

Hold EUR 1,20 Kurs EUR 1,15 Upside 4,3 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 1,20	Aktien Daten: Bloomberg: BTBB GR Reuters: BTBB.DE ISIN: DE000A2E3772	Beschreibung: Sleepz betreibt Onlineshops im Bereich Schlafwelten (u.a. Matratzen, Betten, Bettwäsche)
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 14,31 Aktienanzahl (Mio.): 12,44 EV: 17,76 Freefloat MC: 6,28 Ø Trad. Vol. (30T): 1,97 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 43,9 % Heliad Equity Partners 23,9 % Carin Pepper-Hellstedt 9,1 % TriPos 8,8 % Oliver Borrmann 8,7 %	Risikoprofil (WRe): 2018e Beta: 1,5 KBV: 1,6 x EK-Quote: 59 %

Fokus auf Buy & Build-Strategie für Wachstum und Synergien; Aufnahme der Coverage

Sleepz ist ein auf den Bereich Schlafwelten fokussiertes E-Commerce-Unternehmen. In den letzten 2-3 Jahren wurde das Unternehmen durch die Übernahme und Integration von Matratzen-Union, sleepz Home und Cubitabo als Vollsortiments-Online-Spezialist in diesem EUR 7 Mrd. großen Markt aufgebaut. Mit mehreren Online-Shops und der Präsenz auf wichtigen Marktplätzen kann Sleepz auf eine langjährige Erfahrung in Online-Marketing, Kundenservice und Fulfillment zurückgreifen.

Mit einem Umsatzrückgang von 20% und einem signifikanten Nettoverlust fiel die operative Performance 2017 zweifellos enttäuschend aus. Dies spiegelt mehrere interne Probleme sowie den verstärkten Preiswettbewerb im Matratzeneinzelhandel wider. Abgesehen von der schwachen Performance konnten jedoch wichtige strategische Schritte realisiert werden, bei denen sich eine genauere Betrachtung lohnt. Erstens wurden eigene direkte Kundenmarken im Bereich Matratzen etabliert, durch die sich die Positionierung und Bruttomarge in dieser Kategorie (auf die mehr als 60% vom Umsatz entfällt) verbessern lassen sollten. Zweitens sehen wir die Integration von Cubitabo zu Beginn des laufenden Jahres als relevanten Meilenstein zur Stärkung der Online-Marketingkompetenz. Und nicht zuletzt konnte die Gruppe durch mehrere Kapitalmaßnahmen strategische, langfristig orientierte Investoren als Aktionäre gewinnen.

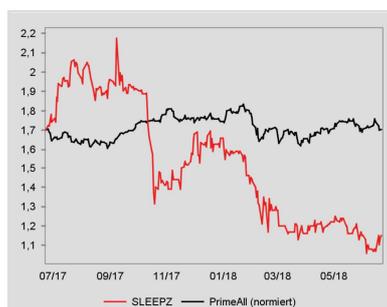
Größter Aktionär ist dabei Heliad Equity Partners, der die angekündigte Buy & Build-Strategie mit einem starken Fokus auf Akquisitionen unterstützt. Andere Aktionäre verfügen über zusätzliche Kompetenzen im Bereich Schlafwelten: TriPos (Family Office der Familie Pohlmann) mit einem langjährigen Know-how im B2C-Möbeleinzelhandel und Alessanderx (ein führender italienischer Matratzenhersteller) seitens Produktentwicklung und -einkauf.

Mit einem Quartalsumsatz von ca. EUR 3 Mio. ist das derzeitige Umsatzniveau von Sleepz zu niedrig, um für Investoren am Kapitalmarkt interessant zu sein und die Holding- und Listing-Kosten zu decken. Das Management hat seine Buy & Build-Strategie mit dem Ziel ausgesprochen, in einen Umsatzbereich von EUR 50-100 Mio. zu wachsen. Durch die unterschiedlichen etablierten Online-Shops ist die aktuelle Struktur eine gute Plattform für externes Wachstum. Mit dem Zugang zum Kapitalmarkt und dem langjährigen M&A-Track Record durch die Vergangenheit als Risikokapitalgesellschaft dürfte Sleepz gut auf potenzielle Akquisitionsmöglichkeiten in einem insgesamt fragmentierten Markt vorbereitet sein. Darüber hinaus könnte das Unternehmen seine Abhängigkeit vom stark umkämpften Matratzenbereich mit mehreren preisaggressiven Playern im Online-Kanal reduzieren.

Die Integration weiterer Online-Händler im Segment Möbel und Home & Living bietet Synergiepotenzial (Marketing, Warenlager, IT-Systeme). Dafür ist jedoch auch ein zentralisierterer Ansatz bei Schlüsselfunktionen sowie eine weitere Optimierung der Prozesse erforderlich.

Eine Verbesserung der organischen operativen Performance sowie erfolgreiche Akquisitionen wären Faktoren, die es zu beobachten gilt. Mit dem geplanten Wachstumskurs und der angekündigten Absicht weiterer Kapitalerhöhungen könnte die Sleepz-Aktie für Investoren an Relevanz gewinnen.

Aus unserem DCF-Modell leiten wir ein Kursziel von EUR 1,20 ab. Wir nehmen die Coverage mit einer Halten-Empfehlung auf.

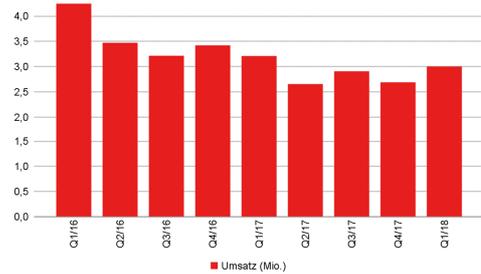


Rel. Performance vs PrimeAll:	
1 Monat:	0,6 %
6 Monate:	-26,2 %
Jahresverlauf:	-28,4 %
Letzte 12 Monate:	-34,0 %

Unternehmenstermine:	
14.09.18	Q2
30.11.18	Q3

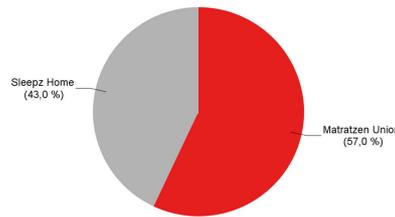
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (17-21e)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	21,4 %	4,75	14,36	11,46	13,80	17,50	21,70	24,90
Veränd. Umsatz yoy		n.a.	202,0 %	-20,2 %	20,4 %	26,8 %	24,0 %	14,7 %
Rohertragsmarge		33,3 %	32,4 %	30,5 %	31,5 %	32,0 %	33,0 %	33,0 %
EBITDA	-	-1,76	-1,77	-3,70	-2,75	-0,95	0,50	1,05
Marge		-37,0 %	-12,3 %	-32,3 %	-19,9 %	-5,4 %	2,3 %	4,2 %
EBIT	-	-1,86	-2,02	-3,97	-3,00	-1,20	0,20	0,75
Marge		-39,1 %	-14,0 %	-34,6 %	-21,8 %	-6,9 %	0,9 %	3,0 %
Nettoergebnis	-	-2,81	-9,56	-4,18	-3,30	-1,66	-0,21	0,38
EPS	-	-0,14	-0,46	-0,54	-0,28	-0,13	-0,02	0,03
EPS adj.	-	-0,14	-0,46	-0,54	-0,28	-0,13	-0,02	0,03
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCFPS		-0,16	-0,46	-0,56	-0,28	-0,16	-0,01	0,03
FCF / Marktkap.		-7,3 %	-20,3 %	-33,4 %	-22,7 %	-13,7 %	-0,9 %	2,8 %
EV / Umsatz		10,7 x	3,7 x	1,3 x	1,3 x	1,1 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39,6 x	18,5 x
EV / EBIT		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98,8 x	25,9 x
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,0 x
KGV ber.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,0 x
FCF Potential Yield		-6,3 %	-17,4 %	-30,5 %	-14,5 %	-3,6 %	3,6 %	6,5 %
Nettoverschuldung		4,29	4,81	0,46	2,45	4,41	4,54	4,15
ROCE (NOPAT)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,5 %
Guidance:	2018 Umsatzanstieg im unteren zweistelligen Prozentbereich							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



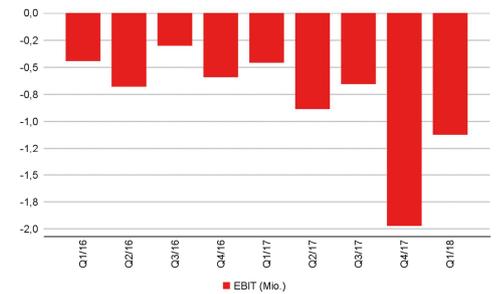
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Tochtergesellschaften
2017; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

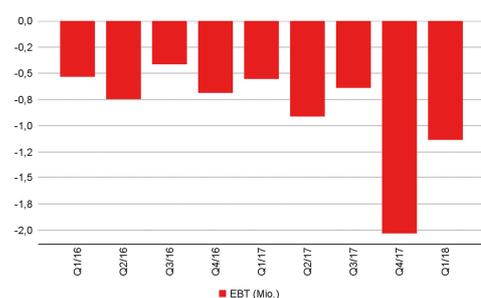
Unternehmenshintergrund

- Die Berliner Sleepz AG (zuvor bmp Holding AG) wurde ursprünglich als Risikokapitalgesellschaft gegründet.
- 2015 verlagerte sich die Aktivität des Unternehmens auf eine Holding für E-Commerce-Beteiligungen. Durch die Fusion mit Cubitabo wurde Heliad Equity Partners größter Aktionär von Sleepz.
- Mit den beiden wesentlichen Tochtergesellschaften Matratzen-Union und sleepz Home werden mehrere unterschiedliche Webshops für Matratzen, Schlafzimmermöbel, Betten etc. betrieben.
- Mit Grafenfels, Matratzenheld und Buddy hat Sleepz qualitativ gute Eigenmarken entwickelt, die den Wachstumskurs fördern sollten.
- 2017 wurde Cubitabo übernommen, woraus sich ein gutes Synergiepotenzial mit sleepz Home ergibt. Das Management ist an weiteren M&A-Möglichkeiten interessiert, um die Position im insgesamt fragmentierten Markt zu stärken.

