

13. Februar 2024

Transformation par excellence

Nach vier Generationen "brick&mortar" verbleibt nur eine Konstante: die Profitabilität

Empfehlung	Kaufen
Kursziel	9,00 EUR
Kurspotenzial	49%
Aktien Daten	
Kurs (Schlusskurs Vortag)	6,04
Aktienzahl (in Mio.)	17,3
Marketkap. (in Mio. EUR)	104,3
Handelsvolumen (Ø 3 Monate; in Tsd.)	8,8
Enterprise Value (in Mio. EUR)	138,2
Ticker	TPG
Guidance	
Umsatz (in Mio. EUR)	440,0
adj. EBITDA (in Mio. EUR)	20

Aktienkurs (EUR)



Aktionärsstruktur

Freefloat	ca. 20%
Dr. Benner Holding	ca. 80%
-	-
-	-
-	-

Termine

vorl. Zahlen 2023	26. April 2024
GB 2023	17. Mai 2024
Q1 Bericht	29. Mai 2024

Prognoseanpassung

	2023e	2024e	2025e
Umsatz (alt)	440,5	469,4	499,8
Δ	-	-	-
EBIT (alt)	10,6	14,6	18,6
Δ	-	-	-
EPS (alt)	0,22	0,39	0,54
Δ	-	-	-

Analyst

Nils Scharwächter
+49 40 4111 37 86
n.scharwaechter@montega.de

Publikation

Erststudie 13. Februar 2024

Transformation *par excellence* - nach vier Generationen "brick&mortar" verbleibt nur eine Konstante: die Profitabilität

Die The Platform Group AG (TPG) gehört dank der eigenentwickelten Plattform-Software in Verbindung mit einem Full-Service-Ansatz entlang der gesamten E-Commerce-Wertschöpfungskette nicht nur zu den schnellstwachsenden, sondern vor allem zu den wenigen konsequent profitablen Playern im Online-Handel.

Wenngleich der Aufschwung von Plattform-Geschäftsmodellen bereits Jahre zurück liegt, verfügt nach wie vor ein Großteil der Einzelhändler über keinen Online-Absatz. Dabei variieren jedoch die Durchdringungsraten in den verschiedenen Produktkategorien stark, weshalb diverse Branchen erst künftig von der strukturellen Umsatzverschiebung aus dem brick&mortar hin zum Online-Handel profitieren dürften. Während der Fashion-Bereich insgesamt bereits eine hohe Online-Penetration aufweist (>40%), liegt die Luxussparte in diesem Bereich noch weit dahinter. In weiteren für die TPG entscheidenden Einzelhandelssegmenten wie u.a. dem Möbelhandel mit einem Online-Anteil von <20% wird das Potenzial deutlich. Wir erwarten nach dem deutlichen Anstieg in 2022 sowie 2023e mit jeweils >30% yoy durch die Positionierung in wachstumsstarken Kategorien einen Top Line-Zuwachs von 6,4% p.a. (CAGR 2024-26).

Mit den Wurzeln im stationären Schuhhandel bietet die TPG ihren Partnern Plattform-Lösungen an, die insbesondere die wesentlichen Herausforderungen der kleineren Offline-Händler im Online-Universum adressieren - fehlende Online-Reichweite, fehlendes Know-how und Knappheit jeglicher Kapazitäten. Dies berücksichtigend liefert die Gruppe ein "rundum-sorglos"-Paket (u.a. Anbindung, Produktfotografie, Retouren), durch das den Händlern Zugang zum Online-Absatz ermöglicht wird. Mit dem 360°-Lösungsansatz ist die TPG weniger eine Marktplatzlösung, sondern positioniert sich vielmehr als "Enabler". Hinsichtlich der Konnektivität ist die TPG den eher großvolumig orientierten Wettbewerbern (u.a. Zalando) voraus. Während TPG die Schnittstellen zu >55 ERP-Systemen ermöglicht, liefert Zalando bspw. nur die gängigen ERP-Anbindungen wie SAP. Dass die "Extrameile" von den mittlerweile >5.500 Partnern aus dem Einzelhandel geschätzt wird, illustriert u.a. der starke Zuwachs (CAGR 2019-22: +44,9%).

Wesentliche Wachstumssäule ist neben dem Partnergeschäft die Buy&Build-Strategie, die 3-8 Transaktionen p.a. vorsieht und wodurch das Unternehmen ihre Plattform von derzeit 19 auf min. 30 Verticals bis Ende 2025 ausrollen möchte. Zuletzt hatte die TPG ihre Transformations- und Restrukturierungsexpertise bei fashionette unter Beweis gestellt, die durch ein konsequentes Maßnahmenpaket in kürzester Zeit wieder in die operative Gewinnzone geführt wurde. Als antizyklischer Investor übernimmt die TPG i.d.R. niedrig bewertete Online-Händler, leitet Restrukturierungsmaßnahmen zur Kostensenkung ein, transformiert in Richtung Plattform-Modell und setzt durch sukzessive Erhöhung des Anteils von Drittanbietern Working Capital frei.

Sowohl der Fokus auf Nischenmärkte mit hohen Warenkörben und/oder geringer Preistransparenz als auch die Grundsatzentscheidung, i.d.R. keine eigenen Warenbestände zu führen, erlauben auch im Online-Handel attraktive Margenprofile. Ergebnisseitig hat die Gruppe für 2023 ein adj. Pro-Forma EBITDA von min. 20 Mio. EUR in Aussicht gestellt. Mittelfristig avisiert der Konzern eine adj. EBITDA-Marge von 7-10%, was der TPG (exkl. fashionette) bereits zum H1/23 gelungen ist (10,3%).

Wir sehen die Aktie im Hinblick auf die ausnahmslos ausgewiesene Profitabilität, das asset- und capital-light Geschäftsmodell, den damit einhergehenden visiblen Cashflow-Perspektiven und den im Modell nicht berücksichtigten Akquisitionen als nicht fair gepreist an. Die Unterbewertung bestätigt auch unser Peergroup-Vergleich, der für 2024 eine Bewertungsspanne von 8,00-12,40 EUR aufweist (EV/Umsatz bzw. EV/EBITDA). Daher nehmen wir die TPG-Aktie mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel i.H.v. 9,00 EUR in unsere Coverage auf, was einem Upside von 49% entspricht.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	240,7	333,2	440,5	469,4	499,8
Veränderung yoy	64,0%	38,4%	32,2%	6,6%	6,5%
EBITDA	7,4	10,4	20,6	25,1	29,1
EBIT	2,3	1,1	10,6	14,6	18,6
Jahresüberschuss	0,4	-0,1	3,8	6,7	9,3
Rohertragsmarge	34,3%	33,2%	31,9%	31,8%	31,7%
EBITDA-Marge	3,1%	3,1%	4,7%	5,3%	5,8%
EBIT-Marge	0,9%	0,3%	2,4%	3,1%	3,7%
Net Debt	34,9	31,2	57,8	37,6	24,3
Net Debt/EBITDA	4,7	3,0	2,8	1,5	0,8
ROCE	3,0%	0,9%	6,8%	8,4%	11,2%
EPS	0,02	-0,01	0,22	0,39	0,54
FCF je Aktie	-1,21	0,75	2,18	1,17	0,77
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	18,7	13,2	6,7	5,5	4,7
EV/EBIT	61,2	129,2	13,0	9,5	7,4
KGV	302,0	n.m.	27,5	15,5	11,2
KBV	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 6,04 EUR

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Investment Case	4
Strukturelles Wachstum voraus – Online in Nischenmärkten unterrepräsentiert	7
360°-Ansatz schafft attraktive Positionierung in profitablen Nischen	9
M&A als zentrale Wachstumssäule – best practice: fashionette	12
Sondereffekt beflügelt Top Line in 2023 – auch mittelfristig hoch einstellige Wachstumsraten voraus	14
Skalierungspotenzial ebnet den Weg in Richtung EBITDA-Margenziel	18
Bilanz zeichnet ein deutliches Bild der Buy&Build-Strategie	21
Working Capital-Freisetzung durch Reduzierung der Vorräte	22
Free Cashflow von Working Capital-Effekt in 2023/24 beflügelt	22
Enttäuschende Börsenhistorie der fashionette belastet	23
Bewertung	24
Fazit	24
SWOT	25
Stärken	25
Schwächen	25
Chancen	25
Risiken	25
Bewertung	26
DCF-Modell	27
Peergroup-Vergleich	28
Unternehmenshintergrund	30
Key Facts	30
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	31
Konzernstruktur	31
Segmentberichterstattung	32
Management	34
Aktionärsstruktur	34
Financials	35
DCF-Modell	35
Gewinn- und Verlustrechnung	36
Bilanz	37
Kapitalflussrechnung und Kennzahlen	38
Disclaimer	39

Investment Case

Die The Platform Group AG (TPG) mit Sitz in Düsseldorf gehört u.a. dank einer äußerst dynamischen Buy&Build-Strategie (>20 Akquisitionen seit 2018) zu einem der schnellstwachsenden Plattform- und Softwarespezialisten Deutschlands. Mit Gründung in 1882 blickt das Familienunternehmen auf eine mehr als 140-jährige Unternehmensgeschichte, die über vier Generationen mit nahezu identischem Geschäftsmodell - dem stationären Schuhhandel - geführt wurde. Erst nach Übernahme der Geschäftsführung in 2012 durch Herrn Dr. Benner, der das traditionsreiche Familienunternehmen in fünfter Generation führt, leitete das Management einen strategischen Turnaround in die Wege, dessen Erfolg sich rückblickend in dem kontinuierlich profitablen Wachstumskurs niederschlägt.

Entgegen der Überzeugung der Familie eröffnete Herr Dr. Benner einem lokalen Schuhgeschäft (erster Test-Partner) mit Hilfe einer eigenentwickelten Softwarelösung die Möglichkeit, das ohnehin stationär eingelagerte Artikelsortiment auch online anzubieten. Nachdem bereits am ersten Tag über 70 Bestellungen eingingen, zeigte sich das enorme Potenzial in der Anbindung der Offline-Händler, weshalb die TPG schon damals einen Großteil der finanziellen sowie personellen Ressourcen auf die Weiterentwicklung der Software fokussierte. Dieser Erfolg der reinen E-Commerce-Lösung konnte bei weiteren Partnern wiederholt werden. Ausgelöst durch eine starke Nachfrage auf Händlerseite entstand schließlich der strategische Ansatz, eine Plattform zu etablieren, um die Offline-Partner mit den Endkunden skalierbar zu verbinden. Mit dem Go-Live von Schuhe24 in 2013 erfolgte dann die Umsetzung. Finaler Schritt in der digitalen Transformation war dann, dass sich das Management gedanklich von dem Produkt (Schuhe und Lederwaren) löste und vielmehr die Plattform-Software in den Fokus rückte, wodurch der sukzessive Roll-out in diverse Branchen ermöglicht wurde (derzeit 19 Verticals sowohl B2C als auch B2B). Was anfänglich den Eindruck einer fehlenden Fokussierung aufkommen ließ, kann heute als mutiger Schritt angesehen werden, der sich ausgezahlt hat. So entwickelte sich das Unternehmen von einem produktfokussierten Plattform-Anbieter zu einem Betreiber eines stark diversifizierten Ecosystems. Diese beeindruckende Transformation von einem traditionsreichen Familienunternehmen zu einem hoch skalierbaren Plattform-Geschäftsmodell trägt u.E. die deutliche Handschrift des CEOs, der mit 3-8 Akquisitionen p.a. ein anhaltend hohes Wachstumstempo in Aussicht stellt.

Key Facts

Sektor	Plattform-Software
Ticker	TPG
Mitarbeiter	rd. 680
Umsatz	440,5 Mio. EUR
adj. EBITDA	20,6 Mio. EUR
adj. EBITDA-Marge	4,7%
Geschäftsmodell	Ermöglicht stationären Einzelhändlern durch die Plattform-anbindung sofortigen Zugang zu zahlreichen reichweitenstarken Online-Absatzkanälen wie Amazon sowie ebay und agiert hierbei aufgrund der umfangreichen Serviceleistungen als 360°-Anbieter (u.a. Pricing, Marketing, Produktfotos). Zudem verfolgt die TPG als "serial-acquirer" eine dynamische M&A-Strategie.
Kernkompetenz	Das Unternehmen hat sich auf die Entwicklung und das Betreiben von Plattformen sowie zur Anbindung notwendiger Schnittstellen-Software spezialisiert.
Kundenstruktur	TPG bedient mit den zahlreichen Plattformen sowohl Firmenkunden im B2B- als auch den Endkunden im B2C-Geschäft. Die Kundenstruktur variiert hier in den einzelnen Märkten stark, jedoch sind die Plattform-Lösungen insbesondere für KMUs attraktiv, da dort meist sowohl Ressourcen als auch Know-how nicht vorhanden sind (>5.500 Partner).

