

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **1,40 Euro**

**Kurspotenzial:** **+117 Prozent**

**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	0,64 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	20,70
Marktkap. (in Mio. Euro)	13,3
Enterprise Value (in Mio. Euro)	8,8
Ticker	BTBA
ISIN	DE0003304200

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	0,90
52 Wochen-Tief (in Euro)	0,54
3 M relativ zum CDAX	-7,8%
6 M relativ zum CDAX	-12,8%



**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	64,2%
Oliver Borrmann	15,3%
Carin Pepper	10,0%
Roland Berger SC	7,5%
Peter R. Ackermann	3,0%

**Termine**

Q3 Bericht	30. November 2015
HV 2016	06. Juli 2016

**Prognosen Anpassung**

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (alt)	5,0	18,7	24,0
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	-1,1	0,2	0,8
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	-0,01	0,01	0,03
Δ in %	-	-	-

**Analysten**

Alexander Braun  
+49 40 41111 37 77  
a.braun@montega.de

**Publikation**

Studie 16. November 2015

**Die bmp-Aktie dürfte bald erwachen**

Die bmp Holding war bisher als Beteiligungsgesellschaft mit einem Fokus auf Medien und Marketing-Services bekannt. Aufgrund von regulatorischen Änderungen entschied sich der Vorstand Anfang 2015 dazu, das Geschäftsmodell anzupassen und künftig eine E-Commerce-Unternehmensgruppe im Bereich Schlafwelten aufzubauen. Durch die Mehrheitsübernahme von sleepz im April 2015 wurde dieser Schritt vollzogen. Vor wenigen Tagen erfolgte der zweite Zukauf. Mit der "Matratzen Union" konnte eine hochprofitable Unternehmensgruppe in diesem Segment akquiriert werden, die ab Dezember 2015 vollkonsolidiert wird.

E-Commerce gehört weiter zu den strukturellen Wachstumsmärkten. Für 2016 wird mit einem Zuwachs von gut 22% gerechnet (Quelle: Statista). Der **Markt für Matratzen und Schlafbedarf** hat alleine in Deutschland ein Volumen von 10 Mrd. Euro. Nur rund 3,5% davon werden derzeit online abgewickelt. In den nächsten Jahren wird von einer sukzessiven Verlagerung ins Internet ausgegangen. Das Wachstumspotenzial ist folglich sehr groß. bmp sollte von dieser Entwicklung profitieren und mit einer **durchschnittlichen Wachstumsrate von 34%** den Umsatz bis 2018e auf über 30 Mio. Euro steigern. Dabei gehen wir davon aus, dass die Gruppe eine marktübliche Marge von 6% erreicht. Laut bmp wird bereits für 2016 mit dem Erreichen des Break-even gerechnet. Damit würde dem Unternehmen der Spagat zwischen Wachstum und Profitabilität gelingen, eine Forderung, mit der sich insbes. E-Commerce-Unternehmen aktuell konfrontiert sehen.

Der **Newsflow** sollte positiv bleiben. Neben dem dynamischen Wachstum gehen wir von weiteren Zukäufen aus. Im Markt liegen sichtbare Konsolidierungstendenzen vor, da es insbesondere kleineren, finanzschwachen Anbietern zunehmend schwer fällt, den Anforderungen des modernen E-Commerce gerecht zu werden (professionelles Online-Marketing, RTC des Shops). bmp hat erklärt, eine aktive Rolle bei der Konsolidierung des Marktes einnehmen zu wollen. In Anbetracht des Zugangs zum Kapitalmarkt und des Wertes im Restportfolio (Beteiligungen werden sukzessive veräußert) halten wir weitere Zukäufe daher für sehr wahrscheinlich.

**Bewertungstechnisch** bietet die Aktie viel Upside. Alleine der Buchwert des Restportfolios beträgt rund 19 Mio. Euro, was mehr als die aktuelle Marktkapitalisierung ist. Die E-Commerce-Aktivitäten haben auf Basis unserer Planungen einen fairen Wert von gut 10 Mio. Euro, der durch eine Peergroup plausibilisiert wird.

**Fazit:** bmp hat sich durch die Mehrheitsübernahme von sleepz ein attraktives Geschäftsfeld erschlossen. Durch die Akquisition der Matratzen Union Gruppe hat das Management seine Ambitionen bei der Konsolidierung des Marktes unterstrichen. Beide Unternehmen wachsen kräftig, Matratzen Union ist bereits sehr profitabel. Die aktuelle Bewertung spiegelt den Wert des VC-Portfolios (aufgegebener Geschäftsbereich) und der Beteiligungen im Segment Schlafwelten nicht angemessen wider. Unser Kursziel legen wir auf 1,40 Euro fest (zuvor: 1,30 Euro). Das Rating lautet nach wie vor Kaufen.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	0,1	5,0	18,7	24,0	30,1
Veränderung yoy	-91,2%	5410,8%	272,8%	28,3%	25,6%
EBITDA	-0,4	-1,0	0,4	1,0	1,7
EBIT	-0,4	-1,1	0,2	0,8	1,4
Jahresüberschuss	-0,3	-0,3	0,2	0,6	1,0
Rohertagsmarge	-8,1%	32,0%	33,3%	33,8%	34,5%
EBITDA-Marge	-456,6%	-20,0%	2,3%	4,3%	5,5%
EBIT-Marge	-459,9%	-21,1%	1,3%	3,3%	4,5%
Net Debt	1,0	4,4	3,7	2,5	1,1
Net Debt/EBITDA	-2,4	-4,4	8,6	2,5	0,6
ROCE	-2,2%	-4,7%	1,0%	3,4%	5,9%
EPS	-0,01	-0,01	0,01	0,03	0,05
FCF je Aktie	0,00	-0,29	0,03	0,05	0,07
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	97,1	1,8	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	20,5	8,6	5,3
EV/EBIT	n.m.	n.m.	36,3	11,2	6,5
KGV	n.m.	n.m.	64,4	21,5	12,9
P/B	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 0,64

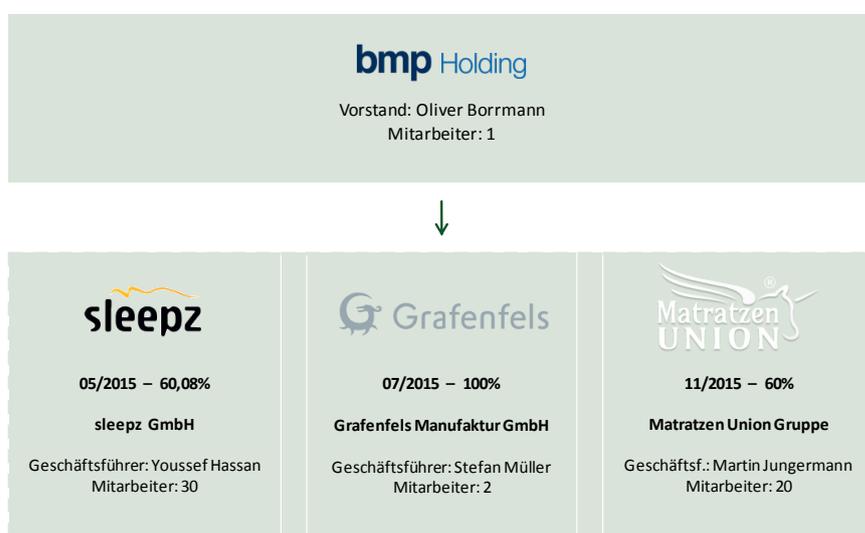
## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Investment Case</b>	<b>3</b>
Markt steht vor erheblichem Wachstumssprung, Wettbewerb noch gering	3
Zweistellige Wachstumsraten über die nächsten Jahre	5
Spagat zwischen Wachstum und Profitabilität - Break-even bereits 2016	6
Sämtliche Bewertungsverfahren signalisieren erhebliche Unterbewertung	6
Beteiligungsverkäufe und starkes Wachstum der Töchter bestimmen den Newsflow	7
Fazit: Neuausrichtung konsequent, Markt attraktiv	7
<b>Timing und Sentiment</b>	<b>8</b>
Newsflow sollte positiv ausfallen	8
Bewertung lässt viel Spielraum für steigende Kurse	8
Aktuelles Mispricing für den Einstieg nutzen	9
<b>SWOT</b>	<b>10</b>
Stärken	10
Schwächen	10
Chancen	10
Risiken	11
<b>Markt und Wettbewerb</b>	<b>12</b>
Sozio-ökonomische Faktoren treiben Segment „Einrichten & Wohnen“	13
Online-Markt für Matratzen und Lattenroste stark fragmentiert	15
<b>Wettbewerbsqualität</b>	<b>17</b>
<b>Finanzen</b>	<b>20</b>
Jüngste Performance	20
Dynamischer Umsatzanstieg durch Konsolidierung von sleepz und MU getrieben	20
Ergebnisentwicklung von E-Commerce-typischen Skaleneffekten geprägt	22
Bilanz	23
<b>Bewertung</b>	<b>24</b>
DCF-Modell	24
Aufgegebener Geschäftsbereich	25
SOTP-Bewertung	26
Peergroup-Vergleich	26
Fazit: Sämtliche Bewertungsverfahren deuten auf eine Unterbewertung hin	28
<b>Unternehmenshintergrund</b>	<b>29</b>
sleepz	29
Matratzen Union Gruppe	29
Grafenfels Manufaktur	30
Erfahrenes Management mit profunden Kenntnissen im Segment Schlafwelten	30
Aktionärsstruktur	31
<b>Anhang</b>	<b>32</b>
<b>Disclaimer</b>	<b>35</b>

## INVESTMENT CASE

Die in Berlin ansässige bmp Holding AG ist eine auf den Bereich Schlafwelten fokussierte E-Commerce-Unternehmensgruppe. bmp hält in diesem Marktsegment drei Beteiligungen: Die sleepz GmbH, die Matratzen Union Gruppe (bestehend aus Matratzen Union GmbH, Markenschlaf GmbH, Ecom Union GmbH und Denkvertrieb GmbH) und die Grafenfels Manufaktur GmbH.

Die **sleepz GmbH** entwickelt und realisiert ganzheitliche E-Commerce-Konzepte im Handelsegment für Schlafbedarf. Das Unternehmen betreibt die Online-Shops perfekt-schlafen.de (mit über 150.000 Kunden einer der größten unabhängigen Shops für Schlafwelten in Deutschland), matratzendiscount24.de, schoene-traeume.de, forliving.de und einfach-schlafen.de. sleepz verfügt über eine eigene Multichannel-Softwarelösung, die alle nationalen und internationalen Marktplätze steuern und gleichzeitig die Schnittstelle zu Logistik und Produktion abbilden kann.



Quelle: bmp Holding

Die Neugründung **Grafenfels Manufaktur GmbH** ist Markeninhaber der gleichnamigen Matratzenmarke Grafenfels. Das Unternehmen verfügt über fünf individuelle Produktgruppen (Gold, Grün, Rot, Blau, Weiß), die verschiedene Kundengruppen ansprechen. Der Vertrieb der eigenen Matratzenmarke erfolgt über [www.grafenfels.de](http://www.grafenfels.de) sowie anfänglich flankiert über die Shops von sleepz und MU. Im Laufe des Jahres 2016 sollen dann weitere Händler gewonnen werden.

Die **Matratzen Union Gruppe (MU)** betreibt mehrere Onlineshops. **Matratzen Union** und **Markenschlaf** sind - wie sleepz - Onlinehändler für Schlafbedarf. Der Fokus liegt auf absatzstarken Matratzen bekannter Markenhersteller wie Sclaraflia. Ein weiteres Kernprodukt sind Boxspringbetten. Die 100%ige Tochter **Ecom Union** bietet unter [onletto.de](http://onletto.de) einen Shop für Outlet-Waren im Segment Möbel und Dekoration. Das Unternehmen bezieht seine Produkte über MHK als Einkaufsverband. Hierbei handelt es sich um ein Netzwerk von mehr als 2.000 Handelspartnern im Möbelbereich. Die **Denkvertrieb GmbH** ist die Servicegesellschaft der Gruppe, die das Onlinemarketing und die IT für die Matratzen Union, Markenschlaf und Ecom Union erbringt.

### Markt steht vor erheblichem Wachstumssprung, Wettbewerb noch gering

bmp bewegt sich auf einem attraktiven Markt, der eine hohe Dynamik aufweist. Der Bereich E-Commerce ist 2014 mit 25% gewachsen (Quelle: Statista). Das Thema Schlafen

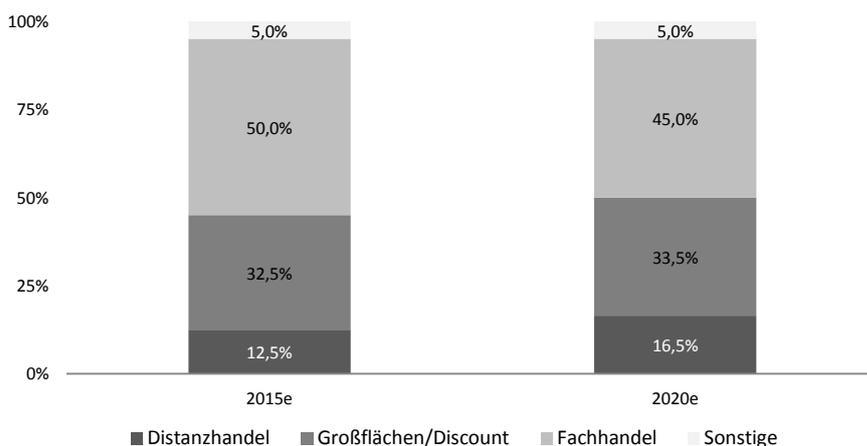
gewinnt als Einrichtungsthema in Deutschland dabei zunehmend an Bedeutung. Dazu tragen unterschiedliche Faktoren bei:

- Die Menschen bewegen sich immer weniger, Rückenbeschwerden werden als Volkskrankheit Nr. 1 zu einem alltäglichen Problem, das durch bessere Betten gelindert werden kann
- Der demografische Wandel führt dazu, dass der Anspruch an Betten größer wird und auch ergonomische Eigenschaften an Bedeutung gewinnen
- Das Gesundheitsbewusstsein der Bevölkerung nimmt zu, das Bett rückt als Lifestyle-Produkt ins Zentrum des Wohnkonzeptes

Der **Online-Anteil von Produkten rund um das Thema Schlafen ist aktuell noch vergleichsweise gering** (ca. 3,5%; Quelle: Statista, GfK). Dabei eignen sich die Güter sehr gut für den Verkauf über das Internet:

- Das Produkt Matratze hat keine Verderblichkeit oder Saisonalität
- Die Produkte sind hochpreisig, der Warenkorb ist folglich groß
- Die Margen sind attraktiv und die Remissionen gering
- Es gibt Standardmaße (nicht wie bei Kleidung oder Schuhen individuelle Größen)

**Marktanteil Schlafmöbel nach Distributionskanal**



Quelle: Titze, bmp Holding

Wie die obige Grafik zeigt, wird davon ausgegangen, dass sich der Anteil des Distanzhandels (beinhaltet Versandhandel, TV-Shopping und Onlinehandel) im Bereich Schlafraum Möbel in den kommenden Jahren deutlich erhöhen wird. Dabei sollte insbesondere der E-Commerce in den kommenden Jahren deutlich zweistellige Wachstumsraten aufweisen. Optimistische Annahmen gehen hier von Wachstumsraten zwischen 30 und 50% p.a. aus. Das Marktpotenzial bis 2020 beläuft sich auf >1 Mrd. Euro allein in Deutschland (Quelle: Statista, GfK).