Wettbewerbsqualität

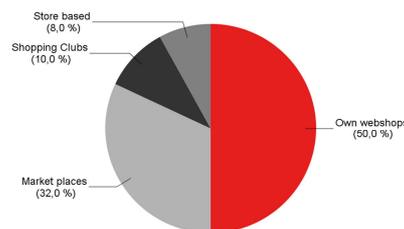
- Als Online-Händler für Matratzen und Schlafzimmermöbel mit einem großen Produktsortiment, darunter auch Premiummarken, und einem hohen Serviceniveau ist Sleepz klar fokussiert.
- Mit mehreren eigenen Webshops, der Präsenz auf stark frequentierten Online-Marktplätzen sowie Shopping Club-Kooperationen verfügt die Gruppe über einen langjährigen guten Mehrkanalansatz.
- Das Unternehmen hat eine hohe Serviceorientierung, basierend auf einem schnellen und effizienten Fulfillment und einer hohen Lagerverfügbarkeit, etabliert. Neben dem Kerngeschäft B2C gibt es auch Chancen im B2B-Bereich.
- Als größerer unabhängiger Händler in einem fragmentierten Marktsegment ist die Gruppe ein attraktiver Partner für Lieferanten. The italienische Alessanderx-Gruppe hat eine strategische Beteiligung an Sleepz übernommen
- Der weitere Rollout der Eigenmarkenprojekte Grafenfels, Matratzenheld und Buddy ist ein Wettbewerbsvorteil und bietet signifikantes Wachstumspotenzial.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



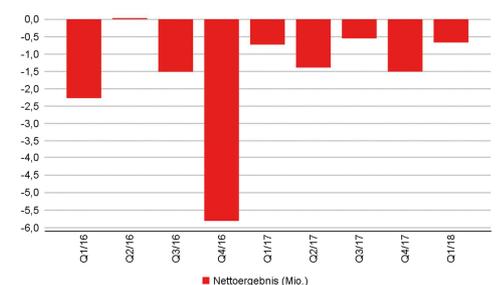
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Vertriebskanälen
2017; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung des Investment Case	4
Unternehmensüberblick	5
Wettbewerbsqualität	6
Unternehmensstruktur und Geschäftsmodell	6
Integration von Cubitabo: Perfekte Ergänzung für Sleepz	7
Strategie: Organisches und externes Wachstum...	8
... gestützt durch eingeführte zentrale Funktionen	9
Marktumfeld	10
Anspruchsvolles Wettbewerbsumfeld	10
Kein klarer Marktführer in der Online-Kategorie	11
Finanzen	13
Enttäuschende Performance 2017, ambitioniertes mittelfristiges Ziel	13
Unsere Umsatz- und Ergebnisprognose für die kommenden Jahre	13
Rohertragsmarge und Marketingkosten als wichtige Performance-Parameter	14
Umsatz- und EBIT-Rückgang in Q1 2018	14
Negativer FCF könnte Wachstum begrenzen	15
Vorhandenes genehmigtes Kapital könnte genutzt werden	15
Bewertung	17
Fokus auf DCF-Modell	17
Unternehmenshintergrund	19
Vorstand und wichtige Mitarbeiter	19
Aufsichtsrat	19
Aktionärsstruktur nach zuletzt erfolgten Aktientransaktionen	20

Zusammenfassung des Investment Case

Investment Trigger

- Mit mehreren E-Commerce-Marken und einer langjährigen Erfahrung im Online-Marketing und Fulfillment sollte Sleepz von einer erwarteten kontinuierlichen Steigerung des Anteils am Online-Einzelhandelsumsatz profitieren.
- Mit der Integration von Cubitabo wurde das Profil eines Online-Spezialisten für alle Artikel rund um den Schlafraum geschärft. Zudem werden sich weitere langfristige und strategische Investoren dem Kreis der Aktionäre anschließen.
- Nach dem Start-up mit mehreren Tochtergesellschaften und Online-Shops muss sich die Gruppe nun auf den Aufbau zentraler Funktionen und Plattformen (IT/Finanzen/Controlling, Einkauf, Waren, Managementsystem) und die Optimierung der Prozesse konzentrieren. Eine erfolgreiche Umsetzung sollte das mittelfristige Wachstumspotenzial und die Flexibilität für weitere Akquisitionen verbessern.
- Durch die unternehmenseigene Entwicklung ausgewählter Eigenmarkenprodukte (z.B. die gut bewertete Matratze Grafenfels oder die Marke Buddy von Cubitabo) und eine stärkere Fokussierung auf margenstarke Produkte (z.B. Accessoires) könnte sich die Bruttomarge von Sleepz stabilisieren oder verbessern.
- Nachdem die operative Performance 2017 mit einem Umsatzrückgang aus mehreren Gründen enttäuschend ausfiel, muss Sleepz im laufenden Jahr wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren.
- Der Online-Matratzenmarkt wird durch den Einstieg und die hohen Marketingausgaben der sogenannten One-Fits-All-Konzepte (insbesondere bett1, Emma, Casper, Eve) beeinträchtigt. Diese Konzepte könnten die Aufmerksamkeit stärker auf den Bereich Matratzen lenken, unterstreichen aber auch die schwierigen Wettbewerbsbedingungen.
- Mit der angekündigten Buy & Build-Strategie mit potenziellen Akquisitionen und Kapitalerhöhungen könnte die Gruppe eine kritische Größe erreichen, was notwendig sein dürfte, um eine höhere Aufmerksamkeit durch institutionelle Investoren zu erreichen und die Aktienmarktnotierung zu rechtfertigen.

Bewertung

- Aus unserem DCF-Modell leiten wir ein Kursziel von EUR 1,20 ab. Für die Abbildung des langfristigen Margenpotenzials ist das DCF-Modell am besten geeignet.

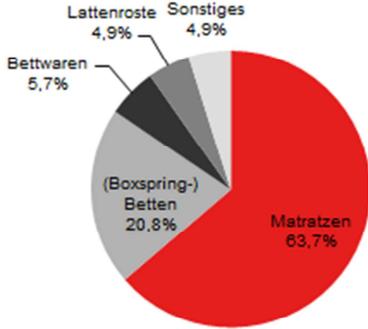
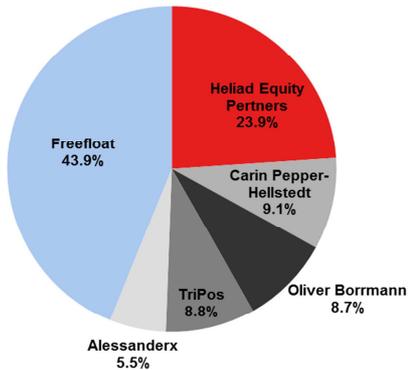
Wachstum

- Nachdem der Umsatz bei den beiden wesentlichen Tochtergesellschaften im Jahr 2017 rückläufig war, rechnen wir im laufenden Jahr mit einer Rückkehr zum Umsatzwachstum.
- Für 2018 erwarten wir einen organischen Umsatzanstieg von 20%. Angesichts eines eher schwachen Auftakts in Q1 (Umsatz -6,5%, Fokus auf Cubitabo-Integration) dürfte dies recht ambitioniert sein.
- Von besonderer Relevanz für die Wachstumsstrategie wird eine erfolgreiche Integration der weiteren Akquisitionen im Rahmen der Buy & Build-Strategie sein.

Wettbewerbsqualität

- Als Online-Händler für Matratzen und Schlafzimmermöbel mit einem großen Produktsortiment, darunter auch Premiummarken, und einem hohen Serviceniveau ist Sleepz klar fokussiert.
- Mit mehreren eigenen Webshops, der Präsenz auf stark frequentierten Online-Marktplätzen sowie Shopping Club-Kooperationen verfügt die Gruppe über einen langjährigen guten Mehrkanalansatz.
- Das Unternehmen ist stark serviceorientiert und stützt sich dabei auf ein schnelles und effizientes Fulfillment sowie eine sehr gute Verfügbarkeit von Produkten. Neben dem Kerngeschäft B2C gibt es auch Möglichkeiten im B2B-Bereich.
- Als einer der größeren unabhängigen Händler in einem insgesamt fragmentierten Marktsegment ist die Gruppe ein attraktiver Partner für Lieferanten. The italienische Alessanderx Gruppe hat eine strategische Beteiligung an Sleepz übernommen.
- Der weitere Rollout der Eigenmarkenprojekte Grafenfels, Matratzenheld und Buddy ist ein Wettbewerbsvorteil und bietet signifikantes Wachstumspotenzial.

Unternehmensüberblick

Beschreibung	Sleepz ist einer der führenden deutschen E-Commerce Händler im Bereich Schlafwelten (Matratzen, Betten, Möbel, Bettwäsche)
Webshops	
Eigenmarken (Matratzen)	
Umsatz (Mio. EUR)	2016: 14.4 Mio. 2017: 11.5 Mio. 2018e: EUR 13.8 Mio. 2019e: 17.5 Mio. EUR
Umsatz nach Produktkategorien (2016)	
Markt	7 Mrd. EUR Gesamtmarkt Schlafzimmer-Möbel (online + stationär) davon ca. 1 Mrd. EUR Matratzen davon ca. 1 Mrd. EUR Boxspringbetten
Wettbewerber	<p>Große stationäre Möbelketten (Ikea, Möbel Höffner, XXXLutz)</p> <p>Stationäre Bettengeschäfte (Dänisches Bettenlager, Matratzen Concord)</p> <p>Online Generalisten/Marktplätze (Amazon), Online Möbelkonzepte (Home24)</p> <p>Spezialisierte Onlineshops (Schlafwelt/Otto, Dormando, Bettwaren-Shop)</p> <p>One-fits-all Matratzen Angebote (bett1, Emma, Casper, Eve)</p>
Aktionärsstruktur	