Quelle: Unternehmen

Stand: Geschäftsjahr 2023e

Trotz der teils sehr unterschiedlichen Branchen (u.a. Möbel, Mode, Gebrauchtmachines, Fahrräder, Auto-Abonnements) gleichen sich die Beweggründe für die angeschlossenen Partner. Wenngleich der Aufschwung moderner Plattform-Geschäftsmodelle bereits Jahre zurück liegt, ist in nahezu allen Branchen ein Großteil der Händler noch nicht online vertreten. Eben diese zumeist kleinen bis mittelgroßen (Offline-)Anbieter in fragmentierten Nischenmärkten adressiert die TPG. Zentrale Herausforderungen dieser stationären Händler sind das fehlende Know-how, die nicht vorhandenen Kapazitäten sowie der Mangel an organischer Reichweite, weshalb für die Händler der Online-Absatzkanal bisher aus Kosten-Nutzen-Gesichtspunkten nicht attraktiv war. Die TPG verfolgt hier einen Full-Service-Ansatz und übernimmt für die Partner jegliche systemseitige sowie prozessuale Betreuung (von der technischen Anbindung bis zur Produktfotografie, dem Waren-Management, Shipping, Retouren sowie Payment). Damit bietet der Technologie- und Softwarespezialist vielmehr eine vollintegrierte Transaktionsplattform als "nur" einen Marktplatz.

Durch Anbindung an eine der TPG-Plattformen erhält der Händler die Möglichkeit, das ohnehin für das stationäre Geschäft gelagerte Inventar zusätzlich und risikolos den Online-Kunden zur Verfügung zu stellen, wodurch i.d.R. eine signifikant höhere Reichweite erzielt wird als mit einem eigenen Webshop (Vertrieb erfolgt auf >50 reichweitenstarken Kanälen von eigenen Shops bis hin zu ebay und Amazon). Mit diesem Ansatz aggregiert die TPG das Inventar der Offline-Partner zu fest verhandelten Einkaufskonditionen und kann mithilfe der eigenen Marketing-Expertise eine Artikelvielfalt bieten, ohne eigene Warenbestände zu führen. Sobald der Kunde die Bestellung platziert, wird TPG Eigentümer der Ware und verantwortet die weiteren Prozessschritte (u.a. Transport, Retoure). Neben dem positiven Effekt der geringen Kapitalbindung im Working Capital entfällt so zusätzlich jeglicher Verkaufsdruck für die TPG, weshalb ebenso die Marketingkosten entsprechend niedrig gehalten werden können. In Verbindung mit dem Fokus auf hochprofitable Nischenmärkte (hohe durchschnittliche Warenkörbe und/oder geringe Preistransparenz) ist es der Gruppe möglich, attraktive Margenprofile deutlich oberhalb der prominenten Wettbewerber wie Zalando oder Asos zu erzielen (2022 EBITDA-Marge exkl. fashionette: 6,3% vs. Zalando: 2,0% vs. Asos: negativ).

Neben der Anbindung von weiteren Partnern an bestehende Lösungen, verfolgt das Unternehmen eine aktive M&A-Strategie, über die das Plattform-Geschäftsmodell in weiteren Branchen ausgerollt wird. Dass der durch Akquisitionen entstandene Multi-Category-Ansatz des Unternehmens bereits Früchte getragen hat, unterstreichen allein die Entwicklungen wesentlicher Finanz-KPIs sowie die mittlerweile über 5.500 angeschlossenen Partner aus 19 verschiedenen Branchen (1.600 in 2019)

Auch mit Blick nach vorn dürfte die aktive M&A-Strategie eine der wesentlichsten Wachstumssäulen der Gruppe sein. Bis Ende 2025 möchte das Unternehmen in mindestens 30 Verticals aktiv sein und mittelfristig zur Hälfte organisch (insbesondere durch die Anbindung weiterer Partner) und zur anderen Hälfte durch Übernahmen wachsen. Über den Zukauf von Online-Händlern erfolgt der Roll-out des Plattform-Ansatzes, mithilfe dessen sofortige Kostensynergien sowie positive WC-Effekte durch die Listung von Warenbeständen Dritter realisiert werden können.

Neben der wegweisenden Börsennotierung durch die Zusammenführung mit der fashionette AG mittels Reverse-IPOs erachten wir die Transaktion auf operativer Ebene als ein Paradebeispiel für die M&A-Strategie der Gruppe. Nachdem TPG im Dezember 2022 bereits 39% der Anteile aus der Hand der Private Equity-Gesellschaft GENU erworben hatte und mit Dr. Benner den neuen CEO bestellte, erfolgte im September 2023 schließlich die offizielle Zusammenführung der Unternehmen mittels Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage. Anschließend folgte auch die Umbenennung in The Platform Group AG. Wenngleich aus Sicht der TPG bei fashionette eine deutliche Unterbewertung vorlag, die bereits eine Finanzbeteiligung rechtfertigen würde, erachten wir die strategische Rationale hinter dem Zukauf insbesondere im Turnaround in Richtung einer Plattform für luxusbegeisterte Kunden. Zu Beginn wurden die defizitären Geschäftsbereiche Beauty sowie Smartwatches eingestellt, die niederländischen Logistikstandorte zusammengelegt und das Plattform-Modell implementiert, was bereits zum Jahresende mehr als 300 angeschlossene Partner zählte. Auf diese Weise ist es in kürzester Zeit gelungen, die fashionette-Gruppe zurück in die operative Gewinnzone (vor Restrukturierungsaufwendungen) zu führen.

Künftig wird das operative Geschäft der fashionette-Gruppe in dem Segment Consumer Goods ausgewiesen. Dieses stellt zwar derzeit den umsatzstärksten Bereich dar, dürfte jedoch künftig niedrigere Wachstumsraten als im Freight- sowie Industrial-Segment verzeichnen. Zusätzlich berichtet TPG die Umsätze aus dem Bereich Service & Retail Goods, was aufgrund der geringen Volumina jedoch nicht im Fokus des weiteren Wachstums stehen dürfte. Mit dem Geschäftsbericht 2023 wird die neue TPG AG erstmals einen konsolidierten Konzernabschluss vorlegen. Unsere Einschätzungen erfolgen auf Basis der uns zugänglichen Datengrundlage, die insbesondere das im Rahmen des Zusammenschlusses erstellte IDW-Gutachten umfasst. So gehen wir davon aus, dass in der Segmentberichterstattung - wie seit dem Geschäftsjahr 2021 für die TPG - die oben genannten vier Geschäftsbereiche separat ausgewiesen werden.

Übersicht der vier Segmente sowie zugehöriger Plattformen

Consumer Goods (Umsatzanteil 2023e: 59,9%)	Freight Goods (Umsatzanteil 2023e: 18,7%)	Industrial Goods (Umsatzanteil 2023e: 18,4%)	Service & Retail Goods (Umsatzanteil 2023e: 3,0%)
fashionette® (B2C)	Stylefy (B2C)	DentaTec (B2B)	Doc.Green (B2B)
TASCHEN24 (B2C)	MÖBELFIRST (B2C)	FLOTT AUTOTEILE (B2B & B2C)	aponow (B2B)
SCHUHE24 (B2C)	bike-angebot (B2C)	BEVMAQ (B2B)	KlickA (B2B)
OUTFITS 24 (B2C)	cmco e-scooter (B2B)	GINDUMAC (B2B)	Value Property Platform (B2B)
MYSTATIONARY (B2C)	GEM-S (B2B)	MPF (B2B)	teech (B2B)
DEIN JUWELIER (B2C)	ViveLaCar (B2B & B2C)	CLUNO (B2B)	10 stationäre Modegeschäfte (B2C)
ENVOGUE (B2C)			

Quelle: Unternehmen

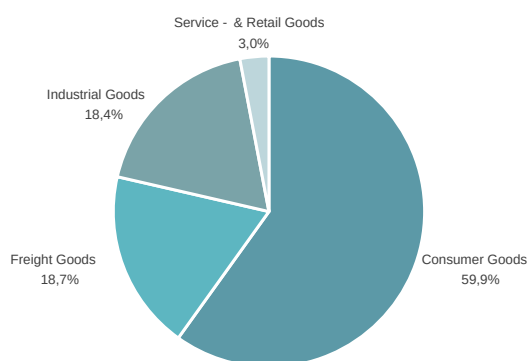
Consumer Goods (Umsatzanteil Pro-Forma 2023e: 59,9%): Als klassisches stationäres Schuhgeschäft begonnen, ist in diesem Segment die DNA der ursprünglichen TPG verankert. Mittlerweile werden hier Umsätze erfasst, die auf den vorwiegend eigenen Plattformen Schuhe24, Outfits24, Taschen24, MyStationary (zugekauft), Dein Juwelier sowie enVOGUE (exklusiv in Frankreich) durch den Verkauf von Schuhen, Taschen, Bekleidung und Modeaccessoires verschiedener Preiskategorien realisiert werden. Charakteristisch für diesen Bereich ist das direkte Endkundengeschäft (B2C) sowie, dass die Produkte keine komplexen logistischen Anforderungen aufweisen und somit der Mehrwert durch den Fokus auf die Kunden- sowie Vertrieboptimierung geschaffen wird. Hier dürften künftig auch die Umsatzbeiträge der ehemaligen fashionette-Gruppe einfließen. Der neu etablierte Plattformansatz für die fashionette (bisher Pure-Play-E-Commerce) mit dem Fokus auf ein exklusives Luxusortiment dürfte den wesentlichen Wachstumstreiber des Bereichs Consumer Goods darstellen, weshalb wir trotz der geringeren Wachstumsraten auch langfristig mehr als die Hälfte der Umsätze in diesem Segment zuordnen (2022: 76,1% vs. 2026e: 53,6%).

Freight Goods (Umsatzanteil Pro-Forma 2023e: 18,7%): Im Zentrum dieses Segments stehen Produkte, deren Distribution sich aus logistischen Gesichtspunkten als nicht trivial darstellt. Wesentlicher value-add der TPG besteht in den professionalisierten Logistikprozessen, wodurch zentrale Segment-KPIs wie die Frachtkosten pro Land oder pro Kunde optimiert werden. Das Portfolio erstreckt sich über diverse Branchen und umfasst mittlerweile Plattformlösungen bei Auto-Abonnements (ViveLaCar sowie Cluno), dem Möbelhandel (Stylefy und Möbelfirst), dem Vertrieb von Fahrrädern (bikeangebot) sowie der e-mobility-Sparte (Emco und GEM-S).

Industrial Goods (Umsatzanteil Pro-Forma 2023e: 18,4%): Die vorwiegend im B2B-Modell vertriebenen Produkte aus dem Segment Industrial Goods zeichnen sich dadurch aus, dass die entsprechenden Plattformen eine internationale Reichweite haben und Unternehmenskunden weltweit erreichen. Neben den kleineren Marken (DentaTec sowie The Cube Club für den Zahnarzt- bzw. Friseurbedarf) steht hier insbesondere der Handel mit Gebrauchtmaschinen im Fokus (MPF als Ankaufsgesellschaft, BEVMAQ für die Getränkeindustrie sowie Gindumac). Darüber hinaus ist die Gruppe über die umsatzstarke Lott im KFZ-Teilehandel aktiv (B2B & B2C).

Service- und Retail Goods (Umsatzanteil Pro-Forma 2023e: 3,0%): Dieses Segment mit vergleichsweise geringem Erlösbeitrag umfasst Plattformen, bei denen die Vergütung service- bzw. leistungsbezogen variabel erfolgt. So betreibt die Gruppe digitale Lösungen für den Apothekenbereich (z.B. Bestellplattform "KlickA"), ist an der Lernplattform teech beteiligt, verfügt über eine Plattform zur Transaktionsbegleitung von Immobilien und führt ebenfalls zehn stationäre Modegeschäfte im Bestand.

Umsatz nach Segmenten (2023e)



Quelle: Unternehmen

Gemäß den zuletzt berichteten 9M/23-Zahlen erscheint das Erreichen der kommunizierten Umsatz-Guidance (>440 Mio. EUR) ambitioniert, da nach den ersten neun Monaten Konzern Erlöse i.H.v. 284,5 Mio. EUR zu Buche standen. Wenngleich im umsatzstärksten Segment Consumer Goods das vierte Quartal durch höhere Warenwerte bei Winterkleidung und die Aktionszeiträume für rd. 1/3 der FY Top Line steht, weisen die weiteren Geschäftsbereiche i.d.R. keine saisonalen Schwankungen auf. In den letzten Monaten dürften jedoch insbesondere zwei Effekte zu einer beschleunigten Umsatzentwicklung beigetragen haben. So wurde in Q4 der Plattformansatz bei der fashionette-Gruppe implementiert, an die bereits zum Stichtag 31.12.2023 über 300 Partner angebunden waren. Darüber hinaus wurde im Rahmen der Cluno-Übernahme ein Fuhrpark von 3.200 Fahrzeugen zu einem Buchwert von etwa 54 Mio. EUR erworben. Dem konsequenten Ansatz zur Folge, keine eigenen Bestände zu führen, sollte dieser sukzessive abverkauft werden, weshalb wir für die Jahre 2023/24 jeweils von einem Sondereffekt ausgehen (28,5 bzw. 25,5 Mio. EUR). Die Ergebnisprognose des Unternehmens wirkt u.E. auf Basis des 9M-Pro-Forma-Berichts deutlich konservativer (adj. EBITDA: >20 Mio. EUR; 9M/23: 14,5 Mio. EUR). Unter der Annahme, dass die Erlös-Guidance erreicht wird, entspricht dies im Q4 einer adj. EBITDA-Marge von lediglich 3,5%, wobei diese nach 9M bereits bei 5,1% lag.

