Kooperation mit der Möbelhauskette porta abgeschlossen werden, die die Produkte künftig in ihren 24 stationären Häusern und im Onlineshop anbietet. Nicht zuletzt dank dieser Initiativen rechnet das Management für das Gesamtjahr ohne Berücksichtigung weiterer Zukäufe mit einem Umsatzwachstum im niedrigen zweistelligen Prozentbereich und will auf dieser Basis das Konzernergebnis gegenüber dem Vorjahr leicht verbessern.

Zugleich arbeitet das Unternehmen an einem großen Wachstumssprung. Das Management hat Termsheets

für die Übernahme von zwei Unternehmen mit einem erwarteten Umsatz von ca. 23 Mio. Euro (2018) unterzeichnet. Die beiden Gesellschaften haben im Bereich Möbel, Heimtextilien und Wohnaccessoires eigene Marken aufgebaut und könnten so einen kräftigen Beitrag zu dem anvisierten Ausbau dieses Geschäfts von SLEEPZ beisteuern.

Die Übernahme soll gegen Ausgabe von Aktien erfolgen, aber zur Finanzierung des weiteren Wachstums benötigt SLEEPZ zusätzliches Kapital. Aktuell befindet sich eine Wandelanleihe mit einem Volumen von bis zu 7 Mio. Euro in der Platzierung, deren erfolgreicher Abschluss die Umsetzung der geplanten Expansion ermöglichen würde.

Wir haben in unserem Modell unterstellt, dass die Platzierung zu mindestens 70 Prozent gelingt und dass die beiden Akquisitionen auf dieser Basis umgesetzt werden. Das wäre für uns die Grundlage für ein dynamisches Wachstum und steigende Margen in den nächsten Jahren. Auf Basis einer Ziel-EBIT-Marge von rund 5 Prozent und einer unterstellten Verwässerung auf 28,2 Mio. Aktien resultiert aus unserem Modell ein fairer Wert von 1,15 Euro je Aktie, auf dessen Basis wir das Urteil „Hold“ bestätigen.

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
AKTIVA									
I. AV Summe	5,2	13,5	12,5	11,6	10,7	9,8	8,9	8,6	8,2
1. Immat. VG	4,8	12,6	11,6	10,6	9,6	8,6	7,6	7,1	6,6
2. Sachanlagen	0,3	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6
II. UV Summe	3,5	9,9	14,0	20,0	26,7	31,3	37,0	43,5	50,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	5,7	12,0	12,6	12,0	17,2	18,1	19,8	22,5	25,8
II. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Fremdkapital	3,0	11,3	13,9	19,6	20,2	22,9	26,2	29,6	33,1
1. Langfristiges FK	0,4	7,8	7,9	8,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2
2. Kurzfristiges FK	2,6	3,4	6,0	11,7	17,1	19,8	23,0	26,4	29,8
BILANZSUMME	8,7	23,3	26,5	31,6	37,4	41,1	45,9	52,0	58,8

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	14,9	47,0	58,5	67,3	74,0	81,4	85,5	89,7
Gesamtleistung	11,4	14,9	47,0	58,5	67,3	74,0	81,4	85,5	89,7
Rohertrag	3,5	4,6	21,5	27,3	31,6	35,0	38,7	40,9	43,3
EBITDA	-3,7	-4,3	-2,5	0,9	2,0	2,8	3,7	4,5	5,3
EBIT	-4,0	-4,8	-3,6	-0,2	0,9	1,7	2,6	3,9	4,6
EBT	-5,0	-4,9	-4,1	-0,7	0,3	1,1	1,9	3,2	3,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	-5,0	-4,9	-4,1	-0,7	0,3	1,0	1,8	3,0	3,7
JÜ	-4,2	-4,6	-3,9	-0,7	0,2	0,9	1,7	2,7	3,3
EPS	-0,54	-0,19	-0,16	-0,03	0,01	0,04	0,07	0,11	0,13

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	-5,0	-5,4	-1,9	-0,5	1,3	2,5	3,1	3,7
CF aus Investition	4,9	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
CF Finanzierung	-2,0	7,4	6,2	4,6	4,2	1,3	1,6	1,7	1,7
Liquidität Jahresanfa.	0,8	0,5	2,8	3,5	6,0	9,5	11,8	15,7	20,2
Liquidität Jahresende	0,5	2,8	3,5	6,0	9,5	11,8	15,7	20,2	25,3

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-20,2%	30,0%	215,4%	24,5%	15,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%
Rohtragsmarge	30,5%	30,9%	45,6%	46,7%	47,0%	47,3%	47,6%	47,9%	48,2%
EBITDA-Marge	-32,3%	-28,6%	-5,4%	1,5%	3,0%	3,8%	4,6%	5,3%	5,9%
EBIT-Marge	-34,7%	-32,2%	-7,7%	-0,4%	1,4%	2,3%	3,2%	4,6%	5,2%
EBT-Marge	-43,2%	-32,8%	-8,6%	-1,2%	0,4%	1,5%	2,4%	3,7%	4,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	-36,5%	-30,8%	-8,3%	-1,1%	0,3%	1,3%	2,0%	3,2%	3,7%

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 (§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), 4)

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 21.09.2018 um 8:25 Uhr fertiggestellt und am 21.09.2018 um 8:35 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
01.06.2018	Hold	1,65 Euro	1), 3), 4)
04.05.2018	Hold	1,65 Euro	1), 3)
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)

* 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 und zwei Updates

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.