Quelle: Warburg Research

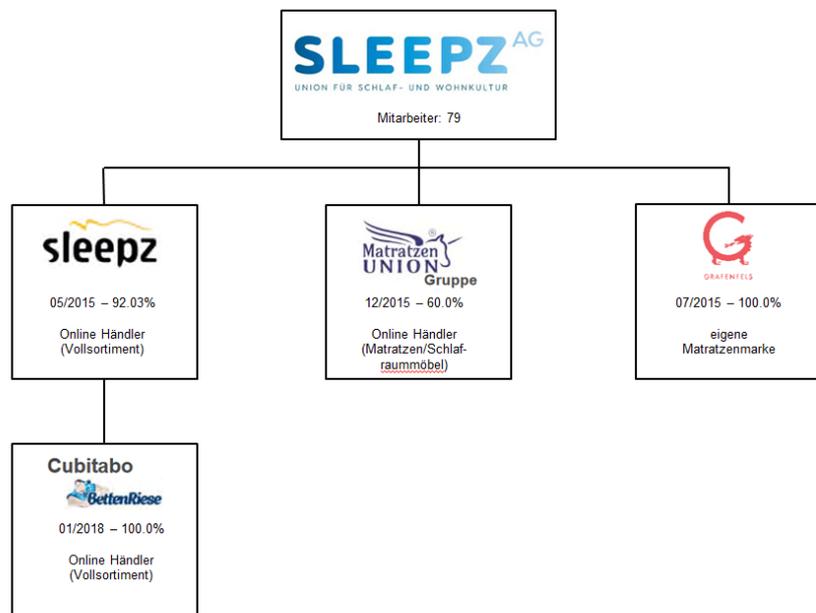
Wettbewerbsqualität

- Attraktives Portfolio von Online-Handelsmarken im Bereich Schlafwelten
- Übernahme und Integration von Cubitabo, einer perfekten Ergänzung für die Gruppe
- Rollout der Eigenmarken im stark umkämpften Matratzenmarkt
- Akquisitionen und Zentralisierung der Schlüsselfunktionen auf der Agenda

Unternehmensstruktur und Geschäftsmodell

Sleepz ist ein auf den Bereich Schlafwelten fokussiertes E-Commerce-Unternehmen. Mit einem klaren Fokus auf B2C werden mehrere Online-Shops betrieben und direkte Verbrauchermarken im Bereich Matratzen vertrieben. Die Hauptsäulen des Geschäftsmodells sind professionelle Beratung, hohe Produktverfügbarkeit und ein schnelles Fulfillment.

Wesentliche Tochtergesellschaften von Sleepz



Quelle: Sleepz, Warburg Research

Als Holding hat die Sleepz AG keinen eigenen operativen Geschäftsbetrieb. Die Tätigkeitsschwerpunkte der Gruppe liegen bei den folgenden Tochtergesellschaften:

Matratzen-Union: Matratzen-Union wurde 2011 von Martin Jungermann gegründet, der noch 40% der Geschäftsanteile besitzt. Ende 2015 übernahm Sleepz die Mehrheit. Matratzen-Union konnte erfolgreich mehrere Online-Shops mit einem klaren Fokus auf Matratzen und Boxspringbetten aufbauen. Der Umsatz wird durch die eigenen Shops (markenschlaf.de, schlafnett.de, schlafhandel.de, onletto.de, matratzenunion.de, wolkenwunder.de) sowie die Präsenz auf Online-Marktplätzen erwirtschaftet. Das Lagerhaus mit rund 3.000 unterschiedlichen Bestandsprodukten garantiert eine schnelle Lieferung als wesentlicher Wettbewerbsvorteil. Matratzen-Union ist in Wolfhagen in Hessen angesiedelt. Im Jahr 2017 generierte die Matratzen-Union einen Umsatz von rund EUR 6,6 Mio.

sleepz Home: sleepz Home wurde 2012 in Ludwigsfelde nahe Berlin gegründet. Im April 2015 übernahm bmp die Mehrheitsbeteiligung an sleepz Home. Diese Teilgruppe betreibt vorwiegend Online-Shops mit einem breiteren Sortiment von ca. 50.000 Artikeln im Bereich Schlafwelten, darunter auch Bettwäsche und -bezüge. Neben der Kernmarke perfekt-schlafen.de wurden die Online-Marken schoene-traeume.de, matratzendiscount.de und forliving.de aufgebaut. sleepz Home verfügt zudem über einen stationären Showroom in Berlin. Im Jahr 2017 generierte Sleepz einen Umsatz von rund EUR 5 Mio.

Cubitabo: Ende 2017 übernahm sleepz Home alle Anteile an der 2013 gegründeten Berliner Cubitabo. Mit bettenriese.de betreibt das Unternehmen einen Online-Shop mit einem Vollsortiment für Matratzen und Bettwäsche. Mit Buddy hat Cubitabo zudem eine eigene Matratzenmarke in der One-Fits-All-Kategorie entwickelt.

Grafenfels: Grafenfels Manufaktur wurde 2015 als Premiummatratzenmarke mit 5 unterschiedlichen Matratzenvarianten gegründet. Eine dieser Varianten ("Grafenfels WEISS") wurde im September 2018 von der renommierten Stiftung Warentest als eine der besten Matratzen getestet.

Überblick der verschiedenen Online-Shops und -Marken

Vollsortiment rund ums Schlafzimmer	perfekt schlafen	Matratzen DISCOUNT	FOR LIVING	st	BettenRiese	onletto
Matratzen / Box-Spring-Betten	Matratzen UNION	SchlafHändel	MARKENSCHLAF	Schlafrett		
Produkt-Shops	MATRATZENHELD	buddy	GRAFENFELS			

Quelle: Warburg Research

Die eigenen Webshops sind die wichtigste Säule für das Geschäft von Sleepz. Auf Basis von Kundenumfragen wurden zuletzt mehrere Online-Marken als Top-Online-Shops in Deutschland ausgezeichnet. Dies unterstreicht den hohen Grad an Kundenzufriedenheit und die gute Positionierung in diesem Bereich des B2C-Online-Einzelhandelsgeschäft.

Die Gruppe verfolgt jedoch einen Mehrkanalansatz. Neben den eigenen Online-Shops wird mit den verschiedenen Marken auch Umsatz über Online-Marktplätze (insbesondere Amazon), Shopping-Clubs (z.B. Westwing oder Limango) und B2B-Projekte generiert. Mit dem Geschäft im eigenen Showroom wird zudem ein Umsatzanteil von 5-10% erwirtschaftet.

Integration von Cubitabo: Perfekte Ergänzung für Sleepz

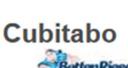
Mit der Akquisition und Integration von Cubitabo (ca. EUR 1 Mio. Umsatz in 2017) wird das E-Commerce von sleepz Home im laufenden Jahr verstärkt. Wir werten diese Transaktion als wichtigen Meilenstein für die Gruppe.

Mit bettenriese.de hat Cubitabo auch einen Online-Shop mit Vollsortiment und einer hohen Servicequalität für Produkte rund um den Schlaf entwickelt. Auf den ersten Blick weist dieser eine recht hohe Ähnlichkeit zu den Online-Shops von sleepz Home auf. Allerdings fallen die Profile von Cubitabo und sleepz Home bei den Stärken und Schwächen unterschiedlich aus. Unseres Erachtens ist die Kombination angesichts des Synergiepotenzials daher eine perfekte Ergänzung.

Insbesondere im wichtigen Bereich Online-Marketing und Analyse von Leistungskennzahlen verfügt Cubitabo über eine höhere Kompetenz als die Aktivitäten von Sleepz. Auf der anderen Seite hat Cubitabo einen schwächeren Zugang zu wichtigen Lieferanten und kein eigenes Warenlager. Von der Kombination der unterschiedlichen Kompetenzprofile sollten beide Online-Aktivitäten profitieren. Ziel ist das Erreichen eines Umsatzvolumens im zweistelligen Millionenbereich innerhalb der kommenden Jahre für die zusammengeschlossenen Unternehmen sleepz Home und Cubitabo.

Neben den operativen Synergien für die Gruppe ist auch ein neuer strategischer Aktionär in die Sleepz AG eingestiegen. Mit der Einbringung fast aller Anteile an sleepz Home in die Sleepz AG nach der Transaktion, ist Heliad Equity Partners als langjähriger E-Commerce-Investor der größte Aktionär von Sleepz geworden. Darüber hinaus hat sich TriPos (Family Office der Familie Pohlmann, die die Poco-Möbelkette gegründet hat) der Gruppe von Aktionären angeschlossen.

Kompetenzprofil der verschiedenen Unternehmen

			
Herstellerzugang	++	++	O
Sortimentsbreite	O	++	+
Online-Marketing Kompetenz	+	+	++
Eigene Lager/Logistik	++	+	O
stationäre Präsenz	+	++	(+)*
Entwicklung von Eigenmarken	(+)**	++	+
B2B Projekte	O	+	O
Kostenstruktur	+	-	-
KPI Reporting und Controlling	+	-	++

* Shop-in-Shop Konzept vorrangig für "Buddy"

** Im Bereich Boxspringbetten

Quelle: Sleepz

Strategie: Organisches und externes Wachstum...

Nach der Ausgestaltung von Sleepz zu einer der größeren unabhängigen E-Commerce-Gruppen im Bereich Schlafzimmermöbel und Schlafprodukte liegt der Fokus vor allem auf einem signifikanten mittelfristigen Top-Line-Wachstum. Der geplante Umsatzzuwachs wird durch organisches Wachstum sowie durch potenzielle Akquisitionen vorangetrieben.

Gestützt wird das organische Wachstumspotenzial durch die folgenden Faktoren:

- Ein insgesamt steigender Anteil des Online-Geschäfts in den relevanten Sortimenten, den wir aktuell auf rund 10% schätzen.
- Das optimierte Webshop-Portfolio mit einer verbesserten Online-Marketingkompetenz nach der Übernahme von Cubitabo.
- Der weitere Rollout der Eigenmarken Grafenfels, Matratzenheld und Buddy, der auch eine Basis für die Vertriebskooperation mit anderen Händlern sein dürfte.
- Ein verstärkter Fokus auf das B2B-Projektgeschäft.

Mit dem Zugang zum Kapitalmarkt und dem langjährigen M&A-Track Record durch die Vergangenheit als Risikokapitalgesellschaft ist das Management auch auf potenzielle Akquisitionsmöglichkeiten fokussiert. Akquisitionen (z.B. in den Segmenten Möbel oder Home & Living) könnten zudem ein Schritt sein, um die derzeit hohe Abhängigkeit des Unternehmens vom Matratzenmarkt mit einem strukturellen Margendruck zu verringern. Über Akquisitionen könnte die Position im insgesamt recht fragmentierten Möbeleinzelhandelsmarkt gestärkt werden.