Neben den Umsatz- und Ergebniskenngrößen berichtet die Gruppe regelmäßig weitere zentrale KPIs, deren starke Entwicklung nachfolgender Tabelle zu entnehmen sind.

Nicht - finanzielle KPIs der TPG	2019	2020	2021	2022	CAGR 19-22
Site Visits (in Mio.)	46	78	119	153	49,3%
GMV - "Bruttowarenwert" (in Mio. EUR)	73,2	118,0	188,6	266,3	45,7%
Anzahl aktiver Kunden (in Mio.)	0,8	1,4	2,1	2,9	53,1%
Anzahl Bestellungen (in Mio.)	0,9	1,5	2,3	3,1	49,8%
Anzahl Händler/Partner	1.600	3.008	3.940	4.872	44,9%
Durchschnittlicher Warenkorb (in EUR)	80,4	77,6	82,6	87,0	2,7%
Retourenquote	39,2%	38,9%	32,6%	28,7%	- 9,9%

Quelle: Unternehmen

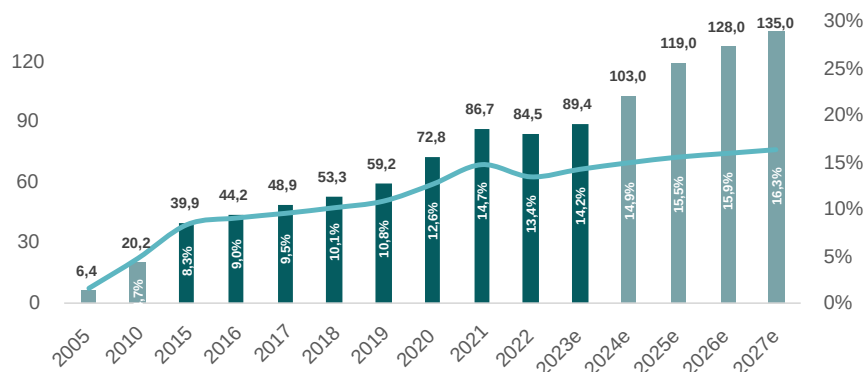
Strukturelles Wachstum voraus - Online in Nischenmärkten unterrepräsentiert

TPG ist mit seinen proprietären Softwarelösungen als Plattformbetreiber in unterschiedlichen Märkten vertreten (derzeit 19 Verticals), die sich insbesondere hinsichtlich der Wachstumsaussichten durch den Reifegrad in der Online-Durchdringung unterscheiden. Mit einem Umsatzanteil von derzeit mehr als 80% in der DACH-Region fokussiert sich die nachstehende Analyse primär auf diesen Markt.

• Nachhaltige Offline-to-Online-Verschiebung sorgt für strukturelles Wachstum:

Dass die Rolle des E-Commerce in den vergangenen Jahren stetig zugenommen hat und mittlerweile fester Bestandteil des deutschen Einzelhandels geworden ist, ist nicht zu übersehen. Mit jährlichen Wachstumsraten zwischen 2015-2019 von 10,7% konnte bereits vor der Corona-Pandemie eine deutliche Verschiebung von Verkäufen aus dem "brick-and-mortar"- in den Online-Handel beobachtet werden, da die Gesamterlöse des deutschen Einzelhandels auf deutlich niedrigerem Niveau zulegen. Dieser Trend beschleunigte sich umso stärker als der klassische stationäre Handel mit staatlich angeordneten Schließungen sowie limitierenden Verordnungen im Rahmen der Pandemie konfrontiert wurde (u.a. Kapazitätsbeschränkungen sowie Abstandsvorgaben). Dies hatte zur Folge, dass zeitweise ausschließlich Online-Umsätze verzeichnet wurden, weshalb zum einen eine Sonderkonjunktur mit enormen Zuwachsraten von 23,0% in 2020 sowie 19,2% in 2021 zu beobachten war und zum anderen hohe Investitionen in den Aufbau sowie die Professionalisierung solcher Kanäle flossen. Wengleich die hohe Vergleichsbasis in 2021 in Verbindung mit der Rückkehr der Offline-Kanäle dazu führten, dass das Jahr 2022 nicht an das Niveau anknüpfen konnte und daher einen Rückgang verzeichnete, dürfte der Online-Handel den Gesamtmarkt in den Folgejahren dank der verbesserten Customer Experience (reibungloser und bequemer Prozess von Produktauswahl bis hin zum Payment) sowie dem weitaus größeren Artikelsortiment wieder deutlich outperformen und damit nachhaltig weitere Marktanteile gewinnen. So wird eine Steigerung des Online-Umsatzes von jährlich 10,9% (CAGR 2023-27) in Aussicht gestellt, sodass in 2027 der E-Commerce-Anteil vom Gesamtmarkt in Höhe von rd. 828 Mrd. EUR bei 16,3% liegen dürfte (entspricht Online-Umsätzen von etwa 135 Mrd. EUR). Dies deckt sich mit den Prognosen des ibi-Research-Instituts, die für das Jahr 2025 einen Online-Umsatzanteil im Einzelhandel von 15,5% erwarten. Der nachfolgenden Abbildung ist zu entnehmen, dass sich ein stetiger Wachstumskurs abzeichnet, der lediglich nach der Sondersituation im Rekordjahr 2021 einen leichten Rückgang verzeichnete. Bereinigt man diesen und unterstellt ein normalisiertes Marktumfeld, ist eine umso deutlichere Aufwärtsbewegung zu erkennen, die sich wiederum auch in der hellblauen Trendlinie widerspiegelt, die den Marktanteil der Online-Umsätze am gesamten Einzelhandel illustriert.

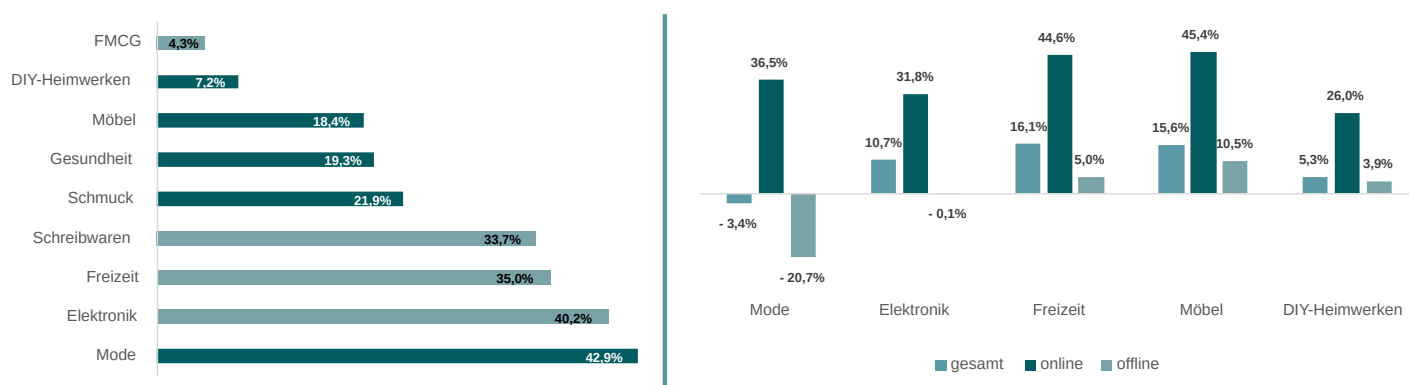
E-Commerce Marktvolumen und Umsatzanteil am Einzelhandel in Deutschland



Quelle: HDE Monitor 2023, Statista; Montega

- Online-Durchdringung variiert stark – zahlreiche Branchen mit Nachholbedarf:** Weitaus bedeutender und zudem vielversprechender ist u.E. das Wachstumspotenzial in zahlreichen bisher noch unterrepräsentierten Branchen, in denen die TPG als breit aufgestellter Software-Anbieter vertreten ist. Während der Online-Kanal in der Modeindustrie bereits seit einigen Jahren vollständig etabliert ist und zuletzt einen hohen Erlösanteil von 42,9% ausmachte, sind die Online-Durchdringungsraten sowohl in weiteren Branchen wie u.a. dem Gebrauchtmaschinenhandel oder der Möbelindustrie als auch innerhalb des Fashion-Bereichs in der für die TPG wesentlichen Luxussparte deutlich niedriger. Zudem lässt sich eine stetig steigende Kundenbereitschaft erkennen, ebenso für hochpreisige Güter auf die Online-Einkaufsmöglichkeiten auszuweichen. Folgende Grafik unterstreicht das enorme Wachstumspotenzial durch die noch niedrigen Penetrationsraten (z.B. 7,2% für DIY-Heimwerken sowie 18,4% im Möbelhandel), deren steigende Entwicklung u.E. jedoch visibel ist und somit dem Wachstumskurs der TPG Rückenwind verleihen dürfte.

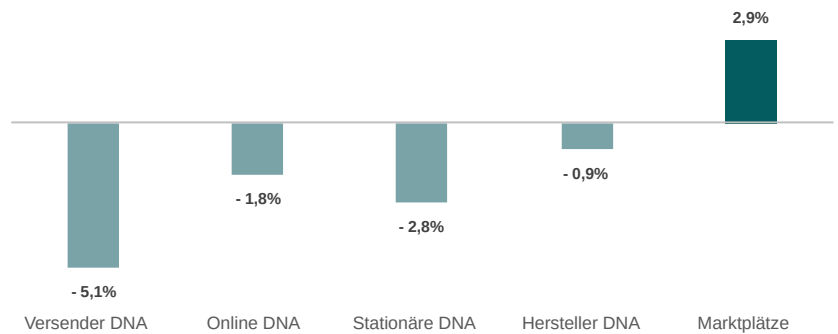
Penetrationsraten in 2022 (l.) sowie Umsatzentwicklung ggü. 2019 nach Kanälen (r.)



Quelle: HDE Monitor 2023

- Aggregatoren outperformen den Gesamtmarkt – Händler schätzen 360°-Lösung:** Ergänzend zu der generell dynamischen Marktentwicklung, den visibel zunehmenden Penetrationsraten in diversen Branchen sowie der wachsenden Online-Zahlungsbereitschaft der Kunden für hochpreisige Güter ist es für die TPG von zentraler Bedeutung, wie sich das Umfeld auf Seiten der Händler gestaltet. Wenngleich Marktplatzlösungen für den Online-Zugang seit Jahren bestehen und daher die Expansion des Online-Handels kein neues Themenfeld sein dürfte, ist nach wie vor ein bedeutender Anteil der Händler ausschließlich im stationären Geschäft vertreten. Das ist u.a. dem geschuldet, dass sich insbesondere aus Sicht der kleineren Anbieter weder das Betreiben eines eigenen Webshops noch die Anbindung an eine bestehende Lösung aus Kosten-Nutzen-Relation rentiert. Oftmals liegt dies in der Knappheit der Ressourcen begründet. Dies betrifft sowohl die reine Arbeitskapazität als auch fehlendes technisches Know-how zur Anbindung, laufenden Betreuung und Abwicklung des Online-Kanals. Außerdem können sich u.U. die Prozesse im Bereich der Warenwirtschaft und der Outbound-Logistik durch das zusätzliche Online-Geschäft verkomplizieren. Den Umfrageergebnissen des HDEs zur Folge vermeldeten in 2022 44% der stationären Händler auch E-Commerce-Transaktionen, wohingegen dies in 2010 nur 33% waren. Entgegen der steigenden Entwicklung reduzierte sich in demselben Zeitraum der Anteil der Händler, die für den Online-Absatz eigene Webshops betreiben von 77% in 2010 auf 65% in 2022. Diese Einschätzung deckt sich u.E. mit der positiven Entwicklung der Plattformen und Marktplätzen, welche trotz des allgemeinen Rückgangs in 2022 eine positive Entwicklung verzeichnen konnte. Entgegen des Gesamtmarktes, der um 2,5% zurückging, legten die über Plattformen sowie Marktplätze realisierten Umsätze nochmals um 2,9% zu, weshalb die Bedeutung dieser Geschäftsmodelle in den vergangenen Jahren stets zugenommen hat. Während der Platzhirsch Amazon zuletzt für 56% der Online-Umsätze stand, konnten die Erlöse über weitere Marktplätze um einen Prozentpunkt auf 11% in 2022 zulegen. Hier werden aus Händlersicht insbesondere diejenigen Lösungen geschätzt, die tief in die E-Commerce-Wertschöpfungskette eingreifen und somit gemäß einem Full-Service-Ansatz wenig Aufwand für die angeschlossenen Partner (Hersteller & Händler) darstellen.

yoy-Veränderungsraten in 2022 nach Online-Kanälen in Deutschland



Quelle: HDE Monitor 2023

Aussichtsreiche Marktsituation für das Geschäftsmodell der TPG: Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die marktbezogenen Rahmenbedingungen für den Software-Spezialist sowie Plattformbetreiber TPG attraktiv sind und damit das Fundament für den weiteren Wachstumskurs bilden dürften. Neben der sich ohnehin deutlich abzeichnenden Verschiebung der Umsätze in die Online-Kanäle, von denen die TPG profitieren dürfte, sind aus unserer Sicht insbesondere die Nachholeffekte in bisher unterrepräsentierten Branchen entscheidend. Bereits gut etabliert ist die TPG in den nun dynamisch zunehmenden Kategorien vertreten, in denen Händler erst beginnen, den Online-Absatzkanal für sich zu erschließen (z.B. DIY-Heimwerker).