In den kommenden Jahren dürfte es dabei zu einem **Konsolidierungsprozess in der Branche** kommen. Dies liegt daran, dass kleinere Online-Händler zunehmend an strukturelle Wachstumsgrenzen stoßen (Probleme, das Working-Capital zu finanzieren und die notwendige IT-Struktur bzw. Lagerkapazitäten aufzubauen). Zudem sind die steigenden technologischen Anforderungen für kleine Marktteilnehmer eine große Herausforderung. So erwarten die Kunden Webseiten, die auf allen Endgeräten und Betriebssystemen zuverlässig funktionieren. Dies setzt stetige Investitionen in den eigenen Shop voraus. Auch im Marketing werden die Rahmenbedingungen zunehmend kompetitiver und befeuern somit die Konsolidierungstendenzen im Markt. Anbieter wie sleepz und MU beschäftigen Teams, die sich ausschließlich um die effiziente Steuerung der Marketingbudgets kümmern. Kleine E-Commerce-Anbieter verfügen nicht über derart

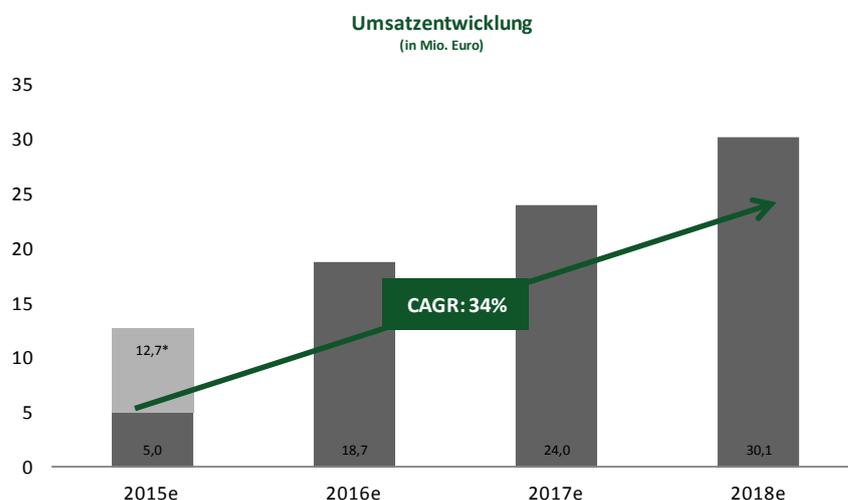
professionelle Strukturen und fallen im Wettbewerb zwangsläufig zurück. Die stetige Konsolidierung im Markt ist somit die logische Konsequenz.

### Zweistellige Wachstumsraten über die nächsten Jahre

In den Halbjahreszahlen wurden erstmals die Umsätze von sleepz konsolidiert. Ab Dezember 2015 trägt auch MU zum Umsatz von bmp bei. Beide Unternehmen wachsen bereits zweistellig (MON 2015e 19% bzw. 14%). Wir gehen allerdings von einer Beschleunigung des Wachstums in den nächsten Jahren aus. Dies ist insbesondere auf folgende Faktoren zurückzuführen:

- **Zusätzliche Liquidität:** Beide Unternehmen waren aufgrund eingeschränkter finanzieller Möglichkeiten beim Wachstum limitiert. So wird MU beispielsweise durch die Zuführung von Fremdkapital die Vorräte erhöhen und hierdurch das Wachstum beschleunigen können.
- **Erweiterung des Produktangebots:** Speziell MU hat Zugang zu Top-Matratzen-Marken, die künftig auch in das Sortiment von sleepz aufgenommen werden dürften. Dies dürfte für einen spürbaren Wachstumsschub sorgen.
- **Neue Eigenmarke:** Mit Grafenfels verfügt die Gruppe über ein emotionales Produkt, dessen Einbindung für zusätzliche Wachstumsimpulse sorgen dürfte.
- **Bündelung der Marketing-Aktivitäten:** Sowohl sleepz als auch MU beschäftigen ein Team zur Steuerung der Marketingaktivitäten. Durch Zusammenlegen und den Erfahrungsaustausch wird die Kundenakquise u.E. noch effizienter erfolgen.

Diese Treiber sollten es bmp ermöglichen, den Umsatz bis 2018 auf 30,1 Mio. Euro zu steigern. Die folgende Grafik zeigt die erwartete Entwicklung.



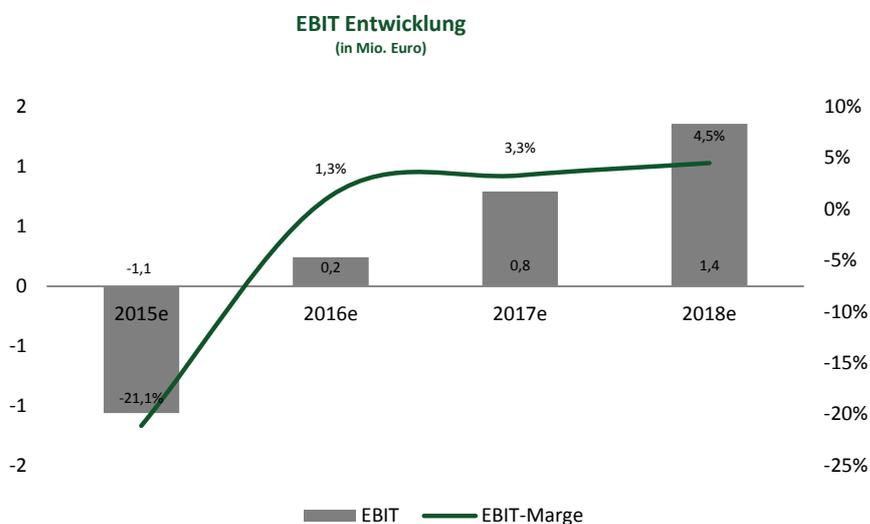
Quelle: Montega, bmp Holding \* pro-forma Darstellung Umsatz sleepz und MU in 2015e

Die CAGR von 34% liegt am unteren Ende der Marktprognosen und die prognostizierten Erlöse deutlich unter der 2016er-Guidance des Unternehmens (Umsatz 25 bis 40 Mio. Euro). Diese versteht sich jedoch inkl. anorganischem Wachstum, das wir in unseren Schätzungen nicht abgebildet haben. Sollte bmp beim Verkauf von Beteiligungen des aufgegebenen Geschäftsbereichs vorankommen, halten wir weitere Zukäufe für sehr wahrscheinlich. In diesem Fall könnte das Erreichen der Guidance und der mittelfristigen Umsatzplanung von 100 Mio. Euro bis 2018 indikativ erreichbar sein.

### Spagat zwischen Wachstum und Profitabilität - Break-even bereits 2016

In 2015 wird bmp ein negatives EBIT von rund 1,1 Mio. ausweisen. Dies ist u.a. auf die Expansion und die Weiterentwicklung des Geschäftsmodells von sleepz zurückzuführen. So wurde im laufenden Geschäftsjahr in die Entwicklung der Eigenmarke Matratzenheld investiert, die Werbeaktivitäten deutlich ausgeweitet und die erste lokale Verkaufsfäche in Berlin eröffnet. Daneben hat die Produktentwicklung von Grafenfels das Ergebnis belastet.

Die Matratzen Union Gruppe, die per Dezember 2015 konsolidiert wird, ist bereits profitabel. Den Einfluss dieser Akquisition auf die Zahlen von bmp wird man erst ab 2016 sehen. Die vom Unternehmen in Aussicht gestellte „schwarze Null“ halten wir vor diesem Hintergrund für erreichbar. Bis 2018 unterstellen wir einen Anstieg der Marge bis auf 4,5%. Langfristig gehen wir davon aus, dass bmp eine marktübliche Marge von 5-6% erreicht. Die folgende Abbildung zeigt die erwartete Ergebnisentwicklung.



Quelle: Montega

Der sukzessive Ergebnisanstieg ist dabei eine Folge aus:

- Einer Erhöhung der Bruttomarge um 2,5Pp bedingt durch die verbesserten Einkaufskonditionen und den Launch der Eigenmarken Matratzenheld und Grafenfels
- Synergie beim Marketing zwischen sleepz und MU
- Dem Rückgang der Personalkostenquote von aktuell 17% auf 9% bis 2018e
- Einer Fixkostendegression bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen

### Sämtliche Bewertungsverfahren signalisieren erhebliche Unterbewertung

Bewertungstechnisch bietet die Aktie viel Upside. Alleine der Buchwert des aufgegebenen Geschäftsbereichs beträgt rund 19 Mio. Euro, was mehr als die aktuelle Marktkapitalisierung ist. Mit brand eins (eines der führenden Wirtschaftsmagazine), iversity (die führende europäische Plattform für online-Lehrangebote), castaclip (Videoplattform) und komoot (App für Routenplanung) verfügt bmp dabei über attraktive Beteiligungen, die u.E. werthaltig sind und in den nächsten Jahren zu erfolgreichen Exits gemacht werden dürften. Die E-Commerce-Aktivitäten haben auf Basis unserer Planungen einen fairen Wert von rund 10 Mio. Euro, der durch einen Peergroup-Vergleich plausibilisiert wird.

### **Beteiligungsverkäufe und starkes Wachstum der Töchter bestimmen den Newsflow**

Trotz dieser nachvollziehbaren Werte und der Wachstumschancen im E-Commerce notiert die Aktie noch immer unter Buchwert. Mit der Mehrheitsübernahme von MU hat bmp dabei bereits für guten Newsflow gesorgt. Die Aktie hat hierauf kaum reagiert. Dies ist u.E. auf die bestehenden Unsicherheiten bezogen auf den Verkauf des Venture-Capital-Geschäfts (aufgegebener Geschäftsbereich) zurückzuführen.

Der Exit bei einer der drei großen Beteiligungen brand eins, iversity oder castaclip sollte dazu führen, dass die Unsicherheit über die Werthaltigkeit der Beteiligungen abnimmt. Zudem würde der finanzielle Handlungsspielraum deutlich verbessert werden. bmp plant weitere Zukäufe, die ohne einen Exit oder eine externe Akquisitionsfinanzierung derzeit aber nicht zu stemmen sind.

Neben den Beteiligungsverkäufen wird die operative Entwicklung der drei Töchter sleepz, MU und Grafenfels den Newsflow bestimmen. Ab 2016 wird die Umsatz- und Ertragsstärke vollends sichtbar. Mit einem Anstieg der Erlöse um rund 13,7 Mio. Euro auf 18,7 Mio. Euro (MONE) dringt bmp dabei in neue Erlösdimensionen vor.

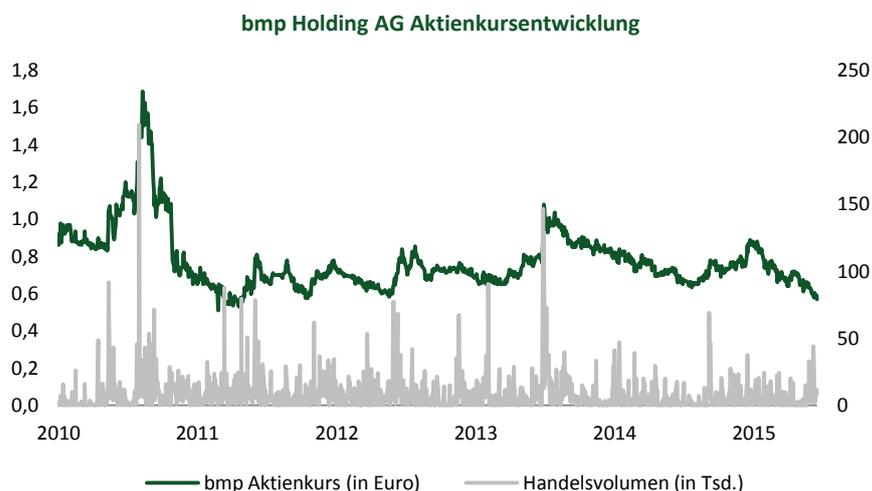
### **Fazit: Neuausrichtung konsequent, Markt attraktiv**

bmp hat sich durch die Mehrheitsübernahme von sleepz ein attraktives Geschäftsfeld erschlossen. Die Akquisition der Matratzen Union Gruppe unterstreicht die Ambitionen bei der Konsolidierung des Marktes. Beide Unternehmen wachsen kräftig, MU ist bereits sehr profitabel. Die strategische Neuausrichtung ist sinnvoll und die Wachstumschancen sind u.E. groß. Im nächsten Geschäftsjahr sollte bmp einen Umsatz von 18,7 Mio. Euro und ein ausgeglichenes Ergebnis erzielen können. Dies wird von der aktuellen Bewertung allerdings nicht widerspiegelt.