Sleepz strebt das Erreichen eines Jahresumsatzniveaus von EUR 50-100 Mio. über Akquisitionen an. Dies dürfte ein angemessener Schritt sein, damit das operative Geschäft eine für ein börsennotiertes Unternehmen ausreichende Größe erreicht.

... gestützt durch eingeführte zentrale Funktionen

Eine weitere wichtige Säule der Strategie ist die geplante Zentralisierung der Holdingfunktionen. Das umfasst insbesondere den Aufbau einer einheitlichen IT-Plattform und ein zentrales Controlling der Leistungskennzahlen. Darüber hinaus sollten im laufenden Jahr auch Synergien im Einkauf und in der Produktentwicklung realisiert werden.

Die Etablierung von zentralen Funktionen dürfte eine notwendige Voraussetzung für die Integration weiterer Unternehmen oder Online-Shops in die Gruppe sein. Dabei sollte eine vollständige Zentralisierung innerhalb der Gruppe aufgrund der aktuellen Aktionärsstruktur von Matratzen-Union, an der Sleepz 60% hält, eher unwahrscheinlich sein. Mittelfristig ist eine vollständige Integration von Matratzen-Union geplant.

Marktumfeld

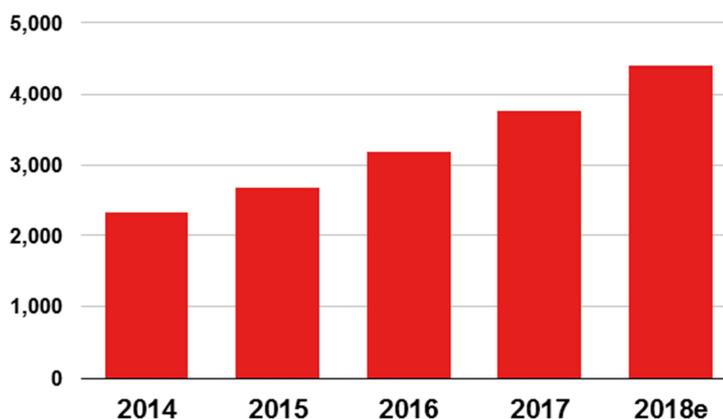
- Deutscher Markt für Schlafzimmermöbel hat ein Volumen von EUR 7 Mrd.
- Steigender Anteil des Online-Verkaufs im Bereich Möbel
- Führende One-Fits-All-Marken erzielen höhere Markenwahrnehmung
- Marktkonsolidierung des Online-Kanals möglich

Anspruchsvolles Wettbewerbsumfeld

Insgesamt entfällt auf den Markt für Schlafzimmermöbel etc. in Deutschland ein Umsatz von ca. EUR 7 Mrd. Dabei wird der größte Teil des Geschäfts noch von den konventionellen, stationären Einzelhändlern erwirtschaftet. Der Anteil des Online-Vertriebs am gesamten heimischen Möbelmarkt beläuft sich schätzungsweise auf ca. 10%.

Mit einer CAGR von 17,6% von 2014 bis 2017 lag das E-Commerce-Wachstum im Bereich Möbel über dem Gesamtwachstum im Online-Vertrieb von ca. 11%.

Deutscher Online-Vertrieb Möbel, Lampen & Dekoration (in EUR Mio.)



Quelle: BEVH, Warburg Research

Von größter Relevanz für Sleepz ist das Matratzensegment als Teilmarkt des gesamten Möbeleinzelhandelsbereichs. In den letzten Jahren war das Marktvolumen für Matratzen mit 7-8 Mio. verkauften Einheiten bei einem Gesamtumsatz von rund EUR 1,3 Mrd. recht stabil.

Die zunehmende Bedeutung des Online-Vertriebskanals für Matratzen und insbesondere das Aufkommen der One-Fits-All-Konzepte führt zu einer höheren Preistransparenz sowie rückläufigen Verkaufspreisen und Margen.

Angesichts der unterschiedlichen Vertriebskanäle und Einzelhandelsformate sehen wir die folgenden Gruppen als Hauptwettbewerber für Sleepz:

Große stationäre Möbelketten (Ikea, Möbel Höffner, XXXLutz)

Stationäre Schlafzimmermöbelhändler (Dänisches Bettenlager, Matratzen Concord)

Online-Generalisten und -Marktplätze (Amazon), **Online-Möbelkonzepte** (Home24)

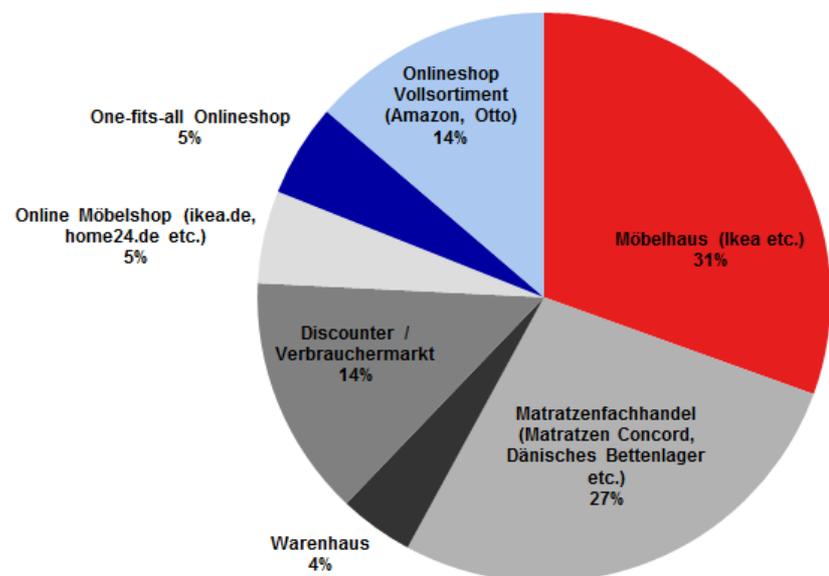
Online-Spezialist für Schlafprodukte (Schlafwelt/Otto, Dormando, Bettwaren-Shop)

One-Fits-All-Matratzenkonzepte (bett1, Emma, Casper, Eve)

Nach der jüngsten Verbraucherumfrage aus dem Jahr 2017 kauften knapp 25% der Befragten ihre letzte Matratze in einem der diversen Online-Shops. Das unterstreicht das starke Wachstum des Online-Kanals in diesem Bereich. Insbesondere die Möglichkeit einer schnellen Lieferung ist für die Konsumenten dabei ein entscheidender Faktor. Dies ist ein wesentliches Element des Geschäftsmodells von Sleepz, während die stationären Möbelgeschäfte traditionell weniger stark auf kurze Lieferzeiten fokussiert sind.

Obwohl der Online-Kanal im deutschen Matratzenmarkt einen Anteil von mehr als 20% erreicht hat, ist der Anteil am Gesamtumsatz wahrscheinlich deutlich niedriger. Wir gehen davon aus, dass die Durchschnittspreise im Online-Kanal unter dem Niveau der stationären Geschäfte liegen.

Umfrage: Wo wurde die letzte Matratze gekauft?



Quelle: IFH / moebel.de

Kein klarer Marktführer in der Online-Kategorie

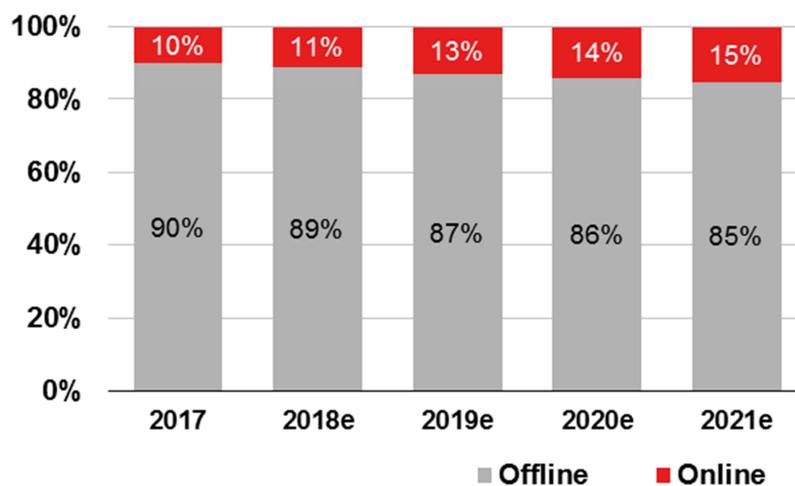
Das Marktumfeld für Matratzen und andere Schlafprodukte im Online-Kanal ist noch recht fragmentiert. Im Vergleich zu ihrer „Offline-Präsenz“ sind die Online-Marktanteile der großen Möbelketten niedriger. Neben dem Internetriesen Amazon (der auch der zehntgrößte Möbelhändler in Deutschland ist) gibt es viele unterschiedliche Online-Shops.

Daher dürfte die Markenwahrnehmung von größter Bedeutung für den Online-Kanal sein. Das scheint ein klarer Vorteil der größeren One-Fits-All-Konzepte (bett1 und Emma) zu sein, die eine höhere Markenwahrnehmung besitzen und mehr als 100.000 Einheiten ihrer Standardmatratzen pro Jahr verkaufen. Da der Zyklus für den Kauf neuer

Matratzen und Möbel jedoch bei rund 10 Jahren liegt, sind die Kundengewinnungskosten für das Online-Marketing sehr hoch.

Im Allgemeinen erwarten wir eine weitere Konsolidierung des Online-Vertriebskanals für Schlafwelten. Mit seinem Portfolio an unterschiedlichen Online-Marken, einem klaren Fokus auf Kundenservice und einer schnellen Lieferung sowie dem M&A-Track Record könnte die Sleepz Gruppe von dieser Entwicklung profitieren.

Anteil am Bereich Schlafzimmermöbel durch den Online-Vertrieb



Quelle: Statista, Warburg Research

Finanzen

- Negative Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2017 und in Q1 2018
- Organisches Umsatzwachstum ab 2018 erwartet
- Negativer Free Cashflow bis 2019 durch Wachstumsfinanzierung
- Weitere Kapitalerhöhungen wahrscheinlich

Enttäuschende Performance 2017, ambitioniertes mittelfristiges Ziel

Die Umsatzentwicklung fiel 2017 mit einem Umsatzrückgang von 20% auf EUR 11,5 Mio. enttäuschend aus (einschließlich einmaligen Anpassungen von EUR 0,3 Mio.). Nachdem der Umsatz in jedem der ersten drei Quartale rückläufig war, hatte Sleepz die Guidance für das Geschäftsjahr 2017 bereits von EUR 18 Mio. auf EUR 12-14 Mio. reduziert.