360°-Ansatz schafft attraktive Positionierung in profitablen Nischen

Wenngleich TPG in keiner der aktuell 19 Branchen die Marktführerstellung besitzt, gelingt es dem Unternehmen, hochprofitabel zu agieren. Dies ist u.E. insbesondere auf die folgenden drei Wettbewerbsqualitäten zurückzuführen, die in der Kombination einzigartig zu sein scheinen:

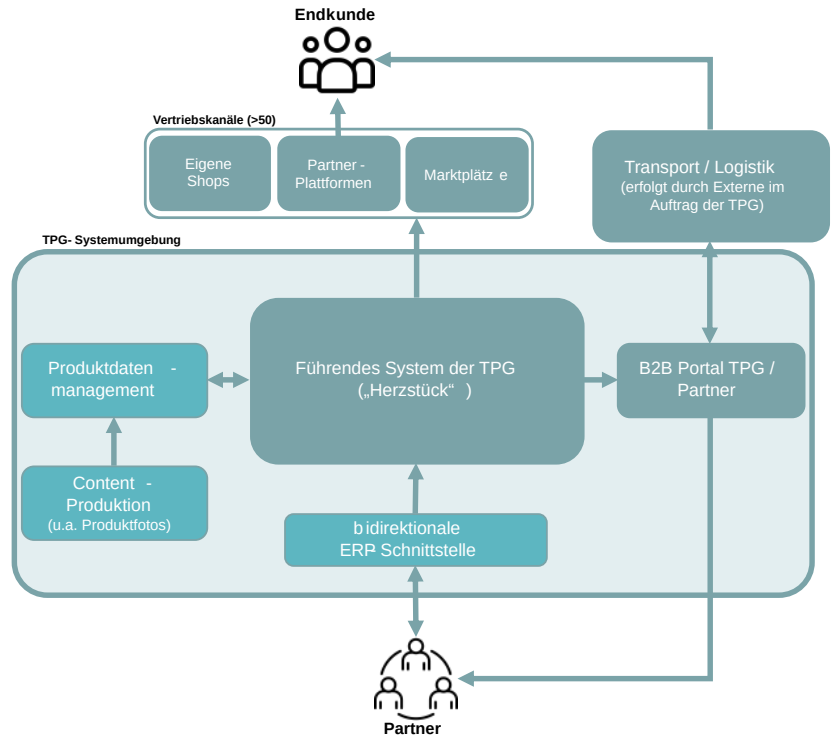
- **Proprietäre und skalierbare Software**, die eine hohe Konnektivität aufweist
- **Capital- sowie asset-light-Geschäftsmodell** (i.d.R. keine Eigenbestände)
- **Hoher Diversifizierungsgrad** reduziert Branchenabhängigkeit

1) Eigenentwickelte Software- und Plattformlösung nicht einfach zu replizieren

Mit Beginn der Transformation in Richtung E-Commerce-Anbieter verfolgte Herr Dr. Benner den Ansatz, die dafür notwendige Software selbst zu entwickeln und hierbei nur in geringem Umfang auf die Dienstleistungen Dritter zurückzugreifen. Folglich fußt die mit der Zeit optimierte und erweiterte Systeminfrastruktur auf den Entwicklungsfortschritten von mehr als 10 Jahren in-house Programmierung – derzeit sind >110 Mitarbeiter für den technischen Betrieb sowie die Weiterentwicklung verantwortlich. Den zentralen Wettbewerbsvorteil sehen wir in der Wertschöpfungstiefe, da die TPG mit den Serviceleistungen für die Partner ein "rundum-sorglos"-Paket liefert. Während Marktplatzbetreiber wie Amazon zwar aufgrund der Reichweitenstärke attraktive Verkaufsplattformen darstellen, liefern solche Anbieter weder entsprechende Systemschnittstellen noch sind weitere Services verfügbar, die hingegen als Kernleistung in der DNA der TPG verankert sind.

- **Konnektivität zu >55 ERP-Systemen:** Mit der Anbindungsmöglichkeit zu mehr als 55 ERP-Systemen und der damit einhergehenden Berücksichtigung branchenspezifischer Besonderheiten grenzt sich die TPG deutlich von Marktteilnehmern wie Zalando ab, die eine Interoperabilität zu lediglich 12 ERP-Systemen zur Verfügung stellen. Dadurch ist die Plattformlösung insbesondere für kleinere und mittelgroße Retail-Partner attraktiv, da diese oftmals nicht über "state-of-the-art" ERP-Systeme wie SAP verfügen und entsprechend von den großen Marktplatzbetreibern nicht adressiert werden. Auch künftig dürften diese Partner aufgrund der geringen Handelsvolumina für die großen Anbieter aus Kosten-Nutzen-Gesichtspunkten nicht attraktiv werden. Die TPG bietet den potenziellen Partnern dadurch ein zügiges Onboarding an, sodass für die stationären Händler ohne initiales Investment (Aufbau- und Vorlaufkosten trägt die TPG) der Zugang zu einem funktionalen Online-Kanal geschaffen wird. Nachstehender Abbildung kann der partnerorientierte Ansatz anhand der Systemumgebung nachvollzogen werden. Zur Veranschaulichung sind diejenigen Prozesse farblich hervorgehoben (in hellblau), die u.E. den besonderen Mehrwert gegenüber verfügbaren Marktplatzalternativen darstellen.

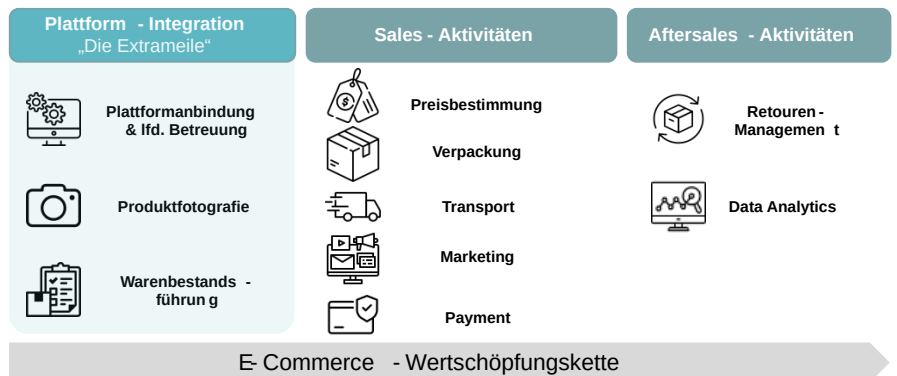
Systemarchitektur der TPG



Quelle: Unternehmen

- Entlang der gesamten E-Commerce-Wertschöpfungstiefe – die "Extrameile":** Als vollintegrierte Transaktionsplattformen liefert TPG auch über die schnelle technische Anbindung hinaus deutliche Mehrwerte gegenüber bestehenden Marktplatزالternativen und adressiert damit erneut die zentralen Herausforderungen von vorwiegend kleineren bis mittleren Händlern – Ressourcen sowie Know-how. Die Partner erhalten eine Full-Service-Lösung, die sowohl technische als auch prozessuale Komponenten umfasst. Im Rahmen der Anbindung werden beispielsweise neben den Softwareschnittstellen die Produktfotos angefertigt und das ERP-System bidirektional in der TPG-Umgebung gespiegelt, sodass ebenfalls Services rund um die Warenwirtschaft übernommen werden. Die gängigen Vertriebstätigkeiten werden ebenfalls von der TPG verantwortet (Pricing, Logistik, Marketing, Payment, Retouren etc.). Die Partner erhalten somit nach einer zweiwöchigen Onboarding-Phase Zugang zur reichweitenstarken Online-Kundschaft, welche sonst ressourcenintensiv über einen langen Zeitraum organisch aufgebaut werden müsste. Auf Basis von festen Einkaufskonditionen obliegt die Preisfindung sowie das Schalten von Marketing-Kampagnen vollumfänglich der TPG. Die Abrechnung mit dem Partner erfolgt schließlich als Monatsrechnung. Nichtsdestotrotz haben die Händler zu jeder Zeit über ein Interface Zugriff auf die Verkaufsdaten, wodurch kontinuierlich die Transparenz gewährleistet wird. Analog zu obiger Grafik sind im Folgenden diejenigen Services farblich hervorgehoben, die u.E. eine wesentliche Abgrenzung zu den standardisierten Marktplätzen darstellen.

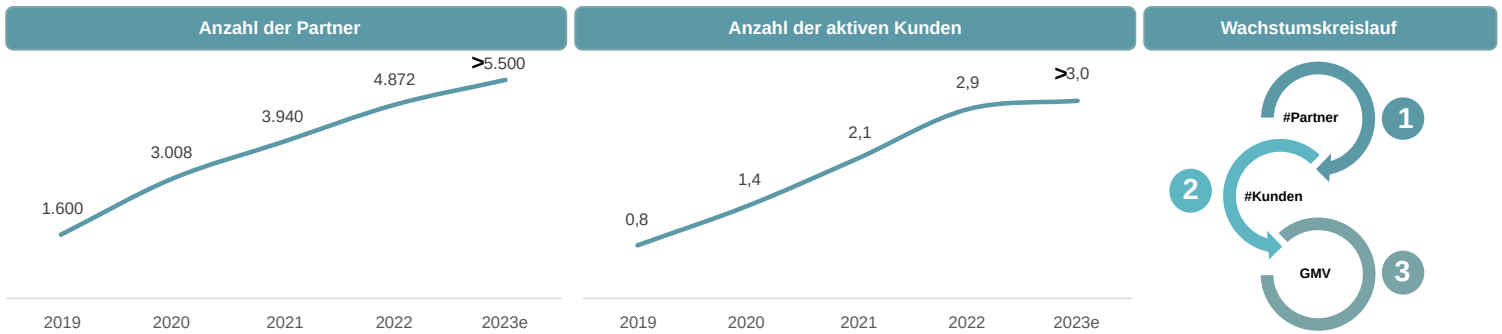
Wertschöpfungstiefe bei der TPG



Quelle: Unternehmen

Wir erachten die proprietäre Technologie aufgrund der langen Entwicklungszeit und dem Fokus auf eine hohe Konnektivität als wesentlichen Burggraben, der nicht in Kürze und ohne immense Investitionen replizierbar ist.

Dass die Lösung die Bedürfnisse der Händler trifft, unterstreicht die dynamische Entwicklung der zentralen Steuerungs-KPIs, deren weitere Entwicklung von wesentlicher Bedeutung sein wird. Hierfür können der folgenden Grafik die Zusammenhänge zwischen angeschlossenen Händlern, der Anzahl aktiver Kunden sowie dem Bruttoerlös (GMV) entnommen werden, die eine sich bedingende Wechselwirkung aufweisen. In anderen Worten sind neu angeschlossene Partner die Grundlage für weiteres Wachstum, da mit diesen das Artikelsortiment erweitert wird, wodurch wiederum die zu adressierbare Kundengruppe zunimmt, was sich positiv auf die Transaktionen und damit den GMV auswirkt. Dadurch werden letztendlich weitere Partner auf die jeweilige Plattform aufmerksam und der Zirkel beginnt von Neuem.



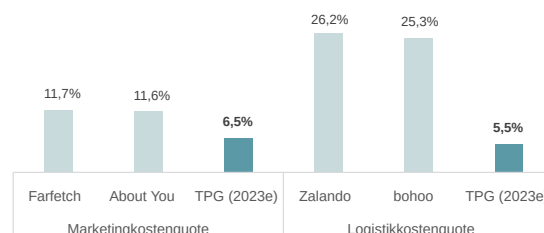
Quelle: Unternehmen

Wie obige Abbildungen veranschaulichen, ist es TPG durch die attraktive Positionierung in den einzelnen Nischen gelungen, die Anzahl der Partner sowie der aktiven Kunden in den vergangenen Jahren mehr als zu verdrei- bzw. vierfachen. Diesen positiven Trend dürfte die Gruppe u.E. - wenn auch mit abnehmenden Wachstumsraten - fortsetzen. Das vom Management kommunizierte Ziel ist es, bis Ende 2025 in mindestens 30 Verticals vertreten zu sein.