Unser Kursziel legen wir auf 1,40 Euro fest (Basis DCF-Wert E-Commerce-Aktivitäten + Buchwert des aufgegebenen Geschäftsbereichs). Das Rating lautet nach wie vor Kaufen.

## TIMING UND SENTIMENT

Der Kurs der bmp-Aktie verläuft seit mehreren Jahren in einer Bandbreite zwischen 0,60 Euro und 1,00 Euro weitestgehend seitwärts. Die Ausschläge hingen in der Vergangenheit zumeist mit Erwartungen an größere Exits zusammen.



Das Handelsvolumen stieg in Zusammenhang mit den Spekulationen über erfolgreiche Veräußerungen von Beteiligungen sprunghaft an, reduzierte sich aber in der Folge jedes Mal wieder deutlich. bmp litt wie viele Beteiligungsunternehmen unter dem Problem, dass sich die Aktie nur für Spezialinvestoren eignete und eine Bewertung des Unternehmens aufgrund der Vielzahl an Beteiligungen schwer fiel. Zudem fehlte der regelmäßige Newsflow, da bmp im Aufbau des Beteiligungsportfolios war und die Haltedauer regelmäßig 5 bis 8 Jahre beträgt.

Durch die Umstellung des Geschäftsmodells dürften sich für bmp neue Investorenschichten erschließen lassen. Das Unternehmen wird künftig anhand der Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Tochtergesellschaften bewertet werden. Mit windeln.de und zalando haben erst kürzlich große Online-Händler den Sprung an die Börse gewagt, das Interesse an derartigen Geschäftsmodellen sollte demnach groß sein. Hierfür spricht auch die anhaltende Verlagerung von Käufen ins Internet und das darauf zurückzuführende dynamische Wachstum des E-Commerce.

### Newsflow sollte positiv ausfallen

Mit den zuletzt berichteten Q2-Zahlen hat bmp erstmals die Umsätze von sleepz ausgewiesen. Da das Unternehmen erst per Mai 2015 konsolidiert wurde und noch am Anfang des Wachstumspfad steht, waren die Erlöse mit knapp 1 Mio. Euro vergleichsweise gering. Dies sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass sleepz im laufenden Geschäftsjahr 2015 Umsätze von rund 6,2 Mio. Euro erzielen dürfte und damit ggü. dem Vorjahr um rund 19% wächst. Dieses Wachstumstempo sollte sich durch die Einbindung in die Gruppe sogar noch steigern. sleepz wird damit u.E. bereits 5 Jahre nach Gründung einen zweistelligen Millionenumsatz ausweisen.

### Bewertung lässt viel Spielraum für steigende Kurse

bmp wird aktuell mit rund 13,0 Mio. Euro bewertet. Allein der Buchwert des aufgegebenen Geschäftsbereiches beträgt 19,0 Mio. Euro und liegt damit rund 6,0 Mio. Euro über der aktuellen Börsenbewertung. Das Geschäft von sleepz und MU priced der Markt derzeit nicht, was wir vor dem Hintergrund der guten Erlösentwicklung nicht nachvollziehen können. Ein Szenario, bei dem die Beteiligungen des aufgegebenen Geschäftsbereichs

nicht zu einem angemessenen Preis veräußert werden können, sehen wir aktuell nicht, zumal durch die Umstellung des Geschäftsmodells kein Zeitdruck mehr besteht und bmp bei den bisher getätigten Veräußerungen stets mindestens den Buchwert erzielen konnte.

#### **Aktuelles Mispricing für den Einstieg nutzen**

Wir raten Investoren, die aktuelle Bewertung zum Einstieg zu nutzen. Ab 2016 sollte die Dynamik der E-Commerce-Töchter sichtbar werden. Zudem glauben wir - anders als der Markt - an einen erfolgreichen Verkauf der Beteiligungen des aufgegebenen Geschäftsbereichs. Neben der operativen Entwicklung wird die Aktienkursentwicklung hierdurch wesentlich beeinflusst werden.

## SWOT

Die Ausrichtung auf den Wachstumsmarkt E-Commerce ist attraktiv. Das Unternehmen besetzt dabei eine besonders attraktive Nische und weist klar erkennbare Stärken auf:

### Stärken

- Fokussierung auf einen Wachstumsmarkt mit hohem Margenniveau
- Guter Zugang zu führenden Matratzenherstellern
- Großes Matratzensortiment und exklusive Produkte (Matratzenheld, Schlafschatz, Wolkenwunder)
- Umfangreiches Marketing-Know-how in der Gruppe
- Klarer First-Mover-Advantage in einem vergleichsweise verkrusteten Markt (Verkauf noch immer größtenteils über kleine Ladengeschäfte in schlechten Lagen)
- Langjährige Erfahrung des Managements im Beteiligungsgeschäft (M&A, Steuerung von Tochtergesellschaften)
- Finanzstärke und der Zugang zur Börse in Verbindung mit der Erfahrung bei der Konsolidierung von Märkten

Trotz der attraktiven Nische und der guten Wachstumsaussichten weist das Geschäftsmodell auch Schwächen auf, dies sind:

### Schwächen

- Finanzkraft geringer als bei etablierten Anbietern, bei denen Schlafwelten aber oftmals nur ein Bereich des Produktsortiments ist
- Junges Unternehmen und ein kleines Team, das durch das schnelle Wachstum an seine Grenzen stoßen könnte
- Abhängigkeit von Einzelpersonen bei den Tochtergesellschaften
- Abhängigkeit von den Matratzenherstellern, die eigene Online-Aktivitäten starten könnten
- Noch kein langer Track-Record mit dem neuen Geschäftsmodell

E-Commerce ist ein großer Wachstumsmarkt, der Bereich Schlafwelten steht aber bezogen auf die Veränderung des Konsumentenverhaltens noch am Anfang dieser Entwicklung. Hieraus ergeben sich große Chancen:

### Chancen

- Weitere Verlagerung von Produktkäufen ins Internet
- Demografischer Wandel und die zunehmende Bedeutung der Themen Gesundheit/Schlafkomfort
- Kein klarer Online-Leader in dieser Kategorie vorhanden
- Aufbruch der verkrusteten, verschlafenen Strukturen im stationären Handel
- Keine echte "Brand-Awareness"
- Liquiditätszufluss bei Verkauf von Beteiligungen des aufgegebenen Geschäftsbereichs - Offenlegen der Fehlbewertung (der Buchwert des aufgegebenen Geschäftsbereichs beträgt mehr als die Marktkapitalisierung von bmp)
- Hoher Verlustvortrag (80 Mio. Euro), der bei entstehenden Gewinnen genutzt werden kann

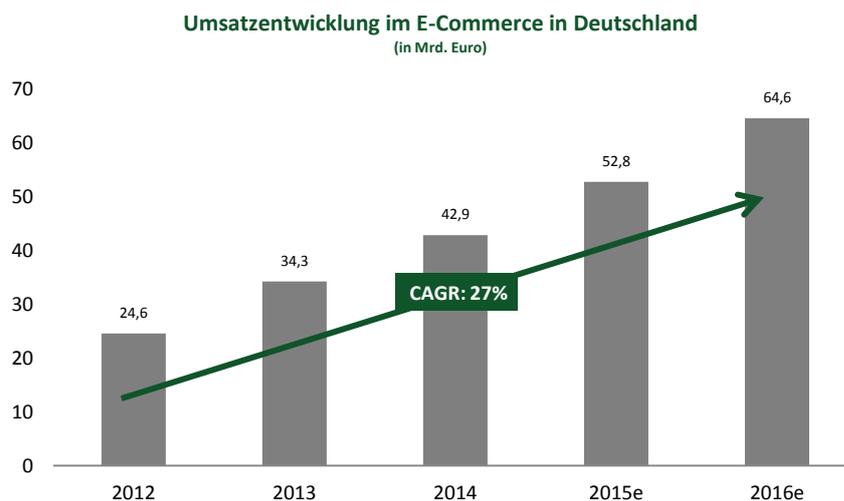
Bekanntermaßen sind die Markteintrittsbarrieren im Internet gering. Hieraus resultieren Risiken:

**Risiken**

- Eintritt von finanzstärkeren Anbietern mit ähnlicher Ausrichtung
- Zunahme des Preiswettbewerbs
- Ein deutlicher Anstieg der Kundenakquisitionskosten, der das Wachstum verlangsamen könnte
- Keine Akzeptanz der neuen Marken Matratzenheld und Grafenfels
- Verzögerung beim Verkauf der restlichen Beteiligung, die die Finanzkraft einschränken könnte

## MARKT UND WETTBEWERB

In den 90er-Jahren führte die Verbreitung des Internets zu einer aus heutiger Perspektive grundlegenden Veränderung des Vertriebs im Einzelhandel. E-Commerce, der Verkauf von Waren über den Vertriebskanal des „World Wide Web“ mit Hilfe von Web-Shops, hat sich dadurch zu einer inzwischen unentbehrlichen Alternative zum stationären Handel entwickelt. Die E-Commerce-Umsätze sollen sich von 2012 bis 2015 mehr als verdoppeln.



Quelle: Statista

Die obige Grafik zeigt einen klaren Trend der Umsatzentwicklung im E-Commerce in Deutschland und signalisiert auch für die nächsten Jahre eine zweistellige jährliche Wachstumsrate. Der Anteil des E-Commerce am gesamten Einzelhandelsumsatz in Deutschland ist mit ca. 8,5% (2014) noch relativ gering, plausibilisiert damit jedoch die hohen Wachstumsraten. Bis zum Jahr 2025 wird daher eine Verdopplung des Online-Anteils auf ca. 15% erwartet.

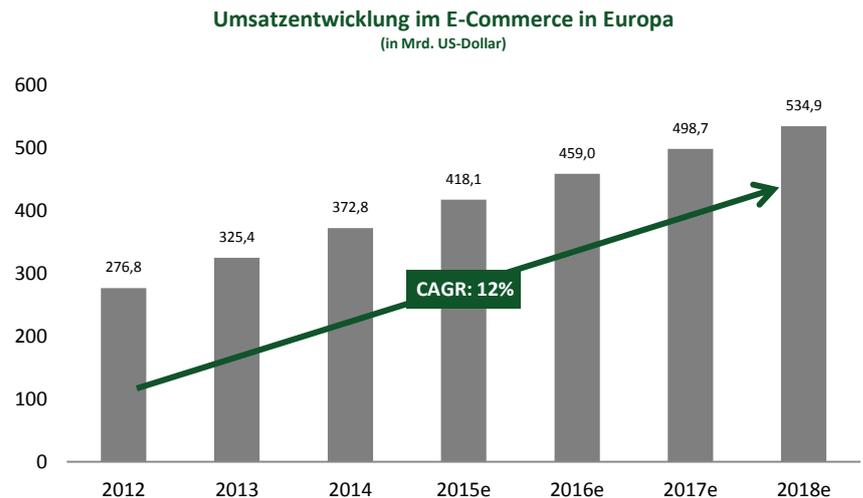
Die Zeiten, in denen fast ausschließlich Bücher oder kleine Elektronikartikel über den Online-Handel vertrieben wurden, sind längst vorbei. Seit einigen Jahren weisen auch andere Segmente (z.B. „Fashion & Lifestyle“) erhebliche Marktanteilsgewinne im E-Commerce auf. Es wird erwartet, dass dieser Trend anhält und absolut betrachtet alle Segmente weiter wachsen, sich jedoch die Gewichte innerhalb des Onlineumsatzes verschieben.

Das Segment „Einrichten & Wohnen“ weist im Vergleich zu den Spitzensegmenten („Technik & Medien“ mit 38% und „Fashion & Lifestyle“ mit 25%) einen noch relativ kleinen Anteil von 9% des Onlineumsatzes auf. Allerdings hat das Segment „Einrichten & Wohnen“ genauso wie das Segment „Garten & Heimwerken“ nicht an der frühen Entwicklung im E-Commerce teilgenommen, weil die Produkte auf den ersten Blick als ungeeignet für den Online-Handel betrachtet wurden. Die Dichte der Anbieter im E-Commerce für das Segment „Einrichten & Wohnen“ ist daher noch deutlich geringer als in den Spitzensegmenten. Die bis 2025 prognostizierte Verschiebung der Anteile wird jedoch zugunsten der Segmente „Einrichten & Wohnen“ und „Garten & Heimwerken“ stattfinden.

Eine besondere Herausforderung kommt dabei auf die Logistikbranche zu. Nach getätigtem Kauf wollen die Kunden möglichst schnell über die Produkte verfügen und akzeptieren keine langen Lieferzeiten mehr. Pioniere wie Amazon, mit ihrem weit verbreiteten Premium-Versand-Service „Amazon Prime“ und einer garantierten Lieferung am nächsten Werktag, setzten hier hohe Maßstäbe und üben starken Druck auf die gesamte Branche des E-Commerce und der dazugehörigen Logistik aus. Das Unternehmen hat gerade pilotweise in mehreren Großstädten die Lieferung am Bestelltag eingeführt. Erschwerend zur Herausforderung der immer schneller geforderten Lieferung seitens der

E-Commerce-Kunden kommt hinzu, dass die Diversifikation innerhalb der E-Commerce-Segmente dazu führt, dass die zu transportierenden Produkte sperriger werden. Längst gehören auch Produkte wie Fernseher, Autoreifen oder Möbel zu den regelmäßigen Versandgegenständen des E-Commerce.

Die nachfolgende Grafik zeigt, dass die für Deutschland dargestellte Entwicklungsrichtung im E-Commerce auch in Europa vorhanden ist und auch hier deutliche Zuwachsraten erwartet werden.