Grund für den deutlichen Umsatzeinbruch waren mehrere interne und marktbedingte Themen: Erstens verzögerte sich die Markteinführung der beiden Eigenmarkenprojekte Grafenfels und Matratzenheld. Zweitens war das Potenzial zur Finanzierung eines ausreichenden Working Capitals aufgrund von temporären Liquiditätseingüssen begrenzt. Und nicht zuletzt war der gesamte Matratzenmarkt nach der Lieferung kontaminierter Rohstoffe an die Matratzenindustrie von Produktionsausfällen und Rückrufen betroffen.

Diese drei großen Probleme des Jahres 2017 scheinen alle gelöst worden zu sein. Daher ist das Management zuversichtlich, im laufenden Jahr wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren zu können. Für 2018 wurde ein erwartetes moderates Umsatzwachstum im niedrigen zweistelligen Prozentbereich in Aussicht gestellt.

Für die kommenden Jahre hat Sleepz als Zielsetzung zudem einem Umsatz von EUR 50-100 Mio. ausgesprochen. Das beinhaltet neben dem organischen Wachstumspotenzial auch den Fokus auf Akquisitionen.

Unsere Umsatz- und Ergebnisprognose für die kommenden Jahre

Für das laufende Jahr erwarten wir eine Umsatzsteigerung von 20% auf EUR 13,8 Mio. In den Folgejahren sollten die Wachstumsraten ähnlich ausfallen. Treiber des dynamischen organischen Wachstums sind dabei insbesondere die Eigenmarke Grafenfels (die im Umsatz von Matratzen-Union und sleepz Home ausgewiesen wird), die erstmalige Konsolidierung von Cubitabo und das Synergiepotenzial im Online-Marketing zwischen den verschiedenen Online-Shops. Ferner sollte die Gruppe gut gerüstet sein, um nach der Übergangsphase im vergangenen Jahr am allgemeinen Wachstum im Internet-Vertrieb zu partizipieren.

Umsatzschätzungen nach Tochtergesellschaften

Umsatz in Mio. EUR	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Matratzen Union	8,4	6,6	6,6	7,9	9,3	10,3
sleepz Home / Cubitabo	5,9	4,9	7,2	9,6	12,4	14,5
Grafenfels	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernumsatz	14,4	11,5	13,8	17,5	21,7	24,8
Veränderung y/y		-20,1%	20,0%	26,8%	24,0%	14,3%

Quelle: Warburg Research

Rohermarge und Marketingkosten als wichtige Performance-Parameter

Die Rohermarge und die Entwicklung der wesentlichen Kostenkennzahlen für Marketing, Logistik und Verwaltung sind wichtige Faktoren für die Gewinnentwicklung bei Sleepz. 2017 war die Bruttomarge rückläufig, was sich auch negativ auf die Contribution Marge ausgewirkt hat.

Für 2018 und das Folgejahr unterstellen wir eine Erholung der Rohermarge. Der starke Fokus auf Eigenmarken und der Plan einer Erhöhung des Umsatzanteils jenseits von Matratzen sollte zu einer Stabilisierung oder Verbesserung der Bruttomarge führen.

Vor dem Hintergrund des stark umkämpften Marktumfelds ist der Spielraum für niedrigere Marketingkosten begrenzt. Im Bereich Fulfillment gehen wir von einer recht stabilen Kostenquote aus. Bei der Matratzen-Union liegen die Fulfillment-Kosten unter dem Gruppenschnitt. Eine erfolgreiche Übertragung der effizienten Kostenstruktur auf die anderen Aktivitäten könnte Ergebnispotenzial freisetzen.

Neben der enttäuschenden operativen Performance wurde das Ergebnis 2017 zudem durch Einmaleffekte von rund EUR 0,7 Mio. beeinträchtigt (davon EUR 0,4 Mio. Abschreibungen auf Forderungen).

Für 2018 erwarten wir mit einem EBIT von EUR -3,0 Mio. weiterhin operative Verluste. In den Jahren 2019/20 sollte sich das Ergebnis stetig verbessern. Die geplante signifikante Umsatzsteigerung ist dabei von größter Bedeutung für die Ergebnisverbesserung, um die allgemeinen Verwaltungs- und Holdingkosten kompensieren zu können. Auf Grundlage dieser Kostenquotenannahmen sollte eine langfristige EBIT-Marge von bis zu 5% wahrscheinlich sein.

Wesentliche Margenerwartungen

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	long-term
Rohermarge	32,4%	30,5%	31,5%	32,0%	33,0%	33,0%	33,5%
Marketing	7,5%	9,8%	9,2%	9,1%	9,0%	9,0%	8,5%
Fulfillment	6,5%	6,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Contribution Marge	18,4%	14,4%	16,3%	16,9%	18,0%	18,0%	19,0%
EBIT Marge	-14,0%	-34,6%	-18,1%	-5,7%	0,9%	3,0%	5,0%

Quelle: Warburg Research

Umsatz- und EBIT-Rückgang in Q1 2018

Für Q1 hat Sleepz erneut einen Umsatzrückgang ausgewiesen. Bei Matratzen-Union war der Umsatz um rund 20% rückläufig, was das stark umkämpfte Marktumfeld mit einem erhöhten Preisdruck für Markennmenmatratzen widerspiegelt. Der Umsatz von sleepz Home konnte leicht von der erstmaligen Konsolidierung von Cubitabo profitieren.

Auch der Integrationsprozess sowie die Startup-Verluste von Cubitabo führten zu erheblichen Gewinneinbußen im ersten Quartal des Jahres.

Kennzahlen Q1 2018

in Mio. EUR	Q1 2018	Q1 2017	y/y
Umsatz	3,002	3,210	-6,5%
Rohertrag	0,976	1,086	-10,1%
Rohermarge	32,5%	33,8%	-130bps
EBIT	-1,122	-0,458	

Quelle: Warburg Research

Auch für Q2 erwartet Sleepz einen leichten Umsatzrückgang. Insgesamt sollte sich durch den Anlauf der Eigenmarkenprojekte Matratzenheld und Grafenfels eine bessere Umsatzentwicklung in H2 sowie eine Verbesserung der Bruttomargenentwicklung im Jahresverlauf ergeben.

EBT-Prognose nach wesentlichen Tochtergesellschaften

EBT in Mio. EUR	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Matratzen Union	0,32	-0,04	-0,05	0,30	0,55	0,70
sleepz Home / Cubitabo	-1,15	-2,29	-1,80	-0,60	0,45	0,70
Grafenfels	-0,83	-0,55	0,00	0,05	0,10	0,20
AG	-0,72	-1,25	-1,35	-1,20	-1,05	-0,90
Konzern-EBT	-2,38	-4,13	-3,20	-1,45	0,05	0,70

Quelle: Warburg Research

Negativer FCF könnte Wachstum begrenzen

Für die kommenden Jahre gehen wir von einer stetigen Ergebnisverbesserung aus. 2018 und 2019 werden deutliche Verluste erwirtschaftet. Insgesamt beruht unser Ergebnisszenario auf den folgenden Annahmen:

- Top-Line-Wachstum und Verbesserung der Rohertragsmarge wird durch Eigenmarken vorangetrieben.
- Positive Effekte und Kosteneffizienzen durch Integration von Cubitabo.
- Bessere Hebelwirkung der Holdingkosten mit höherem Umsatzvolumen.

Zudem wird der FCF bis 2019 negativ bleiben. In den vergangenen beiden Jahren wurde das Wachstum bei Sleepz durch eine kritische Liquiditätsslage begrenzt. Im April erhielt das Unternehmen hauptsächlich von Heliad ein Gesellschafterdarlehen in Höhe von EUR 2,15 Mio. Damit ist der kurzfristige Geldbedarf, insbesondere für die Startup-Verluste von sleepz Home/Cubitabo in 2018 und 2019, gesichert. Der Spielraum für zusätzliche unerwartete Finanzierungsbedürfnisse ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt begrenzt.

Vorhandenes genehmigtes Kapital könnte genutzt werden

Ende 2017 wies Sleepz eine Eigenkapitalquote von 65% aus. Die langfristigen Vermögenswerte (59% des Gesamtvermögens, vorwiegend Goodwill) wurden vollständig von der Eigenkapitalposition gedeckt. Im Zuge der Cubitabo-Übernahme und der Ausweitung des Anteils an sleepz Home hat sich die Goodwill-Position im laufenden Jahr erhöht.

Mit mehreren Kapitalerhöhungen in den vergangenen 12 Monaten hat Sleepz die Eigenkapitalposition unter teilweiser Ausnutzung des genehmigten Kapitals gestärkt:

- **Mai 2017:** Ausgabe von 690.000 neuen Aktien für EUR 1,35 je Aktie (gezeichnet von Heliad Equity Partners)
- **Juni 2017:** Ausgabe von 690.000 neuen Aktien für EUR 1,60 je Aktie (gezeichnet von Allessanderx)
- **Dezember 2017:** Ausgabe von 690.000 neuen Aktien für EUR 1,60 je Aktie (gezeichnet von Heliad Equity Partners)
- **April 2018:** Kapitalerhöhung um 3.473.163 neue Aktien im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung von sleepz Home Aktien gegen Sleepz AG Aktien

Die Zahl der Aktien stieg auf das gegenwärtige Niveau von 12.443.554. Die Hauptversammlung am 19. Juni hat ein neues genehmigtes Kapital von bis zu 6.221.777 Aktie beschlossen.

Mit der Sachkapitalerhöhung im April 2018 wurden neue Aktien für den ehemaligen Cubitabo-Aktionär, einschließlich Heliad Equity Partners und TriPos, das Family Office der Familie Pohlmann ausgegeben.

Darüber hinaus hat Sleepz Pläne für die Arbeit an einem Prospekt für die Zulassung der ausgegebenen Aktien zum Handel an der Börse bekannt gegeben. Der Prospekt sollte zudem die Basis für eine große Kapitalerhöhung mit Vorkaufsrecht bilden. Angesichts der angekündigten Strategie, sich auf Akquisitionsmöglichkeiten zu konzentrieren, sollte eine weitere Erhöhung der Aktienanzahl äußerst wahrscheinlich sein.