2) Seit Generationen nach dem Credo: "Wachstum ohne Profitabilität ist Unsinn"

Wie man einem Interview entnehmen kann, ist Herr Dr. Benner der festen Überzeugung, dass im Online-Handel nicht mit allen Produktgruppen profitabel gewirtschaftet werden kann (insbesondere bei Branchen mit äußerst geringen durchschnittlichen Warenkörben). Wenngleich das Portfolio von 19 Verticals durchaus breit gestreut ist, handelt es sich um ein äußerst fokussiertes Sortiment, das stets an der Profitabilität gemessen wird. Wie das verfügbare Zahlenwerk der The Platform Group unterstreicht, ist die Gruppe unter der Führung von CEO Dr. Benner stets profitabel gewesen und dies trotz des Strategiewechsels, der damit einhergehenden digitalen Transformation zu einem Plattform-Geschäftsmodell und dessen sukzessiven Roll-out in weiteren Branchen. Das Credo der Profitabilität konsequent vor Augen, fokussiert sich die TPG vorwiegend auf Nischenmärkte, in denen eine geringe Preistransparenz besteht (u.a. Gebrauchtmaschinenhandel) und/oder der Anteil der Transportkosten durch hohe durchschnittliche Warenwerte je Bestellung vergleichsweise gering ist (z.B. Luxusgüter im Möbelsegment mit Warenkörben von >4.000 EUR). Da die TPG mit Ausnahme von einem Warenlager zur Verarbeitung von Retouren im Regelfall keine eigenen Bestände führt, lässt sich - anders als bei den großen Plattformen mit eigenen Logistik- und Fulfillment Centern - keine Skalierung im Bereich der Logistik erzielen. Dadurch, dass die Plattformen in der Regel das Inventar der Offline-Partner anbieten und die TPG somit vorwiegend Fremdbestände vermarktet, kommt es nicht im Zuge des Verkaufsdrucks zu margenverwässernden Transaktionen. Folglich sehen wir den geschäftsmodell-inhärent geringen Kapitalbedarf als klaren Wettbewerbsvorteil. Dennoch gelingt es der Gruppe, im Online-Handel unüblich hohe Margenniveaus trotz fehlender Marktführerstellung zu erzielen (Mittelfristziel von 7-10% adj. EBITDA-Marge, die bereits in der Vergangenheit ausgewiesen werden konnte). Der Vergleich zu ausgewählten Wettbewerbern verdeutlicht die geringen Kostenquoten. Hierbei wurden die zuletzt verfügbaren Daten der Konkurrenten mit den für 2023 erwarteten Kostenquoten für die TPG (exkl. der fashionette) ins Verhältnis gesetzt. Dies ist jedoch nicht auf z.B. effizientere Logistikprozesse zurückzuführen, sondern vielmehr geschäftsmodell-immanent begründet (u.a. deutlich geringere Retourenquote).

Kostenquotenvergleich der TPG (exkl. fashionette) zu ausgewählten Wettbewerbern



Quelle: Unternehmen, Capital IQ

Mit Ausnahme von Fahrzeugteilen bei der LOTT und bei fashionette bestehen nur unwesentliche Mengen an Warenbeständen. Bei Letzterer dürfte sich die WC-Quote im Zeitverlauf durch den im Q4/2023 neu etablierten Plattformsatz jedoch signifikant verbessern. An dieser Stelle sei jedoch darauf hingewiesen, dass das Bild sowohl zum H1/23 als auch im ausstehenden Geschäftsbericht durch die Akquisition von Cluno verzerrt sein dürfte, da im Rahmen dieses Zukaufs ein Fuhrpark von 3.200 Fahrzeugen zu einem Buchwert von rd. 54 Mio. EUR erworben wurde. Ein Großteil hiervon wurde bereits abverkauft und bis zum H1/24 soll die gesamte nicht für das operative Geschäft notwendige Fahrzeugflotte veräußert werden (2023/24: 28,5 bzw. 25,5 Mio. EUR).

3) Geringe Abhängigkeit von Einzelmärkten durch hohe Diversifizierung

Anders als sortimentfokussierte Anbieter wie Zalando oder Asos hat die TPG frühzeitig begonnen, sich von dem Kernprodukt zu lösen und mithilfe der Plattformtechnologie als Aggregator erfolgreich weitere Branchen abzudecken. Von Krisenresilienz zu sprechen, wäre u.E. zwar zu optimistisch, da man sich dem Konsumklima im Online-Handel nicht gänzlich entziehen kann. Nichtsdestotrotz hat die TPG das Kerngeschäft auf eine breite Basis gestellt und dadurch die Abhängigkeit von Einzelmärkten reduziert. Außerdem sind die Fokuskategorien für die weitere Entwicklung weniger von dem allgemeinen Konsumklima abhängig. Dazu zählen wir sowohl die Ausrichtung auf die B2B-Plattformen als auch im Fashion-Bereich die Etablierung einer Luxus-Plattform. Auch im weiteren Verlauf plant das Unternehmen, den Plattformsatz sowohl aus Diversifizierungsgesichtspunkten als auch aufgrund der Wachstumsmöglichkeiten auf immer mehr Branchen auszurollen (Mittelfristziel: bis Ende 2025 min. 30 Verticals).

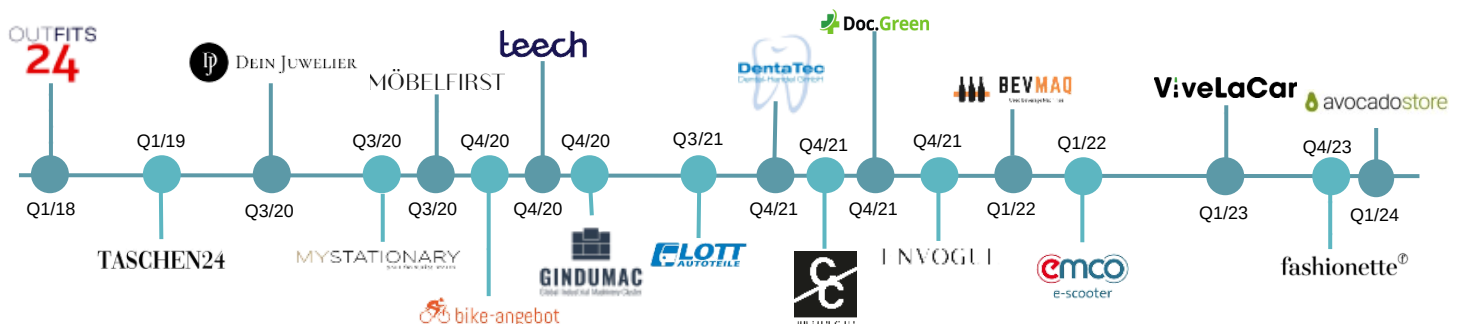
Insgesamt sehen wir die TPG mit dem Betrieb von eigenen Plattformsätzen in profitablen Nischenmärkten attraktiv positioniert. In Kombination mit dem ganzheitlichen Serviceangebot ist das Unternehmen u.E. der ideale Partner für kleinere Offline-Händler. Somit hat die Gruppe die Weichen gestellt, um insbesondere von dem Aufschwung in den nun aufstrebenden Märkten profitieren zu können und dadurch sowohl organisch durch das bestehende Geschäft als auch durch die dynamische M&A-Strategie in den einzelnen Verticals zu wachsen.

M&A als zentrale Wachstumssäule – best practice: fashionette

Bevor im Detail auf die historische sowie prognostizierte Umsatzentwicklung eingegangen wird, thematisiert der nachstehende Abschnitt die zum Verständnis des Cases wesentlichen Akquisitionsszenarien.

Als antizyklischer Zukäufer hat die TPG in den vergangenen Jahren durch das attraktive Bewertungsumfeld das Portfolio in zahlreichen Branchen durch Zukäufe und aufgebaute Mehrheitsbeteiligungen erweitert. Während das Familienunternehmen sich ursprünglich ausschließlich auf die Produktgruppe der Lederwaren (Schuhe, Taschen etc.) fokussierte, wurde diese Ausrichtung mit erfolgreicher Implementierung des Plattformsatzes kritisch hinterfragt. In 2017 beschloss das Management sich von dem fokussierten Produktansatz und damit lediglich wenigen Branchen zu lösen und durch Akquisitionen weitere Branchen zu erschließen. Es folgte eine dynamische Zukaufwelle, die seit 2018 >20 Aktivitäten zählt und auch künftig mit 3-8 Akquisitionen pro Jahr anhalten dürfte.

Dynamische Akquisitionshistorie seit 2018



Quelle: Unternehmen

Aus den historischen Zukäufen sowie den Beteiligungen der jüngeren Vergangenheit lassen sich folgende Motive ableiten. Aufgrund von günstigen Bewertungsniveaus sehen wir einige initiale Beteiligungspositionen als eher opportunistischen Zukauf mit einer strategischen Vision (u.a. fashionette im Dez. 2022 oder Mister Spex im Dez. 2023).

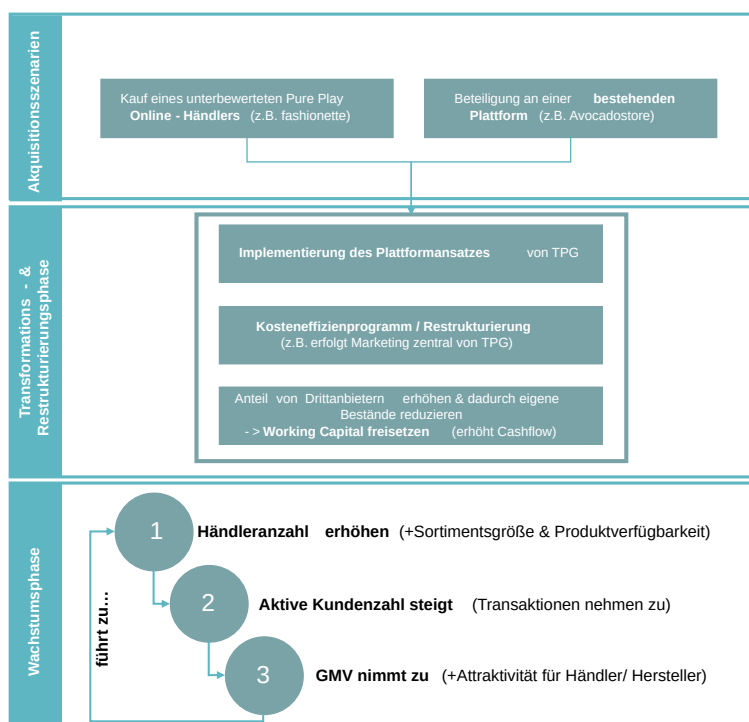
Besteht bereits eine Plattform-Lösung (s. ViveLaCar), stehen die Kostensynergien sowie die Optimierung dieser im Vordergrund. Bei anderen Targets liegt das Motiv wiederum in dem Potenzial eines Strategiewechsels in Richtung Plattform-Modell, was u.a. mit geringerem Kapitalbedarf durch Working Capital-Reduktion einhergeht. Hier hat die TPG ihre Restrukturierungskompetenz bereits mehrfach unter Beweis stellen können, wodurch sowohl Verbesserungen auf der Kostenseite erzielt wurden als auch die Ergebnisqualität in Folge der Plattform-Implementierung angehoben werden konnte.

Zur Veranschaulichung eignet sich die Zusammenführung mittels Reverse-IPO mit der fashionette als Paradebeispiel, denn neben der erworbenen Börsennotiz lag die strategische Rationale vor allem in dem Wertsteigerungspotenzial des Plattformmodells.

Nachdem Herr Dr. Benner als CEO bestellt wurde, folgte die Einstellung der zwei defizitären Geschäftsbereiche Beauty sowie Smartwatches. Darüber hinaus sah der Restrukturierungsplan vor, die niederländischen Logistikeinheiten zusammen zu legen, sodass einer der Standorte geschlossen werden konnte. Desweiteren erfolgte in Q4/2023 der Go-Live des Plattformansatzes. Dessen Erfolg zeigte sich mit bereits >300 angeschlossenen Partnern zum Jahresende deutlich. Auf diese Weise ist es in kürzester Zeit gelungen, die fashionette-Gruppe in die operative Gewinnzone zurückzuführen (vor einmaligen Restrukturierungskosten).

In der folgenden Grafik sind die u.E. typischen Phasen einer Akquisition bei der TPG dargestellt.

Typische Phasen einer Akquisition bei der TPG



Quelle: Montega

Ferner hat die TPG für künftige Akquisitionen unabdingbare Kriterien definiert:

- bewiesener Top Line Track Record (TPG agiert nicht als Frühphaseninvestor)
- Profitabilitäts-Prämisse fordert i.d.R. ein positives EBITDA
- Strategiewechsel in Richtung Plattformansatz erscheint sinnvoll
- Management ist bereit, sich für min. drei Jahre zu verpflichten

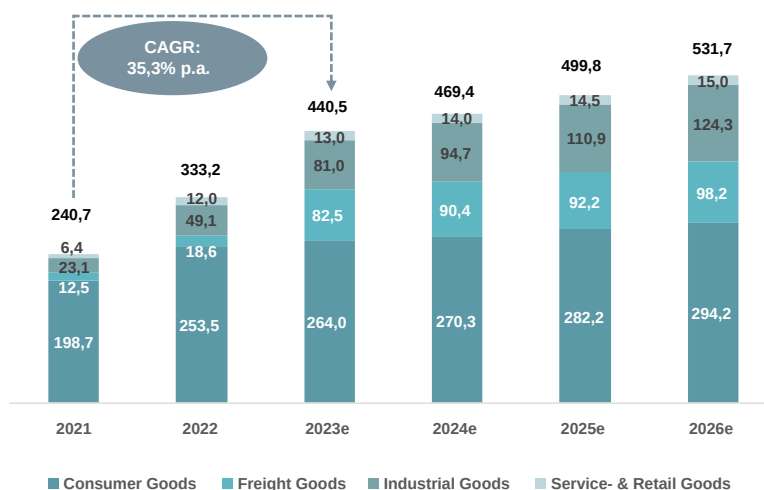
An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass unsere Schätzungen keinen M&A-Beitrag berücksichtigen, weshalb die in Zukunft berichteten Zahlen durch Konsolidierungseffekte substantiell von unseren Prognosen abweichen können.