Quelle: Statista

### Sozio-ökonomische Faktoren treiben Segment „Einrichten & Wohnen“

Das Thema Schlafen gewinnt als Einrichtungsthema in Deutschland zunehmend an Bedeutung. Dazu tragen unterschiedliche Faktoren bei:

**Rückenbeschwerden als Volkskrankheit Nr. 1:** Durch die stark ansteigende Zahl an sitzenden Tätigkeiten vor allem am Computer haben die Rückenprobleme der Bevölkerung deutlich zugenommen. Die Qualität der Matratzen wird immer entscheidender, um den Körper im Schlaf zu entlasten.

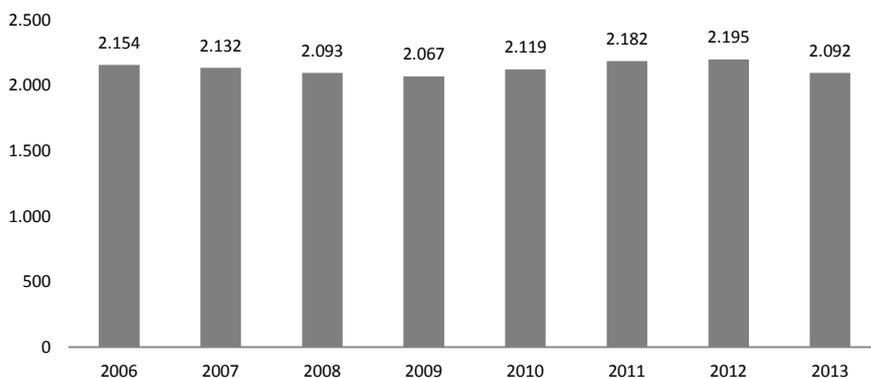
**Der demografische Wandel:** Die wachsende Zahl der Konsumenten 60 plus kann aufgrund der Einkommensverhältnisse problemlos neue Einrichtungsgegenstände im Bereich Schlafwelten kaufen. Es gibt derzeit einen wahrnehmbaren Wandel vom reinen Ersatzkauf zu Anschaffungen zur Verbesserung der Lebensqualität. Neben einer besseren Produktqualität (Premiummatratzen) liegt der Fokus vermehrt auf ergonomischen Eigenschaften (z.B. leichteres Zubettgehen bzw. Aufstehen).

**Gesundheitsbewusstsein nimmt zu, Bett als Lifestyle-Produkt:** Der Endverbraucher wird für das Thema Schlafen immer stärker sensibilisiert. Ein Beispiel hierfür sind Boxspringbetten, die es in den letzten Jahren geschafft haben, das Thema Schlafen für den Endverbraucher wieder emotional aufzuwerten. Die geruhssame Nachtruhe wird für Konsumenten immer wichtiger und die Kunden werden anspruchsvoller, aber auch zugleich ausgabefreudiger. Das Schlafzimmer wandelt sich zum Schlaf-Wohn-Arbeitszimmer und rückt zusammen mit der Küche ins Zentrum des Wohnkonzepts.

Die Produktion des Gesamtmarktes für Schlafmöbel betrug nach Angaben des Statistischen Bundesamtes in 2013 rund 2,1 Mrd. Euro. Bei dieser Angabe handelt es sich allerdings um Händlerabgabepreise. Das Marktvolumen für Endverbraucherpreise dürfte bei gut 4,0 Mrd. Euro liegen (MONE).

#### Gesamtmarkt Schlafmöbel in Deutschland

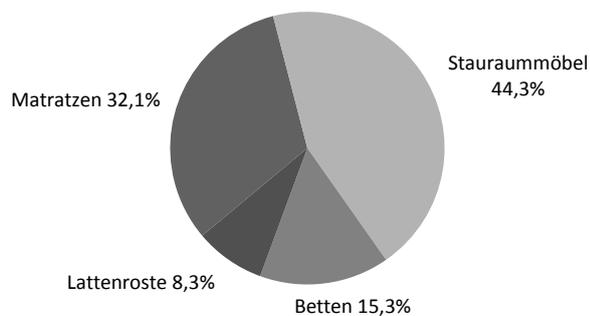
(in Mio. Euro)



Quelle: Statistisches Bundesamt

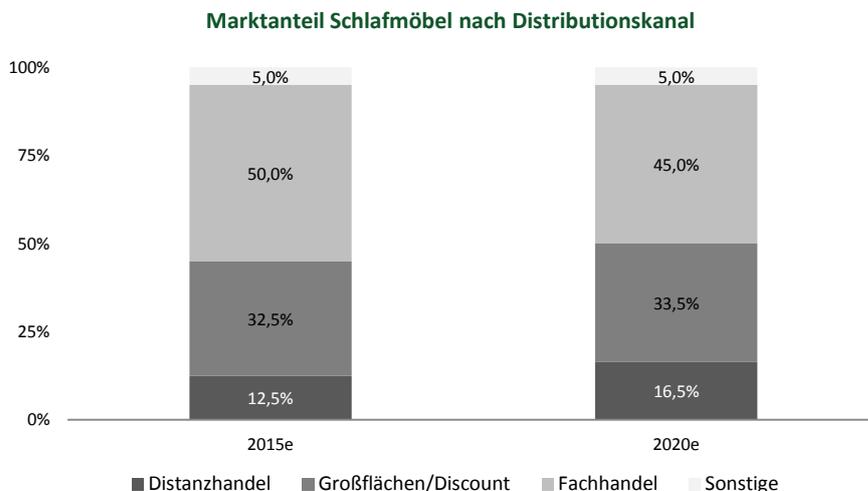
Wie die nachfolgende Grafik zeigt, machen Stauraummöbel mit ca. 44% den größten Anteil des Marktes für Schlafmöbel aus. Matratzen folgen mit einem Marktanteil von ca. 32%, Betten mit 15%. Die restlichen 8% entfallen auf Lattenroste.

#### Marktanteil nach Produktgruppen



Quelle: Titze, bmp Holding

Wie in anderen Einzelhandelsbereichen ist der Markt derzeit noch stark durch den Fachhandel geprägt, der ca. 97-98% des Gesamtmarktes ausmacht (Quelle: Statista, GfK) und i.d.R. in Einkaufsverbänden organisiert ist. Daneben haben die Großflächenkonzepte und Möbeldiscounter wie Ikea, Roller und Poco an Bedeutung gewonnen. Signifikante Wachstumsraten verzeichnete jedoch nur der Distanzhandel, der durch den deutlich steigenden Anteil des E-Commerce dominiert wird.



Wie die obige Grafik zeigt, wird davon ausgegangen, dass sich der Anteil des Distanzhandels (beinhaltet Versandhandel, TV-Shopping und Onlinehandel) im Bereich Schlafraummöbel in den kommenden Jahren deutlich erhöhen wird. Dabei sollte insbesondere der E-Commerce in den kommenden Jahren deutlich zweistellige Wachstumsraten aufweisen. Optimistische Annahmen gehen hier von Wachstumsraten zwischen 30 und 50% p.a. aus. Im Folgenden wird der Onlinemarkt für Schlafmöbel genauer betrachtet, wobei ein Fokus auf Matratzen und Lattenroste gelegt wird.

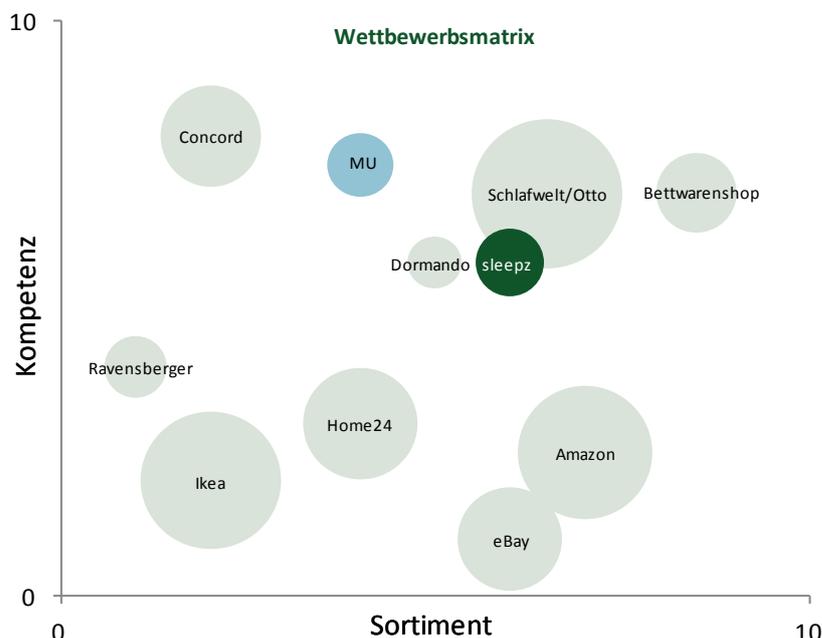
### Online-Markt für Matratzen und Lattenroste stark fragmentiert

Obwohl es geplant ist, das Sortiment durch weitere Übernahmen sukzessiv zu ergänzen, ist bmp durch die Mehrheitsbeteiligungen an sleepz und MU (ca. 10% Umsatzanteil mit Schlafraummöbeln) derzeit vor allem auf das Segment für Matratzen und Lattenroste fokussiert. Das gesamte Marktvolumen für Matratzen und Lattenroste dürfte sich in Deutschland derzeit zwischen 1,5 und 2,0 Mrd. Euro belaufen.

Wie bei Schlafmöbeln insgesamt, erfolgt der Absatz von Matratzen und Lattenrosten noch zum überwiegenden Teil stationär. Neben den großen Möbel- und Einrichtungshäusern wie Ikea oder Höffner wird der stationäre Handel durch große Fachhandelsketten wie Matratzen Concord, mfo/matratzen direct oder das Dänische Bettenlager bestimmt. Darüber hinaus gibt es eine heterogene Fachhandelslandschaft.

Wer glaubt, dass Matratzen und Möbel sich nicht für die Onlinevermarktung eignen, der irrt. Der Direkthandel über das Internet gewinnt auch bei Matratzen und Lattenrosten zunehmend an Bedeutung, sodass es aktuell in Deutschland bereits mehr als einhundert spezialisierte Onlinehändler für diese Sortimente gibt. Diese Entwicklung zeigt sich beispielsweise auch in einer Studie des IFH Köln, die zu dem Resultat kam, dass rund 60% der Befragten davon ausgehen, dass der Onlinekauf von Möbeln zukünftig genauso üblich sein wird, wie es heute bereits bei Schuhen oder Kleidung der Fall ist.

Wie die Grafik auf der Folgeseite zeigt, gibt es ähnlich wie im stationären Bereich auch im Onlinehandel mit Matratzen und Lattenrosten bislang noch keinen klaren Marktführer. Obwohl keine konkreten Zahlen hierzu vorliegen, dürfte nach Einschätzung mehrerer Branchenexperten der zur Otto-Gruppe gehörende Online-Shop schlafwelt.de den größten Anteil des Onlinevolumens mit Schlafmöbeln ausmachen, das sich in Deutschland derzeit zwischen 300 und 400 Mio. Euro bewegen dürfte.



Quelle: Montega, bmp Holding

Neben den auf den Bereich Schlafmöbel spezialisierten Anbietern dürften sowohl Amazon als führender B2C Marktplatz als auch IKEA als führendes Möbelhaus einen nicht unwesentlichen Anteil der Onlineumsätze für sich vereinnahmen, jedoch eine vergleichsweise geringe Fachkompetenz bzw. Sortimentstiefe aufweisen. Neben sleepz und MU gibt es noch eine Reihe weiterer Startups, die den Bereich Schlafmöbel als Absatzschwerpunkt haben. Hierzu zählen beispielsweise das Frankfurter Unternehmen dormando oder der in Berlin ansässige Shop bettenriese.de. Zu den eher alteingesessenen Onlineplayern zählt sicherlich die Möbel im Netz GmbH, die wie sleepz mit den Shops betten.de und boxspringbetten.net vertreten ist.

Ein Grund für die Attraktivität des Bereiches Schlafmöbel ist die geringe Markenwahrnehmung der Konsumenten, wenn es zu Käufen von Matratzen und anderen Einrichtungsgegenständen im Schlafzimmer kommt. So sind beispielsweise große deutsche Matratzenhersteller wie Schlaraffia, Breckle oder Dunlopillo nicht mit einem eigenen Direktvertrieb im Internet vertreten. Da diese geringe Markenwahrnehmung ein weltweites Phänomen ist und die herkömmlichen Matratzenhersteller sehr klassisch aufgestellt sind, haben auch auf der Herstellerseite Neugründungen stattgefunden, die stark auf den Direktvertrieb über das Internet abzielen. Prominente Beispiele sind hier sicherlich Casper aus den USA oder das Deutsche Matratzenstartup Bruno.

Ein weiterer Grund für die hohe Attraktivität des Online-Marktes für Matratzen und Lattenroste sind die niedrigen Retourenquoten (i.d.R. unter 10%) und der hohe durchschnittliche Warenkorb von mehreren hundert Euro. Einen Anhaltspunkt hierfür liefert die folgende Tabelle mit den Durchschnittspreisen der in Deutschland verkauften Matratzentypen.

**Durchschnittspreise und Marktanteil von Matratzentypen**

Typ	Durchschnittspreis	Marktanteil
Federkern	320 Euro	3%
Kaltschaum	529 Euro	66%
Taschenfederkern	574 Euro	20%
Latex	819 Euro	2%
Viscoelastisch	898 Euro	9%

Quelle: Montega, Titze

## WETTBEWERBSQUALITÄT

Bekanntermaßen sind die Markteintrittsbarrieren im Onlinehandel gering. Eine Differenzierung kann durch die Größe (Einkaufsmacht, Skaleneffekte) oder den Spezialisierungsgrad (großes Produktsortiment, effizientes Marketing, Erfahrung im Fulfillment und im Kundensupport) erfolgen. Dabei lässt sich der Wettbewerb grob in drei Kategorien einordnen:

**Multi-Sortiment-Anbieter:** Hierbei handelt es sich um große Onlinehändler wie home24 oder Otto, die ebenfalls Produkte rund um das Thema Living/Schlafwelten anbieten.