Bewertung

- DCF-Modell eignet sich unseres Erachtens am besten, um die längerfristigen Perspektiven zu reflektieren
- Angesichts der aktuellen operativen Performance, negativen Ergebnisse und dem niedrigen Marktwert dürfte ein Peer-Group-Vergleich nur wenig Aussagekraft haben
- Aus unserem DCF-Modell leiten wir ein Kursziel von EUR 1,20 ab.

Fokus auf DCF-Modell

Wir leiten das Kursziel aus unserem DCF-Modell ab.

Ein Peer-Group-Vergleich dürfte aufgrund der geringen Größe von Sleepz im Vergleich zu den börsennotierten Online-Händlern nur eine begrenzte Aussagekraft haben. Vor dem Hintergrund der Start-up-Verluste des Unternehmens wäre ein Vergleich nur über einen EV/Umsatz-Multiplikator mit einem breiten Spektrum an Umsatzmultiplikatoren für börsennotierte Peers möglich.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	
Umsatz	13,80	17,50	21,70	24,89	28,13	31,50	34,97	38,46	41,73	44,65	47,33	49,70	50,94	
Umsatzwachstum	20,4 %	26,8 %	24,0 %	14,7 %	13,0 %	12,0 %	11,0 %	10,0 %	8,5 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	-3,00	-1,20	0,20	0,75	1,13	1,58	1,75	1,92	2,09	2,23	2,37	2,48	2,55	
EBIT-Marge	-21,8 %	-6,9 %	0,9 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Steuerquote (EBT)	0,0 %	-4,1 %	156,9 %	14,3 %	10,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
NOPAT	-3,00	-1,25	-0,11	0,64	1,01	1,46	1,64	1,83	1,98	2,12	2,25	2,36	2,42	
Abschreibungen	0,25	0,25	0,30	0,35	0,39	0,38	0,38	0,38	0,42	0,45	0,47	0,50	0,51	
Abschreibungsquote	1,8 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,12	0,40	0,10	0,04	0,15	0,13	0,10	0,26	0,25	0,22	0,20	0,18	0,09	
- Investitionen	0,18	0,30	0,30	0,32	0,37	0,38	0,38	0,38	0,42	0,45	0,47	0,50	0,51	
Investitionsquote	1,3 %	1,7 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-3,05	-1,70	-0,21	0,62	0,89	1,34	1,54	1,56	1,74	1,90	2,05	2,18	2,33	2
Barwert FCF	-3,01	-1,54	-0,18	0,48	0,62	0,86	0,91	0,85	0,86	0,87	0,86	0,84	0,82	13
Anteil der Barwerte	-28,85 %			48,65 %										80,19 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	2,00
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,00
WACC	8,92 %	Beta	1,50

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2030e	3		
Terminal Value	13		
Zinstr. Verbindlichkeiten	1		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	1	Aktienzahl (Mio.)	12,4
Eigenkapitalwert	15	Wert je Aktie (EUR)	1,20

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,71	9,9 %	0,85	0,87	0,89	0,92	0,95	0,98	1,01	1,71	9,9 %	0,43	0,60	0,76	0,92	1,08	1,25	1,41
1,61	9,4 %	0,96	0,99	1,02	1,05	1,09	1,12	1,16	1,61	9,4 %	0,52	0,70	0,87	1,05	1,23	1,40	1,58
1,55	9,2 %	1,02	1,05	1,09	1,12	1,16	1,20	1,25	1,55	9,2 %	0,57	0,76	0,94	1,12	1,31	1,49	1,68
1,50	8,9 %	1,09	1,13	1,16	1,20	1,25	1,29	1,34	1,50	8,9 %	0,63	0,82	1,01	1,20	1,39	1,59	1,78
1,45	8,7 %	1,17	1,20	1,24	1,29	1,34	1,39	1,44	1,45	8,7 %	0,68	0,89	1,09	1,29	1,49	1,69	1,89
1,39	8,4 %	1,24	1,29	1,33	1,38	1,43	1,49	1,56	1,39	8,4 %	0,75	0,96	1,17	1,38	1,59	1,80	2,01
1,29	7,9 %	1,42	1,47	1,53	1,59	1,66	1,74	1,82	1,29	7,9 %	0,89	1,13	1,36	1,59	1,83	2,06	2,29

- Wir kalkulieren mit einem Beta von 1,50.
- Angesichts des erwarteten Anstiegs des Online-Kanals gehen wir von einem zweistelligen Wachstum bis 2025 aus.
- Für die EBIT-Marge gehen wir von einem mittel- bis langfristigen Margenniveau von 5% aus.
- Aufgrund bestehender steuerlicher Verlustvorträge gehen wir von eher niedrigen Steuerquoten aus.

Unternehmenshintergrund

Vorstand und wichtige Mitarbeiter

Oliver Borrmann gründete die bmp Holding (Vorgänger von Sleepz) im Jahr 1997. Er ist das einzige Mitglied des Vorstands. Für die KfW-Bank und den BFB Frühphasenfonds Brandenburg begleitete er mehr als 100 Investments für einen Parallelfonds. Damit verfügt er über langjährige Erfahrungen im Bereich M&A-Transaktionen und Startup-Finanzierungen.

Während sich Oliver Borrmann für die strategische Entwicklung der Gruppe verantwortet, sind die folgenden Schlüsselpersonen für das operative Geschäft der beiden wesentlichen Tochtergesellschaften der Sleepz AG verantwortlich:

Martin Jungermann ist der Geschäftsführer und 40% Miteigentümer der Matratzen-Union. Er verfügt über eine langjährige Einzelhandelserfahrung im Bereich Living/Möbel. 2011 gründete er die Matratzen-Union und mehrere andere Online-Shops (Markenschlaf, Onletto) in Wolfhagen als spezialisierter Online-Händler für Matratzen, Boxspringbetten und Schlafzimmermöbel.

Alexander von Tschirnhaus ist Mitbegründer von Cubitabo (2014 gegründet). Er ist zudem einer der Gründer der digitalen Kundenbindungsplattform Codiga und war in verschiedenen Branchen tätig. Mit dem Zusammenschluss von sleepz Home und Cubitabo übernahm er die Position des Geschäftsführers für die vereinten Aktivitäten von sleepz Home/Cubitabo, die beide in Berlin angesiedelt sind.

Vor dem Hintergrund der notwendigen Zentralisierung der verschiedenen Funktionen und der angekündigten externen Wachstumsstrategie ist eine Ausweitung des Vorstands geplant.

Im Rahmen des Vergütungssystems hatte Sleepz im Jahr 2015 Aktienoptionen für den Vorstand und das Managementteam ausgegeben. Ende 2017 waren insgesamt 445.000 Optionen im Umlauf, die nach Ablauf einer Wartefrist von vier Jahren ausgeübt werden können. Weitere Aktienoptionsprogramme sind nicht unwahrscheinlich.

Aufsichtsrat

Bisher gehören dem Aufsichtsrat von Sleepz 3 Mitglieder an: Sven Rittau (Aufsichtsratsvorsitzender, erstmals gewählt 2016), Michael Stammler (erstmals gewählt 2012) und Michelle Puller (erstmals gewählt 2017). Auf der HV am 19. Juni hat Sleepz die Zahl der Aufsichtsratsmitglieder auf 4 erhöht und für diesen Sitz Marc Mogalle zusätzlich in den Aufsichtsrat gewählt.

Aktionärsstruktur nach zuletzt erfolgten Aktientransaktionen

Mit mehreren Kapitalerhöhungen hat Sleepz einen Aktionärsstamm mit mehreren langfristig orientierten und strategischen Aktionären aufgebaut. Die Kernaktionäre sind:

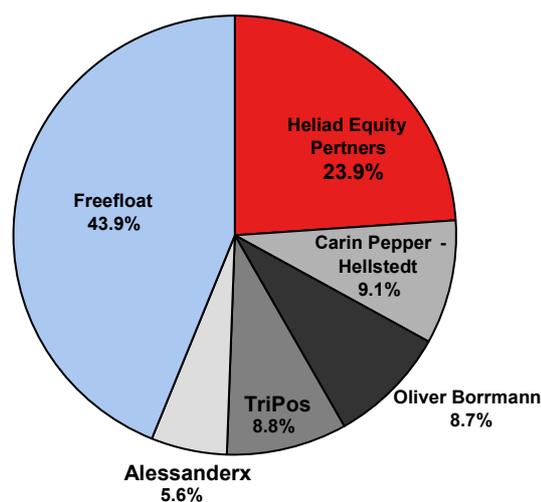
Heliad Equity Partners mit einem Anteil von 23,9%. Heliad ist eine börsennotierte Beteiligungsgesellschaft, die sich auf innovative Wachstumsunternehmen konzentriert. Heliad war stark in Cubitabo investiert und verfügt über mehrere Beteiligungen im Bereich E-Commerce.

Oliver Borrmann und seine Familie sind weiterhin Hauptaktionäre von Sleepz mit einer Gesamtbeteiligung von 17,8%.

TriPos ist das Family Office von Peter Pohlmann, dem Gründer der Möbel-Discount-Kette poco. TriPos war seit 2016 in Cubitabo investiert und hält mit der Sachkapitaleinlage von Cubitabo und sleepz Home einen Anteil von 8,8% an Sleepz.

Alessanderx zeichnete im Juni 2107 neue Aktien. Der italienische Matratzenhersteller hält 5,6% der Aktien und hat eine strategische Partnerschaftsvereinbarung mit Sleepz unterzeichnet, die auch eine Haltefrist von mindestens fünf Jahren für die Beteiligung vorsieht.