Sondereffekt beflügelt Top Line in 2023 – auch mittelfristig hoch einstellige Wachstumsraten voraus

Aufgrund der stark unterschiedlichen Marktprofile sowie den zugrundeliegenden Wachstumspotenzialen, erfolgt sowohl die Darstellung der historischen als auch der prognostizierten Umsatzentwicklung entlang der einzelnen Segmente. Rückblickend kann jedoch festgehalten werden, dass die TPG (exkl. fashionette) bisher einen ausschließlich profitablen Wachstumskurs ausgewiesen hat. Dies ist insbesondere während eines strategischen Turnarounds und einer herausfordernden Transformation selten zu beobachten. Dass die erfolgreiche Umsetzung solcher Phasen nicht trivial ist, zeigen zum einen gescheiterte Digitalisierungsprojekte wie syncier der Allianz oder nach wie vor defizitäre E-Commerce-Modelle wie das von About You.

Die zurückliegende Erlösentwicklung ist deutlich von der anorganischen Wachstumsstrategie gekennzeichnet. Während das Segment Consumer Goods mit Ausnahme des Zukaufs von MyStationary (untergeordnete Umsatzbedeutung) mit eigenen Plattformen organisch gewachsen ist, betrat die Gruppe die Geschäftsbereiche Freight Goods sowie Industrial Goods jeweils durch Zukäufe. Da die Segmentberichterstattung erst in 2021 eingeführt wurde, sei darauf hingewiesen, dass die damit limitierte Zeitreihe in Verbindung mit dem akquisitionsgetriebenen Wachstum u.U. für die weitere Planung nur bedingt repräsentativ ist, bzw. eine gewisse Unschärfe aufweist. Für das Jahr 2020 fehlt sowohl die Segmentbetrachtung als auch eine konsolidierte Sicht. Entsprechend ist das Jahr in untenstehender Grafik nicht gesondert ausgewiesen. Zentrale Planungsparameter stammen aus dem im Rahmen der Zusammenführung erstellten IDW-Gutachten. Auch wenn wir die prognostizierte Entwicklung an diversen Stellen für deutlich zu optimistisch erachten, sind die dort aufgeführten Wachstumstreiber u.E. zu großen Teilen nachvollziehbar.

Historische und zukünftige Segment-Umsatzentwicklung (in Mio. EUR)



Quelle: Unternehmen, Montega

Consumer Goods: Wenngleich der berichtete TPG-Umsatz in 2020 noch nicht auf Ebene der Geschäftsbereiche betrachtet wurde, unterstellen wir, dass dieser im Wesentlichen aus dem Geschäft des Segments Consumer Goods stammt (MONE: 80%, bzw. rd. 41 Mio. EUR). Diese Annahme leiten wir aus dem M&A-Timing in 2020 ab. So erfolgten die ersten Portfolio-Beteiligungen in den Segmenten Freight sowie Industrial Goods im letzten Quartal von 2020, weshalb das Gros aus der Consumer-Sparte kommen dürfte. Entsprechend konnte dort die Top Line (exkl. fashionette) von 2020 bis 2022 um etwa 48 Mio. EUR auf insgesamt ca. 89 Mio. EUR mehr als verdoppelt werden. Für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 dürfte die relative Bedeutung des Segments auf Gruppenebene durch die Zusammenführung mit der fashionette-Gruppe nochmals zugenommen haben. So dürfte der Geschäftsbereich auf Pro-Forma-Basis der internen Planung auf rd. 270 Mio. EUR zulegen (hiervon entfallen rd. 177 Mio. EUR auf die fashionette-Gruppe).

Freight Goods: Das noch junge Geschäftsfeld wurde mit den Akquisitionen von Möbelfirst sowie bike-angebot in 2020 geschaffen. Während der Umsatzanteil in diesem Jahr noch gering gewesen sein dürfte (MONE: 5 Mio. EUR), konnten dem Bereich in 2022 bereits 18,6 Mio. EUR zugerechnet werden. Wie zuvor erwähnt, überdeckt die Cluno-Übernahme durch den damit einhergehenden Erwerb und sukzessiven Abverkaufs des Fuhrparks (3.200 Fahrzeuge) die Segmententwicklung. So erwartet das Unternehmen für dieses Jahr einen Umsatzsprung auf knapp 83 Mio. EUR, wovon rund 28,5 Mio. EUR rein diesem Sondereffekt zuzuschreiben sein dürften (MONE). Neben dieser Verzerrung impliziert dies jedoch ebenfalls eine starke Entwicklung bei den weiteren Plattformen der Gruppe (ca. +38 Mio. EUR yoy).

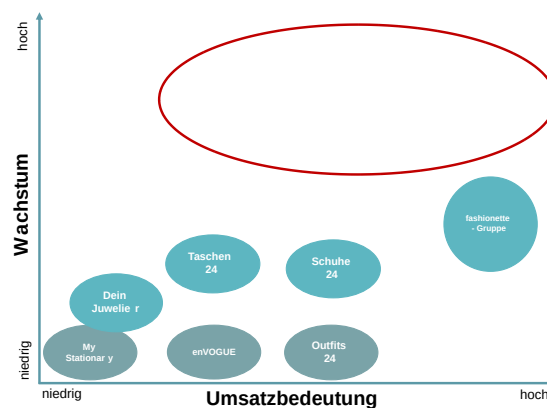
Industrial Goods: Mit der Mehrheitsbeteiligung an GINDUMAC ergänzte die TPG das Portfolio um den Bereich des Gebrauchtmaschinenhandels, welcher in 2020 bezogen auf den Umsatzanteil ebenfalls von untergeordneter Bedeutung gewesen sein dürfte (MONE: 5 Mio. EUR). Neben weiteren Plattformen im Maschinenhandel (z.B. BEVMAQ) war der Einstieg in den Kfz-Teilehandel wegweisend, der mit der Akquisition von LOTT-Autoteile in 2021 erfolgte und seither einen bedeutenden Anteil an der Erlösexpansion trägt. Ausgehend von der geringen Top Line-Basis in 2020 konnte das Segment die mit Abstand stärksten Zuwachsraten verzeichnen und wuchs bis 2022 auf 49 Mio. EUR. Wir erwarten für das Jahr 2023 ein erneutes deutliches Plus von rd. 66% yoy auf in Summe 82 Mio. EUR, was sich auch mit den Einschätzungen des Managements deckt.

Service & Retail Goods: Dieses Segment umfasst kleinere Beteiligungen (u.a. ApoNow, Doc.Green sowie Value Property), die u.E. nicht im Fokus stehen und die weitere Entwicklung auch nicht maßgeblich beeinflussen werden. Ausgehend von der internen Planungsrechnung dürfte dieses Segment mit dem Gesamtwachstum der Gruppe Schritt halten können, weshalb die Bedeutung im Zeitverlauf einer Seitwärtsbewegung folgen sollte. Zuletzt stand der Bereich mit einem konsolidierten Pro-Forma-Umsatz von 12 Mio. EUR für weniger als 5% der Konzern Erlöse. Für das GJ 2023 erwartet das Unternehmen eine leichte Steigerung auf etwas mehr als 13 Mio. EUR, wohingegen die Gruppe mit >30% yoy voraussichtlich deutlich stärker zulegt.

Während die TPG unabhängig von der Segmententwicklung generell von der strukturellen Verschiebung in Richtung der Online-Kanäle profitieren sollte, betrachten wir im folgenden die Geschäftsfelder einzeln und konzentrieren uns für die weitere Entwicklung auf die Treiber in den Fokusbeteiligungen. Dadurch leiten wir das zum jetzigen Zeitpunkt plausible organische Wachstum ab. An dieser Stelle sei erneut auf die herausragende Bedeutung der Händleranzahl hingewiesen, da mit jedem angeschlossenen Partner das Artikelsortiment zunimmt, weshalb die Anzahl der aktiven Kunden und in der Konsequenz auch das Volumen ansteigt. Folglich ist die Dynamik in der Händleranbindung zentraler Katalysator. Welche strategischen Maßnahmen hierzu ergriffen werden (u.a. Internationalisierung oder Sortimentserweiterung) oder in der Planung sind, wird im Folgenden erläutert.

Nach wie vor wird das Unternehmen den dynamischen M&A-Pfad fortsetzen. Hierzu können wir jedoch keine verlässlichen Annahmen aufstellen. Entsprechend enthalten unsere Erwartungen keinerlei anorganischen Effekte.

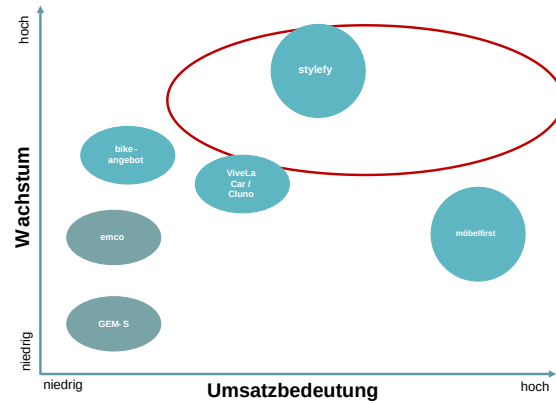
Wachstumschancen im Segment Consumer Goods



Quelle: Unternehmen, Montega

Die zahlreichen B2C-Plattformen innerhalb des Segments sollten allesamt von einer Erholung der Konsumentenstimmung profitieren. Wie aus obiger Abbildung hervorgeht, dürfte das antizipierte moderate Wachstum (CAGR 2022-26e: 3,8% p.a.) jedoch im Wesentlichen von der fashionette-Gruppe getragen werden. Hier sollte zum einen das beschleunigte Händlerwachstum (Stand 31.12.2023: >300 Partner) und zum anderen der Fokus auf die hochpreisige Luxussparte positiv auf die Erlösentwicklung wirken. Ersteres richtet sich sowohl auf die bestehenden Märkte, dürfte allerdings dynamisch zunehmen, sofern das Unternehmen die avisierten Markteintritte in den USA (2024/25) sowie Indien (2025/26) angeht. Mit Blick auf die seit mehreren Jahren bestehenden Plattformen ergibt sich u.E. weiteres Umsatzwachstum im Bereich der Taschen sowie Schuhe, deren Händlernetz sowohl im bedeutendsten Heimatmarkt Deutschland (mit 2.000 Partnern nach wie vor ein Marktanteil von <15%) als auch in zahlreichen europäischen Ländern noch lange nicht erschlossen ist (bisher noch keine Präsenz in u.a. Österreich, Schweiz, Italien). Insgesamt deutet jedoch das nur geringere prognostizierte Wachstum an, dass das Segment weniger im Fokus stehen dürfte. Dies unterstreicht auch die Aussage von Herrn Dr. Benner, der in einem Interview betonte, unter den heutigen Marktbedingungen nicht erneut eine Schuhplattform aufbauen zu würden.

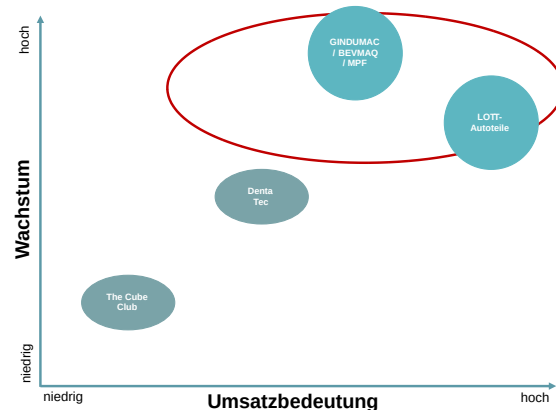
Wachstumschancen im Segment Freight Goods



Quelle: Unternehmen, Montega

Das Segment Freight Goods ist durch den Abverkauf des erworbenen Fuhrparks vorwiegend für das Wachstum in 2023/24 verantwortlich (Umsatzbeitrag: 28,5 bzw. 25,5 Mio. EUR; MONE). Dieser Sondereffekt stellt sich jedoch bis zum H2/24 ein, weshalb hieraus keine weiteren Umsätze für 2025 zu erwarten sind. Wenngleich wir das Momentum für das Auto-Abonnement-Geschäftsmodell sowie das bike-angebot günstig sehen (zahlreiche Autohändler klagen über fehlende Kaufbereitschaft und volle Autohöfe und in der Fahrradindustrie sorgte die Kaufzurückhaltung nach der pandemie-bedingten Sonderkonjunktur dafür, dass die Lager der Händler zur Zeit an ihre Kapazitätsgrenzen stoßen), dürfte mittelfristig insbesondere der Möbelhandel (Möbelfirst und Stylefy) die Wachstumssäule des Segments darstellen. Hier plant die Gruppe durch weitere Partner (u.a. hochpreisige Einzelstücke bei Möbelfirst und Anbindung von Möbelhausketten bei Stylefy) die Anzahl der verfügbaren Artikel zu erhöhen und möchte das Produktangebot darüber hinaus mit komplementären Sub-Kategorien wie u.a. Outdoor-Möbeln erweitern. Wie im Marktteil aufgegriffen wurde, ist die Online-Durchdringung im Bereich der Möbelindustrie (insbesondere im Luxus-Segment) bisher gering und dürfte in den Folgejahren spürbar zunehmen. Insgesamt erwarten wir ein deutliches Abflachen der Zuwachsraten, nachdem der Fahrzeugbestand vollständig veräußert wurde. Nichtsdestotrotz sehen wir die Möbelindustrie vor dem Hintergrund der bereits vorhandenen Umsatzrelevanz als auch der Wachstumsperspektiven attraktiv an und halten mittelfristig eine jährliche Zunahme zwischen 2024e und 2026e von 4,2% für plausibel (CAGR 2022-26e durch Fuhrpark-Abverkauf verzerrt: 51,6% p.a.).