**Multi-Channel-Anbieter** sind Fachhandelsketten wie Matratzen Concord, die neben dem stationären Einzelhandel zunehmend den Onlinehandel ausbauen.

**Pure-Play-Internet-Anbieter** sind Onlinehändler mit dem ausschließlichen Fokus auf Produkte im Handelsegment Schlafbedarf. Die Anzahl dieser Firmen hat in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Das New Yorker Startup Casper hat erst kürzlich eine Finanzierung über 55 Mio. USD auf einer Bewertungsbasis von 555 Mio. USD durchgeführt. Mit den eingeworbenen Mitteln soll der Markteintritt in Europa vollzogen werden. Der Online-Händler produziert und verkauft seine eigenen Matratzen und ist insofern direkter Wettbewerber von Grafenfels.

bmp gehört mit seinen Tochtergesellschaften zur dritten Kategorie und weist folglich einen hohen Spezialisierungsgrad mit einem klaren Fokus auf das Internet als Vertriebskanal auf. Die gute Wettbewerbsposition ist dabei eine Folge aus:

**Großes Produktsortiment, klares Profil:** Die bmp-Töchter sleepz und Matratzen Union bieten rund 50.000 bzw. 2.500 Artikel in unterschiedlichen Shops mit klaren Zielgruppen an (z.B. Premium, Einsteiger, Discount). Damit dürfte das Unternehmen eines der umfangreichsten Produktsortimente im Bereich Schlafwelten aufweisen. Matratzen Union hält über 2.000 Matratzen vorrätig und hat hierdurch klare Vorteile bei der Lieferzeit gegenüber kleineren Händlern, die oft über keine oder nur kleine Bestände verfügen.

Durch die stationären Verkaufsflächen (sleepz hat einen Flagshipstore in Berlin, MU macht Lagerverkäufe an der Betriebsstätte in Wolfhagen) erhalten die Unternehmen zudem Zugang zu Matratzenmarken, die viele E-Commerce-Anbieter nicht im Angebot haben. Einige Qualitätshersteller meiden reine Onlinehändler, da diese die Produkte häufig mit erheblichen Preisnachlässen anbieten und somit das Preisgefüge stören. sleepz und Matratzen Union positionieren sich bei diesen Premiumanbietern als stationäre Händler mit angeschlossenem Onlineshop. Sie gewährleisten dabei eine Konsistenz zwischen Offline- und Onlinepreisen.

**Tiefe Wertschöpfung:** Im Gegenteil zu den meisten Wettbewerbern ist bmp nicht nur ein reiner Händler, sondern verfügt mit Grafenfels, Matratzenheld, Schlafschatz und Wolkenwunder auch über Eigenmarken mit einer entsprechend tieferen Wertschöpfung. Mit Matratzenheld, die das Einstiegssegment adressiert, schafft bmp zudem ein Differenzierungsmerkmal, da die Matratzen ausschließlich in den Online-Shops von sleepz erhältlich sind.

**Langjährige Erfahrungen, große Beratungskompetenz:** Erfahrungswerte bezogen auf die Prozesse und den Umgang mit Kunden sind eine weitere entscheidende Komponente im Wettbewerb zu anderen E-Commerce-Unternehmen. Sowohl Matratzen Union als auch sleepz beschäftigt Kundenberater, die Auskunft zu den Produkten bzw. den Bestellvorgängen geben können. Matratzen Union setzt dabei auch auf Fachpersonal (sogenannte Orthopraktiker) und verfügt demnach über eine sehr hohe Beratungskompetenz, die insbesondere kleinere Anbieter so nicht bieten können.

Zudem werden durch Algorithmen Kaufentscheidungen unterstützt. Dies hat das Ziel, die Kundenzufriedenheit zu steigern. So erlaubt beispielsweise eine eigene Software dem Kunden, auf Grundlage der individuellen Schlafgewohnheiten die passende Matratze zu finden. Dies dürfte einer der wesentlichen Wettbewerbsvorteile sein, mit dem sich sleepz

bzw. Matratzen Union gegenüber den Multi-Sortiment- und -Channel-Anbietern differenzieren.

**Hohe Branchen- und Marketingkompetenz:** sleepz verfügt über eine eigene Multichannel-Softwarelösung, die alle nationalen und internationalen Marktplätze steuern und gleichzeitig die Schnittstelle zu Logistik und Produktion abbilden kann. Daneben beschäftigen sowohl Matratzen Union als auch sleepz eigene Teams, die für die effiziente Streuung der Marketingbudgets zuständig sind. Dies wird immer entscheidender, da die Wettbewerbsintensität im Bereich Schlafwelten sukzessive zunimmt.

**Finanzstärke:** Der Markt ist stark fragmentiert und es gibt noch keinen klaren Online-Leader. Kleine Händler stoßen zunehmend an ihre Wachstumsgrenzen. Dies hängt vor allem mit folgenden Faktoren zusammen:

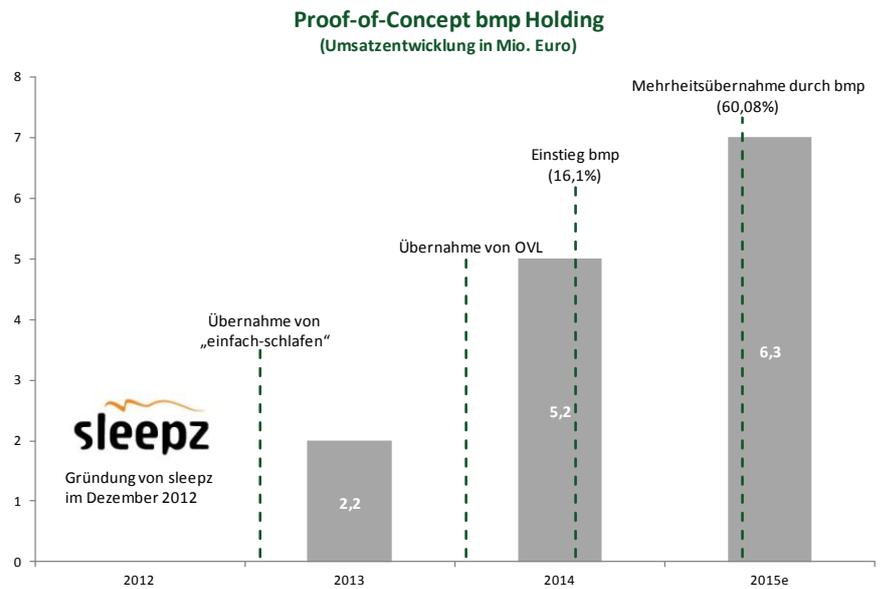
- **Die steigenden technologischen Anforderungen** (z.B. die Optimierung der Shops für den mobilen Zugriff bzw. unterschiedliche Betriebssysteme) sind für kleine Marktteilnehmer nur schwer umzusetzen. Die Verlagerung der Bestellungen auf mobile Endgeräte stellt somit eine große Herausforderung für kleinere Anbieter dar.
- **Wettbewerbsnachteile aufgrund von fehlender Finanzkraft** sowie des Fehlens von Eigenmarken. Kleinere Anbieter konzentrieren sich auf den Handel mit Fremdmarken, die sie meist nicht einmal auf Lager haben. Fehlende Differenzierungsmerkmale durch eigene Produkte bzw. längere Lieferzeiten der kleinen Händler (kaum Eigenbestände) dürften in einem kompetitiveren Markt einen erheblichen Wettbewerbsnachteil darstellen.
- **Online- bzw. Mobile-Marketing wird** kompetitiver, die gezielte Steuerung von Marketingbudgets über die verschiedenen Kanäle wird folglich entscheidend für den Erfolg von Online-Geschäftsmodellen. Gerade kleinere Shops verfügen oftmals aber nicht über das entsprechende Know-how und dürften künftig zunehmend Probleme bei der Kundengewinnung bekommen.

bmp verfügt als börsennotiertes Unternehmen über einen Zugang zum Kapitalmarkt. Zudem sollten Verkäufe von Beteiligungen des aufgegebenen Geschäftsbereichs sukzessive zu Liquiditätszuflüssen führen. Diese Mittel werden den Tochterunternehmen zur Verfügung gestellt, um Vorräte zu finanzieren oder Investitionen in den Ausbau des Geschäfts zu tätigen.

**Erfahrung bei der Integration und Steuerung von Beteiligungen:** Erklärtes Ziel von bmp ist es, eine Unternehmensgruppe im Bereich Schlafwelten durch organisches Wachstum und Akquisitionen aufzubauen. Der Fokus liegt dabei auf Unternehmen, die bereits profitabel sind oder kurz vor der Profitabilität stehen. Die Wachstumsziele von 50-100% p.a. über die kommenden Jahre sowie das geplante Umsatzziel von 100 Mio. Euro bis spätestens 2018 dürfte nur erreicht werden, wenn es bmp gelingt, den Markt aktiv zu konsolidieren.

Der Einstieg bei sleepz zeigt, dass bmp eine Buy-and-Build-Strategie erfolgreich umsetzen kann. Neben der finanziellen Unterstützung wird aktiv an der Weiterentwicklung des Unternehmens gearbeitet. So wurde erst kürzlich die Eigenmarke Matratzenheld entwickelt. Durch diese Maßnahmen soll die Marge erhöht und eine Abgrenzung vom Wettbewerb erreicht werden (Eigenmarke ausschließlich in den Shops von sleepz erhältlich).

Im September erfolgte die Eröffnung der ersten lokalen Verkaufsstelle. Diese Strategie haben schon andere Onlinehändler erfolgreich umgesetzt (notebooksbilliger, cyberport). Die lokalen Shops stärken das Profil als Fachhändler und erhöhen das Vertrauen in die (Online-)Marke. Die folgende Grafik zeigt das Vorgehen von bmp.



Quelle: Montega, bmp Holding

Die kürzlich gemeldete Übernahme von MU unterstreicht die Ambitionen, einer der führenden Onlinehändler für das Thema Schlafwelten zu werden. bmp dürfte für die profitabel arbeitende Unternehmensgruppe einen Preis von weniger als ein Mal Umsatz gezahlt haben. Der attraktive Kaufpreis macht deutlich, dass kleinere Händler zunehmend den Wunsch haben, in größere Strukturen integriert zu werden.

## FINANZEN

### Jüngste Performance

Die Zahlen zum zweiten Quartal zeigen bereits die neue Unternehmensstruktur der bmp Holding AG auf. So ist die sleepz GmbH seit dem 01.05.2015 voll in der Gewinn- und Verlustrechnung konsolidiert. Da im Vorjahr keine operativen Umsätze in der jetzigen Form erzielt wurden, hat der Vorjahresvergleich keine Aussagekraft.

Für sich genommen konnte sleepz die Umsätze im ersten Halbjahr 2015 deutlich um 18% gegenüber dem Vorjahreswert steigern. Die Umsätze der neu gegründeten Marke Grafenfels sollten ab Q1 2016 sichtbar werden.

Die Transaktionen im Altportfolio der Mediabeteiligungen werden seit dem ersten Quartal als nicht fortgeführter Geschäftsbereich ausgewiesen. Im zweiten Quartal haben sich weitere Veränderungen ergeben. ETH wurde zum Buchwert in Höhe von 120 Tsd. Euro veräußert. Der Verkauf der Beteiligung an der börsennotierten K2 Internet hat zu Erlösen von rund 1 Mio. Euro geführt. Ein Überblick über die wichtigsten Eckdaten des ersten Halbjahres 2015 ist der folgenden Tabelle zu entnehmen.

bmp Holding AG Kennzahlen	H1 2015	H1 2014
Umsatz	1,0	0,0
EBIT	-0,4	-0,2
Nettoergebnis	0,5	-0,1
Nettoergebnis nach Anteilen Dritter	0,7	-0,1

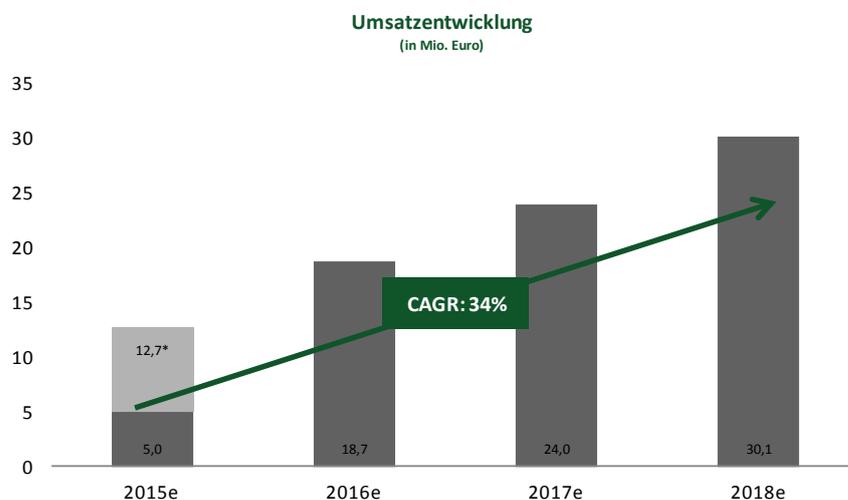
Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro

### Dynamischer Umsatzanstieg durch Konsolidierung von sleepz und MU getrieben

Die von uns prognostizierte Umsatzsteigerung auf 30,1 Mio. bis 2018 ist durch die starke organische Umsatzsteigerung von sleepz und MU bestimmt:

- **sleepz:** Nachdem das Unternehmen in 2014 einen Umsatz von 5,2 Mio. erreichen konnte, dürfte die hohe Umsatzdynamik in den kommenden Jahren weiter anhalten. So baut sleepz sowohl die Onlinepräsenz als auch das Produktportfolio weiter aus. Zuletzt wurde die Eigenmarke Matratzenheld gelauncht, die ausschließlich im Onlineshop des Unternehmens erhältlich ist. Wir gehen davon aus, dass sleepz den Umsatz bis 2018 auf 14,2 Mio. Euro steigert und damit eine durchschnittliche Wachstumsrate von ca. 32% aufweisen wird.
- **MU:** bmp hat kürzlich 60% der Anteile an der Matratzen Union-Gruppe übernommen, die auf die Bereiche Schlafwelten und Living spezialisiert ist. Das Unternehmen dürfte nächstes Jahr einen Beitrag von 8,9 Mio. Euro zur Topline von bmp leisten. In den Folgejahren dürfte das Wachstum durch die Integration in die bmp Gruppe stimuliert werden. Synergien sehen wir hier vor allem im Bereich Marketing und Logistik. Entsprechen erwarten wir auch hier einen Ausbau der Umsätze auf 14,0 Mio. Euro bis 2018.
- **Grafenfels:** Die Neugründung wird ihre operative Aktivitäten im Dezember starten. Der Vertrieb der eigenen Matratzenmarke erfolgt über [www.grafenfels.de](http://www.grafenfels.de) sowie anfänglich flankiert über die Onlineshops von sleepz und MU. Im Laufe des Jahres 2016 sollen dann weitere Händler gewonnen werden. Wir haben aufgrund des frühen Stadiums eine konservative Umsatzplanung vorgenommen, die deutlich unter den Planzahlen von bmp liegt. In 2016 erwarten wir einen Umsatz von 1,0 Mio. Euro. Bis 2018 erwarten wir eine Verdopplung auf 2,0 Mio. Euro.