Aktuelle Aktionärsstruktur von Sleepz



Quelle: Warburg Research

Neben der Notierung im Prime Standard ist Sleepz auch an der Warschauer Börse gelistet.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	
Umsatz	13,80	17,50	21,70	24,89	28,13	31,50	34,97	38,46	41,73	44,65	47,33	49,70	50,94	
Umsatzwachstum	20,4 %	26,8 %	24,0 %	14,7 %	13,0 %	12,0 %	11,0 %	10,0 %	8,5 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	-3,00	-1,20	0,20	0,75	1,13	1,58	1,75	1,92	2,09	2,23	2,37	2,48	2,55	
EBIT-Marge	-21,8 %	-6,9 %	0,9 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Steuerquote (EBT)	0,0 %	-4,1 %	156,9 %	14,3 %	10,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
NOPAT	-3,00	-1,25	-0,11	0,64	1,01	1,46	1,64	1,83	1,98	2,12	2,25	2,36	2,42	
Abschreibungen	0,25	0,25	0,30	0,35	0,39	0,38	0,38	0,38	0,42	0,45	0,47	0,50	0,51	
Abschreibungsquote	1,8 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,12	0,40	0,10	0,04	0,15	0,13	0,10	0,26	0,25	0,22	0,20	0,18	0,09	
- Investitionen	0,18	0,30	0,30	0,32	0,37	0,38	0,38	0,38	0,42	0,45	0,47	0,50	0,51	
Investitionsquote	1,3 %	1,7 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-3,05	-1,70	-0,21	0,62	0,89	1,34	1,54	1,56	1,74	1,90	2,05	2,18	2,33	2
Barwert FCF	-3,01	-1,54	-0,18	0,48	0,62	0,86	0,91	0,85	0,86	0,87	0,86	0,84	0,82	13
Anteil der Barwerte	-28,85 %			48,65 %										80,19 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	2,00
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,00
WACC	8,92 %	Beta	1,50

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2030e	3		
Terminal Value	13		
Zinstr. Verbindlichkeiten	1		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	1	Aktienzahl (Mio.)	12,4
Eigenkapitalwert	15	Wert je Aktie (EUR)	1,20

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,71	9,9 %	0,85	0,87	0,89	0,92	0,95	0,98	1,01	1,71	9,9 %	0,43	0,60	0,76	0,92	1,08	1,25	1,41
1,61	9,4 %	0,96	0,99	1,02	1,05	1,09	1,12	1,16	1,61	9,4 %	0,52	0,70	0,87	1,05	1,23	1,40	1,58
1,55	9,2 %	1,02	1,05	1,09	1,12	1,16	1,20	1,25	1,55	9,2 %	0,57	0,76	0,94	1,12	1,31	1,49	1,68
1,50	8,9 %	1,09	1,13	1,16	1,20	1,25	1,29	1,34	1,50	8,9 %	0,63	0,82	1,01	1,20	1,39	1,59	1,78
1,45	8,7 %	1,17	1,20	1,24	1,29	1,34	1,39	1,44	1,45	8,7 %	0,68	0,89	1,09	1,29	1,49	1,69	1,89
1,39	8,4 %	1,24	1,29	1,33	1,38	1,43	1,49	1,56	1,39	8,4 %	0,75	0,96	1,17	1,38	1,59	1,80	2,01
1,29	7,9 %	1,42	1,47	1,53	1,59	1,66	1,74	1,82	1,29	7,9 %	0,89	1,13	1,36	1,59	1,83	2,06	2,29

- Wir kalkulieren mit einem Beta von 1,50.
- Angesichts des erwarteten Anstiegs des Online-Kanals gehen wir von einem zweistelligen Wachstum bis 2025 aus.
- Für die EBIT-Marge gehen wir von einem mittel- bis langfristigen Margenniveau von 5% aus.
- Aufgrund bestehender steuerlicher Verlustvorträge gehen wir von eher niedrigen Steuerquoten aus.

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-3,45	-9,83	-4,95	-3,20	-1,51	-0,03	0,60	
+ Abschreibung + Amortisation	0,10	0,24	0,27	0,25	0,25	0,30	0,30	
- Zinsergebnis (netto)	-0,13	-0,36	-0,16	-0,20	-0,25	-0,15	-0,05	
- Erhaltungsinvestitionen	0,00	0,00	-0,14	-0,18	-0,30	-0,30	-0,30	
+ Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
= Free Cash Flow Potential	-3,21	-9,22	-4,38	-2,57	-0,71	0,72	1,25	
FCF Potential Yield (on market EV)	-6,3 %	-17,4 %	-30,5 %	-14,5 %	-3,6 %	3,6 %	6,5 %	
WACC	8,92 %	8,92 %	8,92 %	8,92 %	8,92 %	8,92 %	8,92 %	
= Enterprise Value (EV)	50,84	53,09	14,39	17,76	19,72	19,85	19,33	
= Fair Enterprise Value	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,09	13,98	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	0,46	0,46	0,46	2,45	4,41	4,54	4,15	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Sonstige	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Marktwert Anteile Dritter	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
= Faire Marktkapitalisierung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,54	8,84	
Aktienanzahl (Mio.)	20,70	20,70	7,72	11,60	12,44	12,44	12,44	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,20	0,71	
Premium (-) / Discount (+) in %						-82,2 %	-37,7 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,92 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,04	0,43
	10,92 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,09	0,50
	9,92 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,14	0,60
WACC	8,92 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,20	0,71
	7,92 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,29	0,85
	6,92 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,39	1,04
	5,92 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,53	1,28

- FCF-Wertpotenzialansatz von begrenzter Relevanz für die Bewertung von Sleepz.
- Angesichts des Margenniveaus hat Sleepz im Jahr 2020/21 noch nicht sein volles FCF-Wertpotenzial erreicht.

Wertermittlung	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
KBV	2,7 x	6,5 x	2,1 x	1,6 x	2,0 x	2,0 x	1,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,58	0,11	0,14	-0,17	-0,30	-0,32	-0,29
EV / Umsatz	10,7 x	3,7 x	1,3 x	1,3 x	1,1 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39,6 x	18,5 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98,8 x	25,9 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98,8 x	25,9 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	35,7 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,0 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,0 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield (on market EV)	-6,3 %	-17,4 %	-30,5 %	-14,5 %	-3,6 %	3,6 %	6,5 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

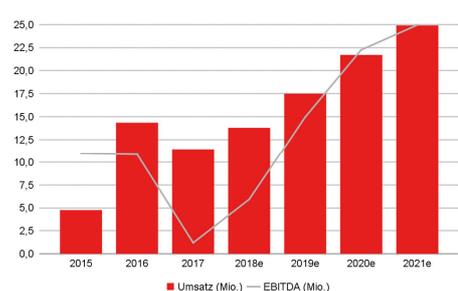
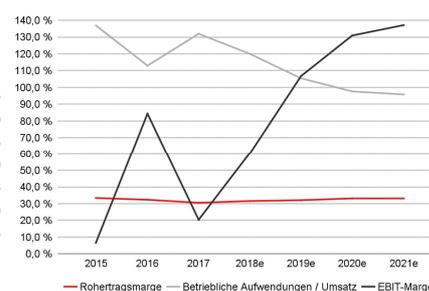
In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	4,75	14,36	11,46	13,80	17,50	21,70	24,90
Veränd. Umsatz yoy	n.a.	202,0 %	-20,2 %	20,4 %	26,8 %	24,0 %	14,7 %
Bestandsveränderungen	0,00	0,08	-0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktivierete Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gesamterlöse	4,75	14,43	11,41	13,80	17,50	21,70	24,90
Materialaufwand	3,17	9,79	7,92	9,45	11,90	14,54	16,68
Rohrertrag	1,58	4,64	3,49	4,35	5,60	7,16	8,22
Rohrertragsmarge	33,3 %	32,4 %	30,5 %	31,5 %	32,0 %	33,0 %	33,0 %
Personalaufwendungen	0,78	2,17	2,00	2,40	2,40	2,46	2,72
Sonstige betriebliche Erträge	0,92	0,63	0,28	0,20	0,25	0,30	0,35
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,47	4,87	5,48	4,90	4,40	4,50	4,80
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	-1,76	-1,77	-3,70	-2,75	-0,95	0,50	1,05
Marge	-37,0 %	-12,3 %	-32,3 %	-19,9 %	-5,4 %	2,3 %	4,2 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,05	0,15	0,15	0,15	0,15	0,20	0,20
EBITA	-1,80	-1,92	-3,85	-2,90	-1,10	0,30	0,85
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,06	0,10	0,12	0,10	0,10	0,10	0,10
Goodwill-Abschreibung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	-1,86	-2,02	-3,97	-3,00	-1,20	0,20	0,75
Marge	-39,1 %	-14,0 %	-34,6 %	-21,8 %	-6,9 %	0,9 %	3,0 %
EBIT adj.	-1,86	-2,02	-3,97	-3,00	-1,20	0,20	0,75
Zinserträge	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	0,00	0,42	0,24	0,20	0,25	0,15	0,05
Sonstiges Finanzergebnis	0,13	0,05	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	-1,99	-2,38	-4,13	-3,20	-1,45	0,05	0,70
Marge	-41,9 %	-16,6 %	-36,1 %	-23,2 %	-8,3 %	0,2 %	2,8 %
Steuern gesamt	0,01	0,11	0,00	0,00	0,06	0,08	0,10
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-2,00	-2,49	-4,13	-3,20	-1,51	-0,03	0,60
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	-1,45	-7,34	-0,82	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-3,45	-9,83	-4,95	-3,20	-1,51	-0,03	0,60
Minderheitenanteile	-0,64	-0,27	-0,78	0,10	0,15	0,18	0,22
Nettoergebnis	-2,81	-9,56	-4,18	-3,30	-1,66	-0,21	0,38
Marge	-59,1 %	-66,6 %	-36,5 %	-23,9 %	-9,5 %	-1,0 %	1,5 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	20,70	20,70	7,72	11,60	12,44	12,44	12,44
EPS	-0,14	-0,46	-0,54	-0,28	-0,13	-0,02	0,03
EPS adj.	-0,14	-0,46	-0,54	-0,28	-0,13	-0,02	0,03

*Adjustiert um:

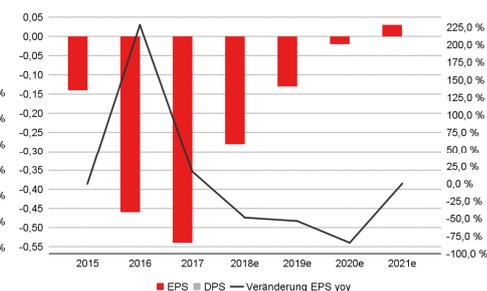
Guidance: 2018 Umsatzanstieg im unteren zweistelligen Prozentbereich

Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	137,0 %	112,9 %	131,8 %	119,9 %	105,4 %	97,7 %	95,8 %
Operating Leverage	n.a.	0,0 x	-4,8 x	-1,2 x	-2,2 x	n.a.	18,4 x
EBITDA / Interest expenses	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	3,3 x	20,9 x
Steuerquote (EBT)	-0,5 %	-4,7 %	0,0 %	0,0 %	-4,1 %	156,9 %	14,3 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	198.083	231.541	179.077	172.500	205.882	241.111	262.105

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUROperative Performance
in %

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

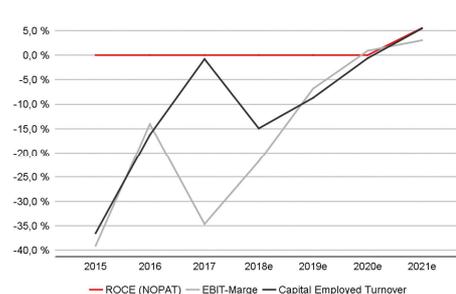
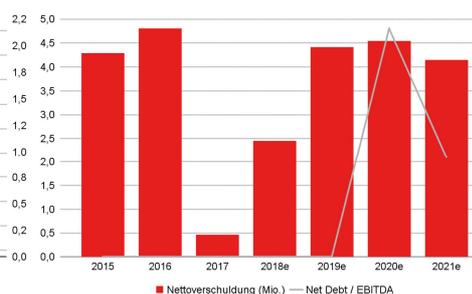
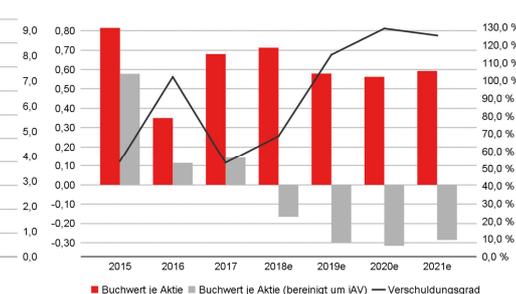
Bilanz

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,90	4,88	4,82	10,93	10,93	10,93	10,93
davon übrige imm. VG	0,21	0,20	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
davon Geschäfts- oder Firmenwert	4,69	4,69	4,69	10,80	10,80	10,80	10,80
Sachanlagen	0,30	0,43	0,32	0,25	0,30	0,30	0,30
Finanzanlagen	0,00	0,00	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen	5,20	5,32	5,15	11,20	11,25	11,25	11,25
Vorräte	1,50	2,25	2,08	2,30	2,80	3,30	3,80
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,75	1,22	0,35	0,50	0,70	0,90	1,10
Liquide Mittel	1,94	0,80	0,50	0,50	0,21	0,28	0,07
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	16,61	5,73	0,58	0,50	0,50	0,40	0,40
Umlaufvermögen	20,80	9,99	3,51	3,80	4,21	4,88	5,37
Bilanzsumme (Aktiva)	26,00	15,30	8,70	15,00	15,50	16,10	16,60
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	20,70	20,70	8,97	12,44	12,44	12,44	12,44
Kapitalrücklage	0,99	1,05	-0,65	2,05	2,05	2,05	2,05
Gewinnrücklagen	0,78	0,67	0,67	-2,63	-4,29	-4,50	-4,13
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-5,62	-15,17	-2,89	-2,99	-2,99	-2,99	-2,99
Buchwert	16,86	7,25	6,10	8,87	7,21	7,00	7,37
Anteile Dritter	0,01	0,34	-0,44	0,00	0,00	0,00	0,00
Eigenkapital	16,87	7,59	5,66	8,87	7,21	7,00	7,37
Rückstellungen gesamt	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	6,23	5,60	0,96	2,95	4,62	4,82	4,22
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1,44	2,15	0,53	0,53	2,20	2,40	1,80
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,55	1,18	0,46	0,80	1,20	1,80	2,30
Sonstige Verbindlichkeiten	1,32	0,91	1,57	2,30	2,40	2,40	2,70
Verbindlichkeiten	9,13	7,74	3,02	6,09	8,25	9,05	9,25
Bilanzsumme (Passiva)	26,00	15,30	8,70	15,00	15,50	16,10	16,60

Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	6,4 x	5,7 x	6,0 x	7,1 x	7,3 x	8,7 x	9,2 x
Capital Employed Turnover	0,2 x	1,2 x	1,9 x	1,2 x	1,5 x	1,9 x	2,2 x
ROA	-54,1 %	-179,7 %	-81,1 %	-29,5 %	-14,8 %	-1,9 %	3,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,5 %
ROE	-33,3 %	-79,3 %	-62,7 %	-44,2 %	-20,7 %	-2,9 %	5,2 %
Adj. ROE	-33,3 %	-79,3 %	-62,7 %	-44,2 %	-20,7 %	-2,9 %	5,2 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	4,29	4,81	0,46	2,45	4,41	4,54	4,15
Nettofinanzverschuldung	4,29	4,81	0,46	2,45	4,41	4,54	4,15
Net Gearing	25,4 %	63,3 %	8,2 %	27,7 %	61,3 %	64,9 %	56,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	906,8 %	396,0 %
Buchwert je Aktie	0,8	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,6	0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3

Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung
in Mio. EURBuchwert je Aktie
in EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

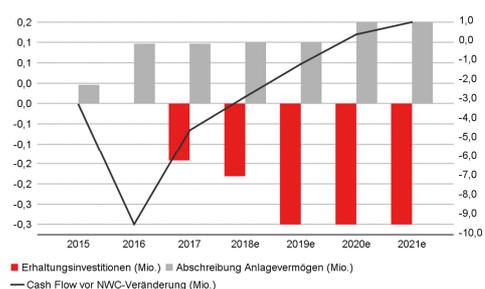
In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-3,45	-9,83	-4,95	-3,20	-1,51	-0,03	0,60
Abschreibung Anlagevermögen	0,05	0,15	0,15	0,15	0,15	0,20	0,20
Amortisation Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,06	0,10	0,12	0,10	0,10	0,10	0,10
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow vor NWC-Veränderung	-3,34	-9,58	-4,69	-2,95	-1,26	0,27	0,90
Veränderung Vorräte	0,00	0,00	0,17	-0,22	-0,50	-0,50	-0,50
Veränderung Forderungen aus L+L	0,00	0,00	0,87	-0,15	-0,20	-0,20	-0,20
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,00	0,00	-0,53	0,25	0,30	0,60	0,50
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,00	0,00	0,51	-0,12	-0,40	-0,10	-0,20
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	-3,34	-9,58	-4,17	-3,07	-1,66	0,17	0,70
Investitionen in iAV	0,00	0,00	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Investitionen in Sachanlagen	0,00	0,00	-0,08	-0,08	-0,20	-0,20	-0,20
Zugänge aus Akquisitionen	0,00	0,00	0,00	-4,00	0,00	0,00	0,00
Finanzanlageninvestitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	0,00	0,00	-0,14	-4,18	-0,30	-0,30	-0,30
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	-4,64	1,99	1,67	0,20	-0,60
Dividende Vorjahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erwerb eigener Aktien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalmaßnahmen	0,00	0,00	0,00	6,40	0,00	0,00	0,00
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	0,00	0,00	-4,64	8,39	1,67	0,20	-0,60
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-3,34	-9,58	-8,96	1,14	-0,29	0,07	-0,20
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Endbestand liquide Mittel	-3,34	-7,64	-8,16	1,64	0,21	0,28	0,07

Kennzahlen

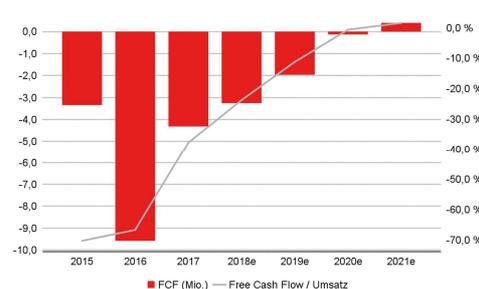
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Kapitalfluss							
FCF	-3,34	-9,58	-4,32	-3,25	-1,96	-0,13	0,40
Free Cash Flow / Umsatz	-70,3 %	-66,8 %	-37,7 %	-23,6 %	-11,2 %	-0,6 %	1,6 %
Free Cash Flow Potential	-3,21	-9,22	-4,38	-2,57	-0,71	0,72	1,25
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	119,0 %	100,3 %	103,3 %	98,5 %	118,1 %	61,7 %	105,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	0,3 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	0,1 %	7,0 %	7,3 %	10,2 %	6,6 %	3,2 %	1,1 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	1,2 %	1,3 %	1,7 %	1,4 %	1,2 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	-1,2 %	-1,3 %	-1,7 %	-1,4 %	-1,2 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	53,0 %	72,4 %	120,0 %	100,0 %	100,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	4,7 %	8,8 %	16,0 %	11,9 %	10,9 %	9,9 %	9,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	48,4 %	102,7 %	76,4 %	62,5 %	58,3 %	50,0 %	47,8 %
Vorratumschlag	2,1 x	4,3 x	3,8 x	4,1 x	4,3 x	4,4 x	4,4 x
Receivables collection period (Tage)	58	31	11	13	15	15	16
Payables payment period (Tage)	178	44	21	31	37	45	50
Cash conversion cycle (Tage)	-8	40	60	50	46	36	32

Investitionen und Cash Flow

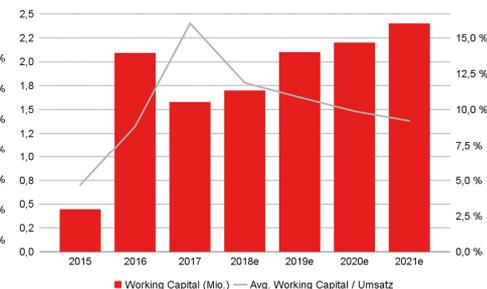
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
SLEEPZ	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A2E3772.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	109	54
Halten	89	44
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	202	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	33	72
Halten	13	28
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	46	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SLEEPZ] AM [22.06.2018]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Small Cap Research mfuhrberg@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Car Suppliers, Construction awahl@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA, Poland, The Netherlands pdontenwill@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Simon Pallhuber +49 69 5050-7414
Switzerland, France spallhuber@mmwarburg.com

Angelika Flegler +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing aflegler@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3282-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson Reuters www.thomsonreuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com