Wachstumschancen im Segment Industrial Goods



Quelle: Unternehmen, Montega

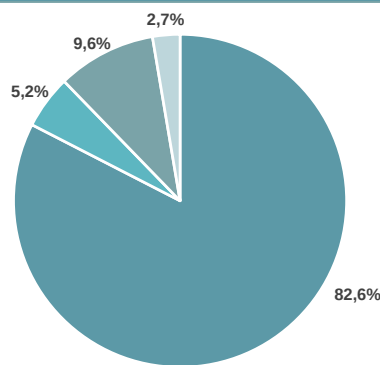
Durch die erwartete dynamische Entwicklung im Bereich des KfZ-Ersatzteilehandels (LOTT) sowie dem Gebrauchtmaschinenhandel (GINDUMAC, BEVMAQ & MPF) verzeichnet das Segment Industrial Goods die höchsten normalisierten Zuwachsraten und dürfte bereits in 2024 zu dem umsatzstärksten Segment der TPG (exkl. fashionette) aufsteigen. Bei GINDUMAC soll die Händleranzahl mittelfristig auf >200 steigen, wodurch sich die Anzahl verfügbarer Artikel mehr als verdoppeln sollte. Zudem ist der Einstieg in weitere Kategorien vorgesehen (z.B. Maschinen für die Holzverarbeitung in 2024 sowie für die Verpackungsindustrie in voraussichtlich 2026).

Ähnliche Wachstumstreiber sind bei der BEVMAQ zu beobachten. Hier wurden neben einzelnen Maschinen bereits in 2023 ganze Abfülllinien angeboten. Da es sich bei neuen Abfüllmaschinen um Güter mit extrem langen Lieferzeiten von zwei bis vier Jahren handelt, dürfte der Marktplatz-Handel mit Gebrauchtmachines einen attraktiven Alternativkanal darstellen. Die Partneranzahl (Hersteller sowie Händler) soll auf über 100 gesteigert werden, während hinsichtlich der Sortimentsgröße mittelfristig 1.300 Artikel angestrebt werden. Die MPF fungiert als Ankaufgesellschaft und erwirbt die Gebrauchtmachines i.d.R. von einem Insolvenzverwalter mit einem entsprechend hohen Discount (bis zu 40% sind nicht unüblich). Bei der LOTT-Autoteile dürfte die Umsatzexpansion ebenfalls durch die Hinzunahme weiterer Partner erfolgen (>100 sind avisiert), sodass das aktuell 700.000 Artikel umfassende Sortiment erweitert wird. Eine nähere Betrachtung der weiteren Beteiligungen (DentaTec sowie The Cube Club) erachten wir aufgrund des geringen Volumens für nicht zielführend.

Gemäß der Planungsrechnung soll das Segment von 2022 bis 2026 um durchschnittlich 36,5% p.a. zulegen und für rd. 170 Mio. EUR stehen. Uns fehlt auf Basis der aktuellen Datenlage jedoch die Visibilität, wie die Gruppe dieses Umsatzziel konkret erreichen möchte und inwiefern man sich zum u.E. starken Wettbewerb ("Equippo" im Maschinenhandel sowie "Autodoc" im Kfz-Teilehandel) abgrenzen möchte, weshalb wir uns erheblich konservativer positionieren (MONe: 26,1% p.a. auf ein Top Line-Niveau von ca. 124 Mio. EUR).

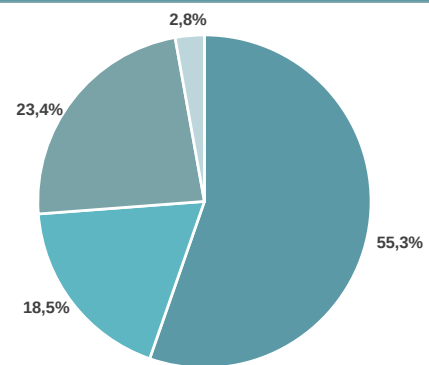
In dem Segment Service- & Retail Goods sehen wir keine Beteiligung, die einen wesentlichen Einfluss auf den Wachstumskurs einnimmt. Wir erwarten ein marginales absolutes Wachstum von 12 auf etwa 15 Mio. EUR, weshalb der Umsatzanteil durch Wachstumsraten i.H.v. 5,7% p.a. im Zeitverlauf stabil sein dürfte. Die stark unterschiedlichen Wachstumspotenziale der Segmente werden zusammenfassend in folgender Grafik dargestellt. Hier sind die Erlösanteile des Ausgangsjahrs 2022 (links) dem Planungsjahr 2026e (rechts) gegenübergestellt.

Umsatzverteilung in den Segmenten 2022



■ Consumer Goods ■ Freight Goods ■ Industrial Goods ■ Service- & Retail Goods

Umsatzverteilung in den Segmenten 2026e



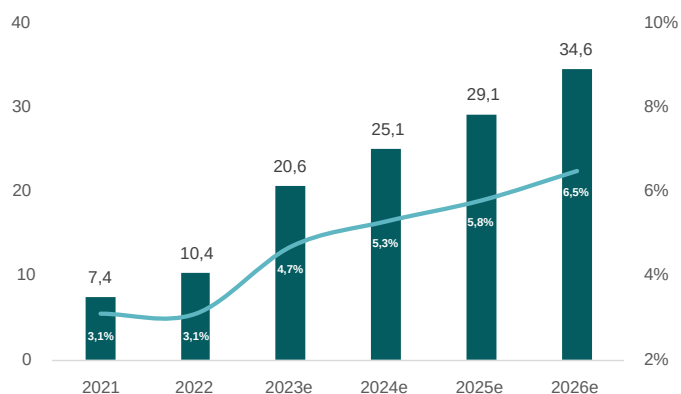
■ Consumer Goods ■ Freight Goods ■ Industrial Goods ■ Service- & Retail Goods

Quelle: Unternehmen, Montega

Skalierungspotenzial ebnet den Weg in Richtung EBITDA-Margenziel

Mit der kommunizierten Mittelfrist-Guidance stellt die TPG auf Konzernebene eine adjustierte EBITDA-Marge von 7-10% in Aussicht. Zwar lag das Margenniveau bei der TPG exkl. fashionette (H1/23: 10,3%) bereits darüber und rechnen mit einer sukzessiven Margenexpansion, dennoch werten wir die Zielgröße aufgrund der vorübergehenden Margenverwässerung durch die Zusammenführung mit fashionette als zu ambitioniert. Durch die wirksamen Restrukturierungsmaßnahmen in Verbindung mit dem Roll-out des Plattformansatzes ist es der TPG bereits gelungen, die fashionette-Gruppe zurück in die Gewinnzone zu führen (vor Restrukturierungsaufwendungen). Mit einem steigenden Anteil des Plattformgeschäfts dürfte sich die Kostenstruktur substantiell verändern. So ging die Bruttomarge in den letzten Jahren zwar spürbar zurück, wohingegen sich das Skalierungspotenzial unterhalb der rückläufigen Bruttomarge deutlich erkennen lässt (insbesondere im Bereich der Personalkosten). Da sich die Segmente in der GuV-Metrik stark unterscheiden, illustrieren wir im Folgenden die Entwicklung der einzelnen Kostenpositionen und gehen hierbei auf die wesentlichen Effekte ein, die sich aus der Umsatzverschiebung ausgelöst von den unterschiedlichen Wachstumsannahmen ergeben.

Historische und zukünftige adj. EBITDA-Entwicklung (in Mio. EUR und %)



Quelle: Unternehmen, Montega

- Materialaufwand:** Wie eingangs angedeutet, dürfte der Materialaufwand durch den wachsenden Anteil des Plattformgeschäfts in den verschiedenen Segmenten (insbesondere fashionette, LOTT) zulegen. Die Rohertragsmarge der einzelnen Plattformen im Bereich Consumer Goods variiert dabei stark. So dürften die eigenen Plattformen der TPG (exkl. der fashionette-Gruppe) mit rd. 20% (MONE) deutlich unterhalb derer von fashionette liegen (MONE: 35%). Noch deutlicher dürfte der Vergleich mit der brandfield-Gruppe ausfallen, die durch den hohen Eigenmarkenanteil mit etwa 50% (MONE) signifikant darüber liegen sollte. Innerhalb des Segments sollte der steigende Anteil von Drittverkäufen über die fashionette den wesentlichen Effekt ausmachen. Mit der Ausrichtung auf die Luxus-Sparte dürfte hier die Rohertragsmarge bei etwa 30% liegen, wodurch wir bei der fashionette eine leicht rückläufige Bruttomarge unterstellen. Eine ähnlich Bewegung erwarten wir im Geschäftsfeld der Industrial Goods. Dort liegt die derzeitige Rohertragsmarge mit knapp 30% zwar über der im Consumer-Bereich, dennoch dürfte der wachsende Anteil an "echten" Plattformumsätzen bei der umsatzstarken LOTT-Autoteile (derzeit basiert noch ein wesentlicher Erlösanteil auf dem Verkauf eigener Warenbestände) einen marginalen Rückgang der Rohertragsmarge zur Folge haben. Die Marken und Plattformen im Freight Goods-Segment weisen aufgrund eines generell geringeren Preiswettbewerbs eine höhere Rohertragsmarge von >30% aus, die u.E. auch in den Folgejahren stabil bleiben dürfte. Abhängig von dem künftigen Erfolg der Plattformaufweitung dürfte also die Bruttomarge auf Konzernebene eine leicht zurückgehende Entwicklung nehmen. So erwarten wir ausgehend von 33,2% (2022 Pro-Forma) einen leichten Rückgang auf 31,6% in 2026e.
- Personalkosten** sehen wir das größte Skalierungspotenzial der Plattform-Lösungen von TPG. Für die weitere Entwicklung der neuen fashionette, erlaubt das Consumer-Segment der "alten TPG" u.E. eine Indikation. Da das Handling mit den Produkten wenig komplex ist, konnte die Kostenquote auf 1,7% gesenkt werden. Weil das Plattformgeschäft durch die voraussichtlich wachsende Händleranzahl die zentrale Wachstumssäule des Geschäftsfelds darstellen sollte, dürfte der zunehmende Umsatzanteil mit einer spürbaren Verbesserung der Personalkostenquote einhergehen. In den zwei weiteren wesentlichen Segmenten (Freight & Industrial) stehen die Personalkosten aufgrund der höheren Komplexität (u.a. in der Logistik, Beratung) für einen erheblich größeren Anteil der Top Line. Entsprechend kann die höhere Rohertragsmarge u.E. als "Puffer" angesehen werden, der die spürbar höheren Fixkosten (je >10% vs. <3% bei den Consumer Goods) abfedert. Wenngleich die Personalkosten absolut gesehen leicht zunehmen sollten, dürften durch den wachsenden Plattformanteil weitere Kostendegressionen zu beobachten sein. Auf Konzernebene prognostizieren wir eine signifikante Verbesserung der Kostenquote von 7,2% in 2022 auf 5,7% in 2026e.

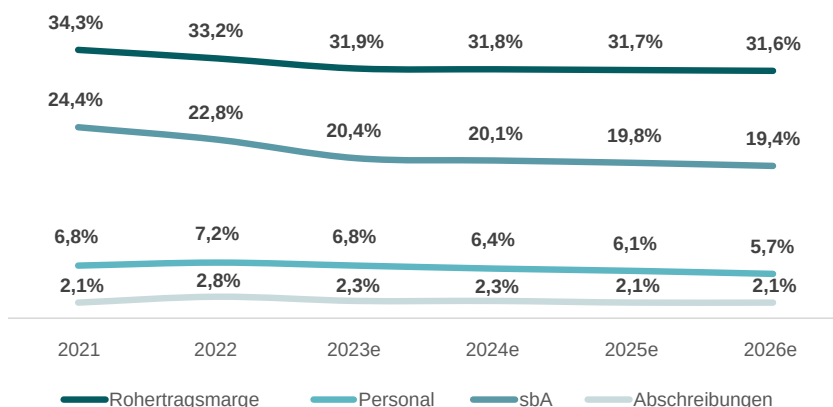
Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen setzen sich im Wesentlichen aus den Fracht- bzw. Logistikkosten sowie den Marketingkosten zusammen, deren angenommene Entwicklung nachstehend erläutert werden.