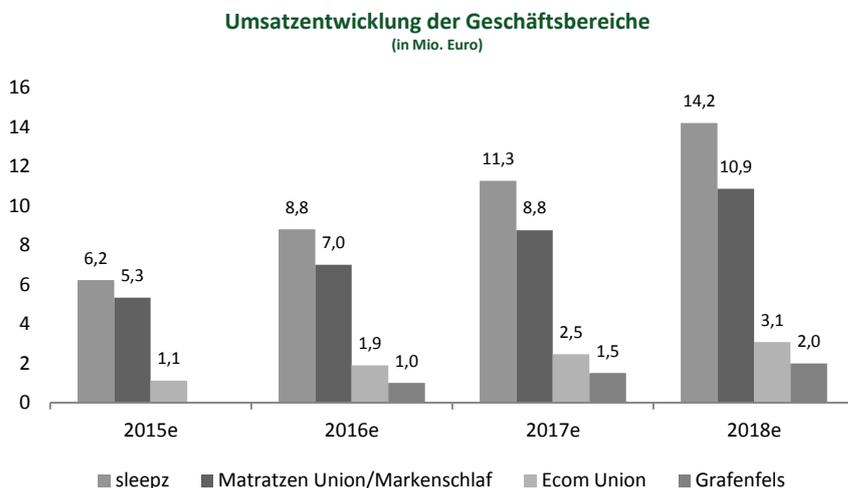
Eine detaillierte Umsatzplanung der Tochterunternehmen ist der folgenden Grafik zu entnehmen.



Quelle: Montega, bmp Holding \* pro-forma Darstellung Umsatz sleepz und MU in 2015e

Der deutliche Anstieg im nächsten Geschäftsjahr ist dabei auf Konsolidierungseffekte zurückzuführen. sleepz trägt erst per Mai 2015 zum Konzernergebnis bei, MU wird per Dezember konsolidiert. Pro-forma dürften die beiden Unternehmen in 2015 einen Umsatz von rund 12,7 Mio. Euro erzielen.

Dabei teilen sich unsere Erwartungen an die Entwicklung der einzelnen Gesellschaften wie folgt auf.



Quelle: Montega

Wir haben sowohl für sleepz als auch für Matratzen Union/Markenschlaf und Ecom Union ein marktübliches durchschnittliches Wachstum von 25-40% unterstellt. Die Zuwachsraten von Grafenfels sind basisbedingt höher. Das Unternehmen wird laut bmp im Dezember seinen Produktlaunch mit einer groß angelegten Werbekampagne begleiten und den Vertrieb aufnehmen. Die eigene Matratzenmarke soll über die Onlineshops der Gruppe und weitere Einzelhändler vertrieben werden. Wir rechnen hier mit einer Verdopplung des Umsatzes bis 2018. Unsere Prognosen beinhalten dabei - im Gegensatz zur Guidance von bmp - nur organisches Wachstum. Sollte es dem Unternehmen gelingen, Beteiligungen des

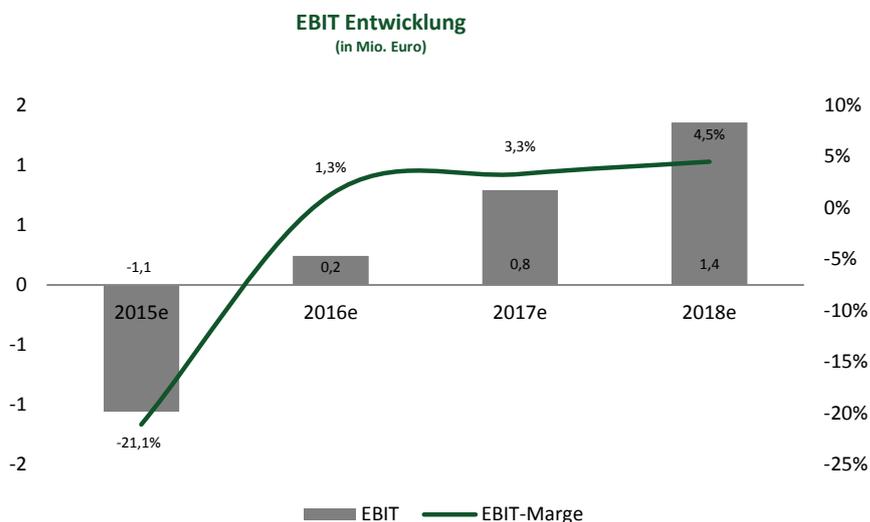
aufgegebenen Geschäftsbereichs zu veräußern und damit Liquidität freizusetzen, halten wir weitere Zukäufe im Segment Schlafwelten mit entsprechenden Umsatzbeiträgen für sehr wahrscheinlich. Die Konsolidierungstendenzen im Markt sind derzeit sehr hoch.

### Ergebnisentwicklung von E-Commerce-typischen Skaleneffekten geprägt

In Anbetracht des dynamischen Wachstums und der geschäftsmodellbedingten Skalierungseffekte gehen wir in den nächsten Jahren von einer sukzessiven Steigerung des Ergebnisses aus. Dabei sollten sich die wesentlichen Kostenpositionen wie folgt entwickeln:

- **Rohertrag:** Die Rohertragsmarge von sleepz liegt aktuell bei ca. 32% und die von MU bei 34%. Durch die steigenden Einkaufsvolumen sowie die Erhöhung des Eigenmarkenanteils gehen wir von einem leichten Anstieg der Rohertragsmarge auf knapp 35% bis 2018 aus.
- **Marketingkosten:** Beim Marketing gehen wir absolut von einem deutlichen Anstieg der Kosten im laufenden und nächsten Jahr aus. Im Verhältnis zum Umsatz dürften die Kosten allerdings deutlich zurückgehen und damit einer der wesentlichen Treiber für die prognostizierte Ergebnisverbesserung sein.
- **Verpackung und Transport:** Im laufenden Geschäftsjahr dürfte die Kostenquote bei ca. 8% liegen. Durch die Konsolidierung von MU und eine Veränderung des Produktmixes gehen wir von einem sukzessiven Rückgang auf 5% aus (2018e).
- **Personalkosten:** Ein weiterer Ergebnishebel liegt bei den Personalkosten. Derzeit sind bei sleepz 30 und bei MU 20 Mitarbeiter beschäftigt. Auch wenn wir von einer sukzessiven Aufstockung der Mitarbeiterzahl ausgehen, dürften sich die Personalkosten deutlich unterproportional entwickeln (17% aktuell vs. 9% in 2018e).

Die folgende Grafik zeigt die erwartete EBIT-Entwicklung im Detail.



Quelle: Montega

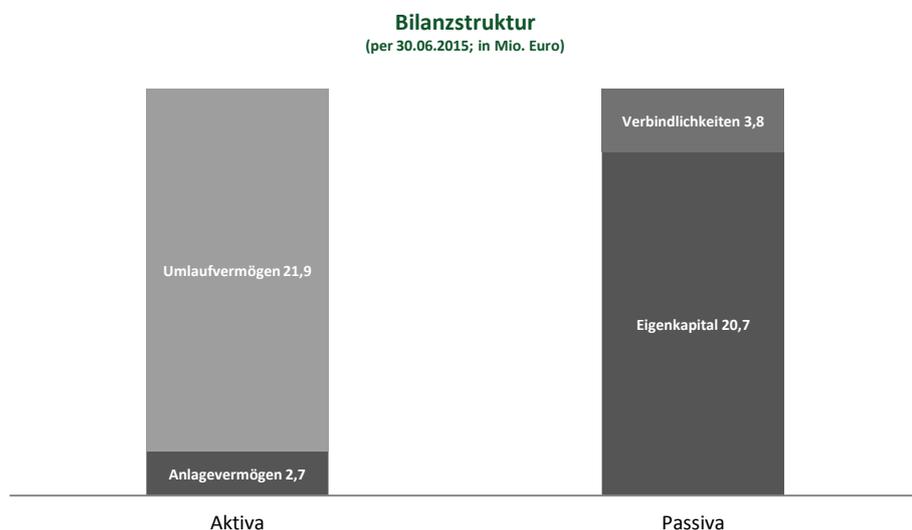
Das laufende Geschäftsjahr wird sleepz durch die Ausweitung der Marketingaktivitäten und Investitionen in den Ausbau des Geschäfts noch im negativen Bereich abschließen. Im nächsten Jahr sollte durch den Ergebnisanstieg bei sleepz und die Konsolidierung der profitablen MU ein ausgeglichenes Ergebnis erzielt werden. Ab 2017 rechnen wir mit deutlich positiven Ertragszahlen, die sich langfristig einem marktüblichen Niveau von 5 bis 6% annähern sollten.

### Bilanz

Die Bilanz der bmp Holding AG ist derzeit noch durch die Vermischung der operativen und zum Verkauf stehenden Beteiligungen verzerrt. Der Buchwert des aufgegebenen Geschäftsbereichs betrug per Ende des ersten Halbjahres 2015 mehr als 20 Mio. Euro. Damit dominiert dieser Posten aktuell noch die **Aktiva**. bmp plant, die Beteiligungen in den kommenden Quartalen en-Block oder einzeln zu veräußern. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (0,6 Mio. Euro) und Vorräte (0,5 Mio. Euro) sind weitere wichtige Posten. Das Anlagevermögen besteht im Wesentlichen aus immateriellen Vermögensgegenständen (2,5 Mio. Euro).

Künftig wird die Bilanz von bmp die typische „Asset-light“ Struktur eines internetbasierten Geschäftsmodells aufweisen. Entsprechend sollte das Umlaufvermögen auch in Zukunft den wesentlichen Teil der Aktiva ausmachen.

Die **Passiva** setzt sich aus dem Eigenkapital (20,7 Mio. Euro) sowie knapp 4 Mio. Euro Verbindlichkeiten zusammen (Darlehen in Höhe von 1 Mio. Euro, Verbindlichkeiten aus LuL von 1,2 Mio. Euro sowie 0,4 Mio. Euro sonstige Verbindlichkeiten).



Quelle: bmp Holding

Die Bilanz der bmp Holding AG verfügt darüber hinaus über eine attraktive stille Reserve, die in der Vergangenheit nicht gehoben werden konnte – einen steuerlichen Verlustvortrag von 80 Mio. Euro (wird nicht in der Handelsbilanz ausgewiesen). Als Beteiligungsgesellschaft waren die Anteilsverkäufe der bmp nicht steuerpflichtig. Daher konnten die Verluste aus den laufenden Kosten sowie aus Abschreibungen auf Beteiligungen nicht mit Gewinnen verrechnet werden, um einen Steuervorteil zu erlangen. Durch die Konsolidierung der operativ tätigen Gesellschaften ist bmp nun in der Lage, künftige Gewinne mit diesem Verlustvortrag zu verrechnen und somit diese stille Reserve zu heben.

## **BEWERTUNG**

Die Bewertung der bmp Holding ermitteln wir anhand eines SOTP-Modells. Dieses setzt sich aus einem DCF-basierten Wert der Tochtergesellschaften im Bereich Schlafmöbel und dem Buchwert des aufgegebenen Geschäftsbereichs zusammen. Das Ergebnis wird anhand eines Peergroup-Vergleichs plausibilisiert.

### **DCF-Modell**

Das DCF-Modell eignet sich am besten, um die dynamischen Wachstumsraten der Online-Töchter von bmp bewertungstechnisch abzubilden. Die deutliche Ausweitung der Topline auf 30,1 Mio. Euro bis 2018e entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 34%. Optimistische Prognosen gehen für das Segment Schlafwelten sogar von Wachstumsraten in Höhe von 30-50% aus, insofern halten wir diesen Anstieg marktbedingt für visibel.

Trotz des starken Wachstums soll bereits 2016 der Break-even erreicht werden. Ab 2017 gehen wir aufgrund der stark skalierenden Geschäftsmodelle im Online-Handel von einer sukzessiven EBIT-Ausweitung aus. Langfristig planen wir mit einer marktüblichen Marge von 6%.

Die erwartete Eigenkapitalrendite von 12% spiegelt das vergleichsweise hohe Risiko dieser gering kapitalisierten Internetgeschäftsmodelle wider. Unter der Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 30% und der allgemeinen Prämissen bezüglich der risikolosen Verzinsung ergibt sich ein WACC von 9,77%.

Zur Ermittlung der ewigen Rente wurde eine Wachstumsrate von 2,5% und eine EBIT-Marge von 6% unterstellt. Daraus ermittelt sich anhand des DCF-Modells ein fairer Wert für das operative Beteiligungsgeschäft von bmp in Höhe von rund 10,0 Mio. Euro.

## DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>5,0</b>	<b>18,7</b>	<b>24,0</b>	<b>30,1</b>	<b>35,5</b>	<b>40,5</b>	<b>43,8</b>	<b>44,9</b>
<i>Veränderung</i>	5410,8%	272,8%	28,3%	25,6%	18,0%	14,0%	8,0%	2,5%
<b>EBIT</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>
<i>EBIT-Marge</i>	-21,1%	1,3%	3,3%	4,5%	4,4%	5,0%	5,5%	6,0%
<b>NOPAT</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<i>in % vom Umsatz</i>	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,4%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-0,1	-1,2	-0,3	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1
- Investitionen	-4,4	-0,5	-3,0	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<i>Investitionsquote</i>	87,7%	2,7%	12,5%	1,7%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>Übriges</b>	<b>0,0</b>							
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>-6,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
<b>WACC</b>	<b>9,8%</b>							
Present Value	-6,2	-1,2	-1,9	0,5	1,2	1,0	1,2	16,7
<b>Kumuliert</b>	<b>-6,2</b>	<b>-7,3</b>	<b>-9,2</b>	<b>-8,7</b>	<b>-7,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,4</b>	<b>11,3</b>

## Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	11,3
Terminal Value	16,7
Anteil vom Tpv-Wert	147%
Verbindlichkeiten	1,0
Liquide Mittel	0,1
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>10,4</b>

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2015-2018	81,7%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2015-2020	51,9%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2022	2,5%
EBIT-Marge	2015-2018	-3,0%
EBIT-Marge	2015-2020	-0,4%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2022	6,0%

Aktienzahl (Mio.) 20,70

**Wert je Aktie (Euro) 0,50**

+Upside / -Downside -22%

Aktienkurs (Euro) 0,64

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	7,0%
Marktrendite	12,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta 1,00

WACC 9,8%

ewiges Wachstum 2,5%

## Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,25%
10,27%	0,36	0,40	0,42	0,45	0,50
10,02%	0,39	0,44	0,46	0,49	0,55
<b>9,77%</b>	0,43	0,47	<b>0,50</b>	0,53	0,59
9,52%	0,46	0,52	0,54	0,58	0,65
9,27%	0,50	0,56	0,59	0,63	0,70

## Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2022e

WACC	5,50%	5,75%	<b>6,00%</b>	6,25%	6,50%
10,27%	0,36	0,39	0,42	0,45	0,49
10,02%	0,39	0,43	0,46	0,49	0,53
<b>9,77%</b>	0,43	0,47	<b>0,50</b>	0,54	0,57
9,52%	0,47	0,51	0,54	0,58	0,62
9,27%	0,51	0,55	0,59	0,63	0,67

Quelle: Montega

## Aufgegebener Geschäftsbereich

Das Beteiligungsportfolio im Bereich Media und Marketingservices wird zu Buch- bzw. Marktwert bewertet. bmp veröffentlicht keine detaillierte Auflistung über den Wertansatz. Allerdings ist bekannt, dass die drei größten Beteiligungen rund 47% des Buchwertes der offenen Beteiligungen auf sich vereinen. Die Buchwerte der brand eins Medien AG, der iversity GmbH und der castaclip GmbH bewegen sich laut bmp in der Spanne von 3,0 bis 3,5 Mio. Euro. Weitere wesentliche Beteiligungen dürften dailyme (MONE: 2,0 bis 2,5 Mio. Euro), Retresco (MONE 1,5 bis 2,0 Mio. Euro) und Xamine (MONE 1,0 bis 1,5 Mio. Euro) sein. Die restlichen Beteiligungen (Heliocentris, Motor Entertainment, Ubertweek, Betegy, department one, ferret go und komoot) kommen folglich auf einen Wertansatz von rund 4,0 Mio. Euro.

### Übersicht Beteiligungsportfolio (aufgegebener Geschäftsbereich)

Name	Einstiegsdatum	Anteil in %
brand eins Medien AG	02/2011	35,4%
Betegy Sp. z.o.o.	08/2012	24,7%
castaclip GmbH	08/2012	23,9%
dailyme TV GmbH	12/2007	45,0%
department one GmbH	03/2013	45,0%
ferret go GmbH	04/2013	24,8%
Heliocentris Energy Solutions AG	12/1999	1,5%
iversity GmbH	07/2011	25,3%
komoot GmbH	10/2013	8,0%
Motor Entertainment GmbH	01/2009	10,9%
Retresco GmbH	04/2012	40,6%
Ubertweek GmbH	11/2011	34,9%
Xamine GmbH	04/2010	46,3%

Quelle: Unternehmen

### SOTP-Bewertung

Die SOTP-Bewertung setzt sich aus einem DCF-basierten Wert für das operative Geschäft und dem Buch- bzw. Marktwert des Restportfolios zusammen. In Summe ergibt sich so ein Unternehmenswert von 29,4 Mio. Euro bzw. 1,42 Euro pro Aktie.

#### SOTP-Bewertung

+ Buchwert des Beteiligungsportfolio Q3 2015e	19,0
+ Operatives Geschäft	10,4
<b>= Unternehmenswert</b>	<b>29,4</b>
/ Aktien (in Mio.)	20,7
<b>= Wert pro Aktie</b>	<b>1,42</b>

Quelle: Montega

Angaben in Mio. EUR, pro Aktie in EUR

### Peergroup-Vergleich

bmp verfügte per Ende des ersten Halbjahres 2015 über liquide Mittel in Höhe von 0,1 Mio. Euro sowie zinstragende Verbindlichkeiten von rund 1,4 Mio. Euro. Im Wesentlichen bedingt durch den Einstieg bei MU dürfte die Verschuldung auf ca. 5,0 Mio. Euro angewachsen sein.

Neben den liquiden Mitteln besitzt bmp weitere werthaltige Assets, nämlich die Beteiligungen des aufgegebenen Geschäftsbereichs. Um ein aussagekräftiges Ergebnis beim Peergroup-Vergleich zu erzielen, müssen diese Werte berücksichtigt werden. bmp hat erklärt, die Beteiligungen mindestens zu Buchwert zu veräußern. Wir haben einen Abschlag von 50% auf diesen Wertansatz vorgenommen, um eine konservative Vorgehensweise abzubilden. Dies führt zu einem EV von 8,8 Mio. Euro.

Als Peergroup haben wir nationale und internationale E-Commerce-Händler herangezogen. Auch wenn sich diese in der Größe, des Produktangebots und der internationalen Ausrichtung deutlich unterscheiden, wird deutlich, dass die Aktie von bmp signifikant unterbewertet ist.

### Peergroup bmp Holding AG

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz			KGV		
		2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e
Delticom AG	22,34	0,53	0,50	0,47	53,19	22,80	18,16
Zalando SE	31,42	2,23	1,79	1,48	93,74	58,51	40,37
ASOS Plc	31,65	2,23	1,83	1,53	82,17	57,65	42,92
boohoo.com plc	0,36	2,42	1,82	1,47	43,18	33,17	26,23
YOOX Net-A-Porter Group S.p.A.	30,61	1,56	1,31	1,10	116,32	69,84	50,93
zooplus AG	122,85	1,16	0,92	0,75	112,30	70,54	41,64
windeln.de AG	11,22	0,92	0,61	0,47	neg.	neg.	131,72
bmp Holding AG	0,65	2,90	0,54	0,36	neg.	neg.	21,67
Mittelwert		1,74	1,17	0,95	83,48	52,09	46,71
<b>bmp Holding AG</b>	<b>0,64</b>	<b>1,76</b>	<b>0,47</b>	<b>0,37</b>	<b>neg.</b>	<b>64,40</b>	<b>21,47</b>
Potenzial		-1%	147%	159%	n.a.	-19%	118%
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>0,64</b>	<b>1,27</b>	<b>1,32</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,52</b>	<b>1,40</b>

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / EBITDA			EV / EBIT		
		2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e
Delticom AG	287,8	17,18	12,85	10,51	35,09	17,17	13,32
Zalando SE	6587,8	47,44	31,40	22,42	64,36	39,10	26,96
ASOS Plc	2562,0	40,02	29,84	22,93	62,55	43,88	32,49
boohoo.com plc	338,4	23,95	18,39	14,49	28,60	22,39	17,48
YOOX Net-A-Porter Group S.p.A.	2554,5	19,32	15,09	11,67	35,81	27,40	20,63
zooplus AG	843,0	64,71	42,15	26,03	69,90	45,51	27,80
windeln.de AG	167,9	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	39,72
bmp Holding AG	14,6	neg.	145,59	6,07	neg.	neg.	10,86
Mittelwert		35,44	42,19	16,30	49,38	32,57	23,66
<b>bmp Holding AG</b>	<b>8,8</b>	<b>neg.</b>	<b>20,54</b>	<b>8,57</b>	<b>neg.</b>	<b>36,34</b>	<b>11,16</b>
Potenzial		n.a.	105%	90%	n.a.	-10%	112%
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>n.a.</b>	<b>1,09</b>	<b>1,03</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,60</b>	<b>1,12</b>

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Dabei deutet der Peergroup-Vergleich für 2017e auf einen fairen Wert der E-Commerce-Aktivitäten in der Spanne von 1,03 bis 1,40 Euro hin und stützt damit das Ergebnis der SOTP-Bewertung.

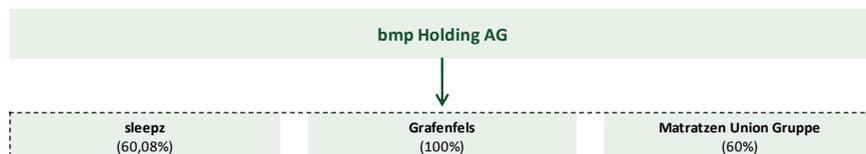
**Fazit: Sämtliche Bewertungsverfahren deuten auf eine Unterbewertung hin**

Das DCF-Modell führt für die E-Commerce-Aktivitäten zu einem Wert von rund 10 Mio. Euro bzw. 0,50 Euro je Aktie. Der Buchwert des angegebenen Geschäftsbereichs beläuft sich unseren Berechnungen zufolge auf ca. 19,0 Mio. Euro (ca. 92 Cent je Aktie).

Die bmp-Aktie notiert aktuell bei 0,64 Euro und damit deutlich unter diesem Wert. Die Unterbewertung wird auch anhand eines Peergroup-Vergleichs sichtbar, der zu einem fairen Wert für die bmp-Aktie von 1,03 Euro (EV/EBITDA 2017e) bis 1,40 Euro (KGV 2017e) führt und damit das Ergebnis der SOTP-Ermittlung stützt.

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die bmp Holding AG ist eine Industrieholding mit Sitz in Berlin. Das Unternehmen hält drei Beteiligungen im Segment Schlafwelten: Die sleepz GmbH, die Matratzen Union Gruppe und die Grafenfels Manufaktur GmbH.



Quelle: Unternehmen

Die Mehrheitsbeteiligung sleepz wird seit Mai 2015 vollkonsolidiert. Das Unternehmen ist aus der früheren muchasa GmbH hervorgegangen, bei der bmp im Juni 2014 eingestiegen ist. sleepz hat aktuell 30 Mitarbeiter und sollte in 2015 einen Umsatz von über 6,0 Mio. Euro erzielen.

Im November 2015 wurde die Mehrheitsbeteiligung an der Matratzen Union-Gruppe eingegangen. Die Unternehmen betreiben wie sleepz mehrere Onlineshops im Bereich Schlafwelten sowie einen Online-Outlet für (Schlaf-)Möbel und Dekoration. Im laufenden Geschäftsjahr 2015 dürfte die Gruppe mit ihren 20 Mitarbeitern einen Umsatz von rund 6,2 Mio. Euro erzielen. MU arbeitet bereits profitabel.

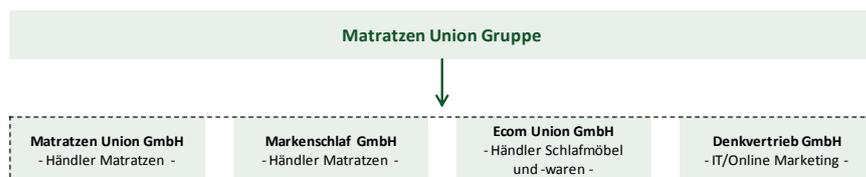
Die dritte Beteiligung Grafenfels ist eine Neugründung. Das Unternehmen plant die Produktion und den Vertrieb einer eigenen Matratzenmarke. Der Verkaufsstart sollte im Dezember 2015 erfolgen.

### sleepz

Die sleepz GmbH wurde im Dezember 2012 gegründet. Das Unternehmen ist ein Online-Händler im Bereich Schlafwelten. In den Onlineshops des Unternehmens finden sich über 50.000 Artikel. Dabei adressiert sleepz sowohl das Premiumsegment als auch den stark wachsenden Discountermarkt. Seit Mitte 2015 bietet sleepz seinen Kunden mit Matratzenheld eine eigene Matratzenmarke im Einstiegssegment, die exklusiv auf Matratzendiscount erhältlich ist. Zudem wurde im September 2015 das erste Ladengeschäft in Berlin eröffnet. sleepz dürfte mit seinen aktuell 30 Mitarbeitern im Geschäftsjahr 2015 einen Umsatz von 6,2 Mio. Euro erzielen.

### Matratzen Union Gruppe

Die Matratzen Union ist die zweite Beteiligung von bmp im Bereich Schlafwelten. Die folgende Grafik gibt einen Überblick über die Struktur des Unternehmens.



Quelle: Unternehmen

Die **Matratzen Union GmbH** und die **Markenschlaf GmbH** sind - wie sleepz - reine Onlinehändler für Schlafbedarf. Der Fokus liegt auf absatzstarken Matratzen in Standardgrößen und auf Boxspringbetten. Die Unternehmen verfügen über einen sehr guten Zugang zu den meisten namhaften Matratzenherstellern und haben über 2.500

Produkte auf Lager. Neben der schnellen Lieferung können hierdurch Preisvorteile im Einkauf erzielt werden. Mit "Wolkenwunder" und "Schlafschatz" verfügt Matratzen Union bzw. Markenschlaf zudem über exklusive Eigenmarken.

Die **Ecom Union GmbH** betreibt die Internetseite onletto.de, ein Online-Outlet für (Schlafraum-)Möbel und Dekoration. Das Unternehmen bezieht seine Produkte über MHK als Einkaufsverband. Hierbei handelt es sich um ein Netzwerk von mehr als 2.000 Handelspartnern im Möbelbereich.

Die **Denkvertrieb GmbH** fungiert als Service-Einheit der Gruppe. Die Schwerpunkte liegen im Bereich IT und Onlinemarketing.

### Grafenfels Manufaktur

Die Grafenfels Manufaktur GmbH bietet unter gleichem Namen eine eigene Matratzenmarke. Das Unternehmen hat fünf individuelle Matratzen entwickelt, denen verschiedene Farben zugeordnet sind. Grafenfels adressiert damit eine internetaffine Zielgruppe, die sich verständliche Produkte mit hohem Qualitätsversprechen wünscht. Die Matratzen werden nach Vorgabe von Grafenfels in Auftrag gefertigt. Der Vertrieb der eigenen Matratzenmarke erfolgt über [www.grafenfels.de](http://www.grafenfels.de) sowie anfänglich flankiert über die Shops von sleepz und MU. Im Laufe des Jahres 2016 sollen dann weitere Händler gewonnen werden.

### Erfahrenes Management mit profunden Kenntnissen im Segment Schlafwelten

Die bmp Holding AG verfügt über ein erfahrenes Management. Oliver Borrmann ist schon seit Gründung im Vorstand der Gesellschaft. Die Tochtergesellschaften werden von den Geschäftsführern Youssef Hassan, Martin Jungermann und Stefan Müller geleitet. Die drei sind ausgewiesene Experten im Bereich Schlafwelten und verfügen zudem über langjährige unternehmerische Erfahrungen.

**Oliver Borrmann** gründete die bmp media investor AG 1997 als Beteiligungsgesellschaft. Als Vorstand verantwortet er die Unternehmensentwicklung der Gesellschaft. Mit bmp managte er einen Parallelfonds für die KfW und begleitete mehr als 100 Investments. Daneben sammelte er einschlägige Erfahrungen als Unternehmensberater für die HBS Consulting Partners GmbH in München. Oliver Borrmann schloss das Wirtschaftsstudium der Universität St. Gallen (Schweiz) mit Prädikatsexamen ab. Neben seiner Vorstandstätigkeit bekleidet er mehrere Aufsichtsratsmandate, u.a. bei Heliocentris Energy Solutions AG und brand eins Medien AG.

In den Tochtergesellschaften verfügt die Gruppe über große Expertise im adressierten Marktsegment Schlafwelten.

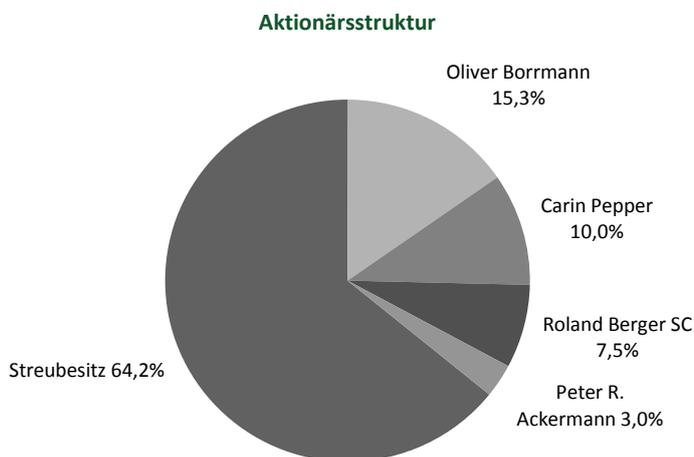
**Youssef Hassan** ist bei der sleepz GmbH als Geschäftsführer und Gesellschafter für die Bereiche Customer-Service, Produktmanagement und Fulfillment verantwortlich. Der staatlich geprüfte Betriebswirt begann seine Karriere bei Hutchison Telecom und wechselte dann vor zwölf Jahren in die Bettwarenbranche, wo er u.a. für den Hersteller Fey & Co. in Aleppo (Syrien) einen Matratzenbetrieb aufbaute und leitete. Seit 2003 ist Youssef Hassan im E-Commerce tätig und hat über die Jahre mehrere Unternehmen im Handelsegment für Schlafbedarf aufgebaut und geleitet.

**Martin Jungermann**, Geschäftsführer der Matratzen Union GmbH, begann 1994 mit einer Ausbildung zum Industriekaufmann bei der Klute GmbH Schlafsysteme erste Erfahrungen im Marktsegment Living/Schlafwelten zu sammeln. Seitdem war der staatlich geprüfte Betriebswirt im Verkauf, als Verkaufsleiter und als Hausleiter bei der Firma Möbel Schaumann, als Filialleiter bei der Unternehmensgruppe Gebers und als Gründer in dem Bereich Living/Schlafen tätig. Seit 2011 ist Martin Jungermann unter anderem als geschäftsführender Gesellschafter für die Markenschlaf GmbH, Matratzen Union GmbH und Ecom Union GmbH verantwortlich.

**Stefan Müller** ist der Geschäftsführer von Grafenfels Manufaktur. Er hat seine Karriere als gelernter Werkzeugmechaniker bei der Siemens AG im Jahr 1991 begonnen und in den folgenden Jahren wertvolle Berufserfahrung unter anderem als Teamleiter im Formbau bei der Johann Czotscher GmbH, als Betriebsleiter bei der Geyer Köln GmbH und Vertriebsleiter bei der Schwarzfilm Berlin Postproduction GmbH gesammelt. In der Geschäftsführung mit wichtiger Personal- und Budgetverantwortung war Stefan Müller seit 2004 einige Jahre bei der CinePostproduction GmbH aktiv, bevor er als freiberuflicher Unternehmensberater bei der CT-Formpolster GmbH im Bereich Business Development und Vertrieb E-Commerce tätig war.

### Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der Aktiengesellschaft teilt sich in 20.701.174 nennwertlose Stückaktien auf. Mit 15,30% ist Gründer und Vorstand Oliver Borrmann größter Einzelaktionär des Unternehmens. Weitere bedeutende Investoren sind Carin Pepper (10,04%), Roland Berger Strategy Consultants GmbH (7,46%) und Peter R. Ackermann (3,00%). Der Streubesitz liegt bei 64,20%. Das nachfolgende Diagramm zeigt die aktuelle Aktionärsstruktur.



Quelle: Unternehmen

## ANHANG

G&V (in Mio. Euro) bmp Holding AG	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>0,1</b>	<b>5,0</b>	<b>18,7</b>	<b>24,0</b>	<b>30,1</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>0,1</b>	<b>5,0</b>	<b>18,7</b>	<b>24,0</b>	<b>30,1</b>
Buchwertabgang/Materialaufwand	0,1	3,4	12,5	15,9	19,7
<b>Rohertrag</b>	<b>0,0</b>	<b>1,6</b>	<b>6,2</b>	<b>8,1</b>	<b>10,4</b>
Personalaufwendungen	0,1	0,9	1,9	2,2	2,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,3	1,9	4,1	5,2	6,3
Sonstige betriebliche Erträge	3,9	0,1	0,2	0,2	0,3
<b>EBITDA</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
<b>EBITA</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
<b>EBIT</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>
Finanzergebnis	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
<b>EBT</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>
EE-Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-0,3	-1,2	0,0	0,6	1,0
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>
Anteile Dritter	0,0	-0,6	-0,2	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) bmp Holding AG	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Aktiviert Eigenleistungen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Buchwertabgang/Materialaufwand	108,1%	68,0%	66,7%	66,2%	65,5%
<b>Rohertrag</b>	<b>-8,1%</b>	<b>32,0%</b>	<b>33,3%</b>	<b>33,8%</b>	<b>34,5%</b>
Personalaufwendungen	68,1%	17,0%	10,0%	9,0%	9,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4680,2%	37,0%	22,0%	21,5%	21,0%
Sonstige betriebliche Erträge	4299,9%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>EBITDA</b>	<b>-456,6%</b>	<b>-20,0%</b>	<b>2,3%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,5%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,3%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>EBITA</b>	<b>-459,9%</b>	<b>-21,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,0%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,1%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>EBIT</b>	<b>-459,9%</b>	<b>-21,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,5%</b>
Finanzergebnis	142,9%	-2,0%	-1,1%	-0,8%	-0,7%
<b>EBT</b>	<b>-317,0%</b>	<b>-23,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,8%</b>
EE-Steuern	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-317,0%	-23,1%	0,2%	2,5%	3,5%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-317,0%</b>	<b>-17,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>
Anteile Dritter	0,0%	-12,0%	-1,1%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-317,0%</b>	<b>-5,2%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) bmp Holding AG	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	4,0	4,1	4,2	4,2
Sachanlagen	0,0	0,4	0,6	0,8	0,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>18,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>
Vorräte	0,0	1,0	1,7	2,4	3,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,4	1,2	1,3	1,4
Liquide Mittel	0,1	0,2	0,9	2,1	3,5
Sonstige Vermögensgegenstände	2,6	19,8	17,8	16,8	15,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>2,6</b>	<b>21,4</b>	<b>21,6</b>	<b>22,6</b>	<b>23,7</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>21,1</b>	<b>25,8</b>	<b>26,3</b>	<b>27,5</b>	<b>28,9</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>19,9</b>	<b>19,6</b>	<b>19,8</b>	<b>20,4</b>	<b>21,6</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Rückstellungen	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,2	4,4	4,4	4,4	4,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,0	1,3	1,6	2,1	2,4
Sonstige Verbindlichkeiten	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>1,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>21,1</b>	<b>25,8</b>	<b>26,3</b>	<b>27,5</b>	<b>28,9</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) bmp Holding AG	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	15,5%	15,6%	15,2%	14,7%
Sachanlagen	0,0%	1,6%	2,3%	2,9%	3,2%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>87,4%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,9%</b>	<b>18,1%</b>	<b>17,9%</b>
Vorräte	0,0%	3,9%	6,5%	8,7%	10,4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0%	1,6%	4,6%	4,7%	4,8%
Liquide Mittel	0,3%	0,9%	3,4%	7,5%	12,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	12,2%	76,7%	67,7%	61,1%	54,7%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>12,5%</b>	<b>83,0%</b>	<b>82,1%</b>	<b>82,0%</b>	<b>82,2%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>94,2%</b>	<b>76,0%</b>	<b>75,1%</b>	<b>74,3%</b>	<b>74,7%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>
Rückstellungen	4,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,9%	17,1%	16,7%	16,0%	15,2%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	5,9%	23,5%	24,2%	25,0%	24,8%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,9%</b>	<b>23,5%</b>	<b>24,2%</b>	<b>25,0%</b>	<b>24,8%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) bmp Holding AG	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,3	-0,9	0,0	0,6	1,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	-0,9	-0,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,2	0,0	2,0	1,0	1,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>
Veränderung Working Capital	0,1	-0,1	-1,2	-0,3	-0,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>
CAPEX	0,0	-4,4	-0,5	-0,5	-0,5
Sonstiges	-2,0	1,9	0,1	0,1	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,2	4,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>3,5</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kennzahlen bmp Holding AG	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Ertragsmargen</b>					
Rohertragsmarge (%)	-8,1%	32,0%	33,3%	33,8%	34,5%
EBITDA-Marge (%)	-456,6%	-20,0%	2,3%	4,3%	5,5%
EBIT-Marge (%)	-459,9%	-21,1%	1,3%	3,3%	4,5%
EBT-Marge (%)	-317,0%	-23,1%	0,2%	2,5%	3,8%
Netto-Umsatzrendite (%)	-317,0%	-23,1%	0,2%	2,5%	3,5%
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	-2,2%	-4,7%	1,0%	3,4%	5,9%
ROE (%)	-1,6%	-1,3%	1,2%	3,0%	5,0%
ROA (%)	-1,4%	-1,0%	0,9%	2,2%	3,6%
<b>Solvenz</b>					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	1,0	4,4	3,7	2,5	1,1
Net Debt / EBITDA	-2,4	-4,4	8,6	2,5	0,6
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-0,8	-6,0	0,5	1,0	1,4
Capex / Umsatz (%)	0%	88%	3%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	-32%	1%	4%	6%	6%
<b>Bewertung</b>					
EV/Umsatz	93,9	1,7	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	-	-	19,9	8,3	5,2
EV/EBIT	-	-	35,1	10,8	6,3
EV/FCF	10,4	144,8	16,1	8,3	5,9
KGV	-	-	63,0	21,0	12,6
P/B	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)



## Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Ersteinschätzung (Kaufen)	18.11.2011	0,66	1,60	+142%
Kaufen	20.02.2012	0,63	1,60	+154%
Kaufen	13.03.2012	0,73	1,60	+120%
Kaufen	30.04.2012	0,75	1,60	+113%
Kaufen	20.08.2012	0,75	1,25	+67%
Kaufen	08.11.2012	0,66	1,15	+74%
Kaufen	17.01.2013	0,62	1,20	+94%
Kaufen	14.03.2013	0,83	1,20	+44%
Kaufen	20.08.2013	0,67	1,10	+64%
Kaufen	30.08.2013	0,71	1,10	+56%
Kaufen	24.10.2013	0,75	1,10	+48%
Kaufen	02.12.2013	0,78	1,35	+73%
Kaufen	03.02.2014	0,98	1,35	+38%
Kaufen	15.05.2014	0,83	1,30	+56%
Kaufen	30.07.2014	0,79	1,30	+65%
Kaufen	20.10.2014	0,72	1,30	+80%
n.a.	05.02.2015	0,70	n.a.	n.a.
n.a.	27.04.2015	0,77	n.a.	n.a.
Kaufen	19.05.2015	0,80	1,30	+63%
Kaufen	28.08.2015	0,66	1,30	+96%
Kaufen	16.11.2015	0,64	1,40	+117%