- Auch den **Frachtkosten** kommt in den Segmenten eine unterschiedliche Bedeutung zu. Im Consumer-Bereich sind diese mit rund 5% der Umsätze von geringerer Bedeutung. Durch den wachsenden Plattformanteil bei fashionette dürfte die Kostenquote zudem abnehmen, da einzelne Prozessschritte im Streckengeschäft von den Händlern übernommen werden. Demgegenüber sind die Frachtkosten bei den Industrial Goods die wesentlichste Kostenposition (2023e: rd. 9% vom Umsatz). Entgegengesetzt der Entwicklung bei den Consumer Goods dürften die steigenden Logistikkosten u.E. nicht kompensiert werden. Im Maschinenhandel läuft bei GINDUMAC in 2024 ein Rahmenvertrag aus, weshalb wir davon ausgehen, dass die Verteuerung von Logistik-Dienstleistungen ab 2025 eingepreist werden dürfte. Darüber hinaus können wir kein Skalierungspotenzial im volumenstarken Kleinteil-Geschäft von LOTT erkennen, die diese Verteuerung ausgleichen könnte. Bei den Freight Goods bestimmen insbesondere die Plattformen des Möbelhandels die Kostenposition. Bei den restlichen Beteiligungen (ViveLaCar, Cluno, GEM-S, Emco) wird das Gros der Frachtkosten durch Überführungskosten von den Endkunden getragen.
- Ein diametrales Bild ergibt sich ebenfalls mit Blick auf die **Marketingkosten**. So wurde bei fashionette das Werbebudget im Rahmen des Kosteneffizienzprogramms reduziert und die Aktivitäten im Brand-Marketing (z.B. TV-Kampagnen) gestoppt, sodass der Fokus gänzlich auf dem absatzfördernden Performance Marketing liegt. Auf den eigenen Plattformen der Consumer Goods (z.B. Taschen24) hängen die Marketingkosten im Wesentlichen an dem Vertriebskanal-Mix. Nach Unternehmensangaben steht keiner der Channels für mehr als 15% - auch nicht zu Amazon. Bekanntermaßen liegt dort die zu entrichtende Provision bei etwa 12%. Wenngleich die eigenen Customer Acquisition Costs (CAC) aktuell noch darunter liegen dürften, hat sich zuletzt auch eine Verteuerung der Werbekosten bei Google und im Social Media-Bereich gezeigt. Da die TPG hier vorwiegend Performance Marketing-Kampagnen sowie Suchmaschinenoptimierung (SEO) aussteuert, stellt die weitere Kostenentwicklung einen wesentlichen Faktor für die Profitabilität des Segments dar. Zum jetzigen Zeitpunkt gehen wir weiterhin von einer Verteuerung und somit einer Verschlechterung der Kostenquote aus. Bei den Freight Goods ist die relative Betrachtung durch den Sondereffekt aus dem Fahrzeugverkauf der Cluno-Flotte verzerrt. Der Wegfall dieses Sondereffekts ab 2025 dürfte anschließend dazu führen, dass stärker zulegende Plattformen wie das bike-angebot, das mit höheren Werbeausgaben einhergeht, die Kostenquote leicht ansteigen lassen. Entgegengesetzt dürfte künftig ein Rückgang im Segment Industrial Goods zu beobachten sein. Wesentlich trägt hierzu der steigende Anteil des B2B-Geschäfts bei.

Für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erwarten wir trotz der teils konterkarierenden Verteuerungen in Summe eine sukzessive Verbesserung der Quote von 22,8% in 2022 auf 19,4% in 2026e.

- Aufgrund des asset light-Geschäftsmodells dürften die **Abschreibungen** nahezu konstant bleiben und im Wesentlichen die aktivierten Leistungen für die proprietäre Software betreffen. Die Abschreibungsdauern liegen zwischen 5 und 8 Jahren. Für die Planung haben wir eine absolute Abschreibungshöhe von 10,0 bis 11,0 Mio. EUR unterstellt. Die Investitionen dürften sich u.E. zwischen 8,0 und 9,0 Mio. EUR p.a. bewegen, wovon etwa 80% der Software zuzurechnen sein sollten. Ein detaillierteres Bild dürfte sich im Zuge der Veröffentlichung des Geschäftsberichts ergeben. Der Sprung auf 2,8% in 2022 steht in Zusammenhang mit einmaligen Goodwill-Abschreibungen.

Historische und künftige Entwicklung zentraler GuV-Kostenquoten



Quelle: Unternehmen, Montega

- Hinsichtlich der **Zinsaufwendungen** dürfte durch die Finanzierung der Cluno-Akquisition der Höchststand im zurückliegenden Geschäftsjahr 2023 erreicht worden sein (MONE: 3,8 Mio. EUR). Die realisierten Erlöse aus den Fahrzeugverkäufen dienen vorwiegend der Rückzahlung des für die Übernahme aufgenommenen Darlehens, welches Ende August 2023 noch rd. 30 Mio. EUR betrug. Im Laufe von 2024 dürfte die Rückzahlung vollständig erfolgen, sodass die ausgewiesene Finanzverschuldung zum H1/23 (langfristig: 40,4 Mio. EUR; kurzfristig: 57,4 Mio. EUR) u.E. nicht repräsentativ sein dürfte. In 2024 rechnen wir mit einem Rückgang der Zinsaufwendungen auf 2,6 Mio. EUR. Mit Blick auf die mittelfristig avisierte Zielverschuldung von 1,5-2,3x (Net Debt/EBITDA) dürfte sich die derzeit angespannte Lage (H1/23: >9x vs. 30.08.2023: 3,5x) weiter aufhellen (2023 MONE: 2,8x). Da die Gruppe die M&A-Strategie auch künftig aktiv umsetzen wird, dürfte dies entweder mit hohen FK-Zinssätzen einhergehen oder aber der Bedarf für alternative Finanzierungsmöglichkeiten aufkommen lassen. Hier erscheint uns der Vollzug einer Kapitalerhöhung sinnvoll, der von Unternehmensseite auch in der Capital Markets Day-Präsentation angedeutet wurde. Hierzu hieß es, dass die TPG etwaige Finanzierungsinstrumente evaluiert.
- Da die TPG neben vollständigen Übernahmen regelmäßig auch Mehrheitsbeteiligungen eingeht, kommen den **Minderheiten** eine nicht unwesentliche, wenngleich vermutlich abnehmende, Bedeutung zu. So stockte die TPG noch zum Jahresende die Beteiligungsquoten bei den Unternehmen LOTT, ViveLaCar sowie Möbelfirst auf jeweils 100% auf. Die verbleibenden Minderheitsanteile betreffen sowohl umsatzstarke (GINDUMAC, BEVMAQ sowie stylefy) als auch Beteiligungen mit geringeren Erlösanteilen (GEM-S, MPF, ApoNow sowie The Cube Club). Wir berücksichtigen in unseren Prognosen einen Gewinnanteil für Minderheiten von etwa 15% des Jahresüberschusses.

Bilanz zeichnet ein deutliches Bild der Buy&Build-Strategie

Wenngleich an diversen Stellen der Studie auf das asset- und capital light-Geschäftsmodell eingegangen wird, spiegelt die Bilanzsumme zum 30.06.2023 dies mit 302,1 Mio. EUR nicht zwingend wider. Im Wesentlichen ist dies auf die in den Übernahmen bilanzierten Geschäfts- und Firmenwerte zurückzuführen, welche unter normalisierten Umständen (ohne Verzerrung des als Vorräte bilanzierten Fuhrparks aus der Cluno-Transaktion) die Aktivseite dominieren (31.12.2022: 49,4 Mio. EUR, bzw. 26,4% der Bilanzsumme vs. H1/23: 50,8 Mio. EUR, bzw. 16,8%). Die übrigen immateriellen Vermögensgegenstände stehen in direktem Zusammenhang mit der (Weiter-)Entwicklung der Plattform-Software. Zum Halbjahr 2023 standen diese mit 41,3 Mio. EUR ebenfalls für einen wesentlichen Anteil der Bilanzsumme (13,7%).

Das Sachanlagevermögen i.H.v. 25,4 Mio. EUR betrifft vorwiegend die aktivierten Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen (16,4 Mio. EUR).

Zum H1/23 betragen die Vorräte 106,9 Mio. EUR, was insbesondere auf die Cluno-Fahrzeuge zurückzuführen ist, die zum Einbringungszeitpunkt mit einem Buchwert von rd. 54 Mio. EUR als Vorräte klassifiziert worden sind. Im zweiten Quartal ist es der TPG bereits gelungen, etwa 11 Mio. EUR durch den Abverkauf zu realisieren. Darüber hinaus dürfte die Einbringung der fahionette-Vorräte das Bild zusätzlich verwässern, da das Plattform-Business erst im vierten Quartal ausgerollt wurde und entsprechend zum Jahresende erste Verbesserungen durch WC-Abbau sichtbar werden sollten. In der Vorratsquote dürfte es v.a. durch die regelmäßigen Akquisitionen zu dynamischen Bewegungen kommen, da die miterworbenen und im Plattform-Business nicht betriebsnotwendigen Vorratsbestände meist über einen längeren Zeitraum (s. Cluno) abverkauft werden müssen. Daher sind stichtagsbedingte Schwankungen zu erwarten.

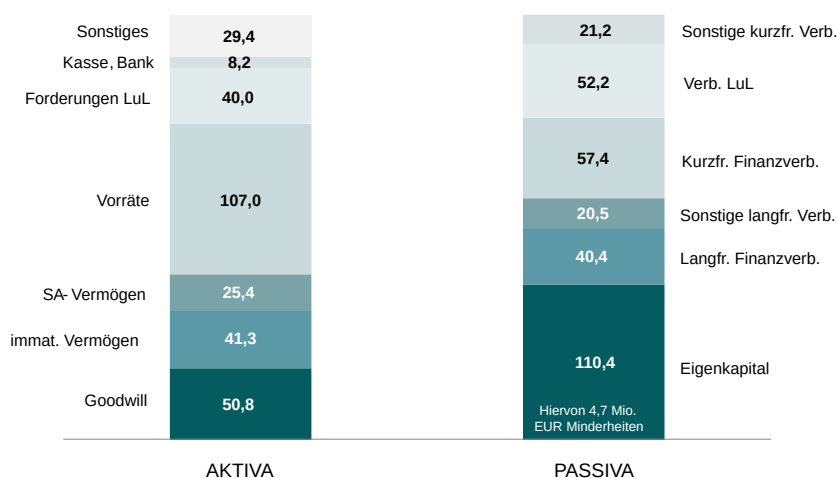
Weitere zentrale Positionen der Aktiva sind die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen mit knapp 40,0 Mio. EUR, die sonstigen Forderungen von 23,9 Mio. EUR sowie die Liquidität i.H.v. 8,2 Mio. EUR.

Die Struktur der Passivseite – insbesondere der EK-Positionen – ist zum aktuellen Zeitpunkt nicht aussagekräftig. So ist beispielsweise die Anzahl ausgegebener Aktien derzeit ungewiss, da in Q4/23 sowohl bei der Mister Spex-Transaktion als auch der Aufstockung von ViveLaCar neu begebene Aktien im Rahmen des genehmigten Kapitals als Kaufpreisbestandteil genutzt wurden. Bei Ersterer erfolgte ein Aktientausch und zweiseite hatte neben einem vereinbarten Cash-Bestandteil auch eine aktienbasierte Komponente vorgesehen (jeweils wurde die Anzahl nicht veröffentlicht).

Mit Blick auf die Finanzverbindlichkeiten zeigt sich ebenso deutlich die Übernahme der Cluno, da hierzu ein Darlehen aufgenommen wurde, was nach H1/23 noch etwa 39 Mio. Euro umfasste (Stand 30.08.2023: Reduktion um weitere 9 Mio. EUR auf 29,9 Mio. Euro). Während die Nettoverschuldung (exkl. Leasing) zum Halbjahr noch bei 89,6 Mio. EUR lag (kurz- und langfr. Bankverbindlichkeiten – Cash), betrug diese zum 30.08. noch 66,9 Mio. EUR und wird sich nach unseren Erwartungen zum 31. Dezember auf rd. 45 Mio. EUR reduzieren. Lässt man die Verbindlichkeiten aus der Cluno-Transaktion unbeachtet, beläuft sich die voraussichtliche Nettoverschuldung auf etwa 28 Mio. EUR.

Desweiteren standen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen mit 52,2 Mio. EUR für rd. 17% der Bilanzsumme. Durch die Zusammenführung der beiden Gesellschaften nahmen die passiv latenten Steuern auf 8,8 Mio. EUR zu.

Bilanzstruktur zum 30.06.2023 (in Mio. EUR)

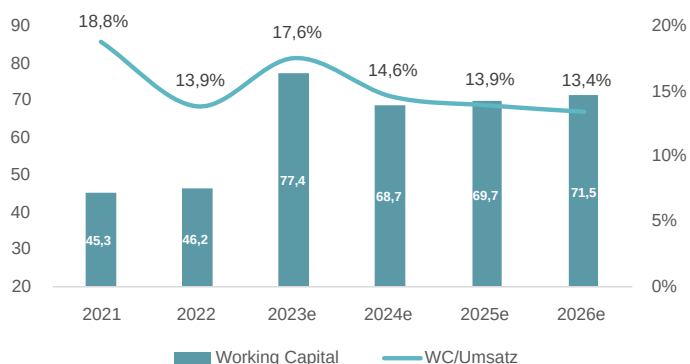


Quelle: Unternehmen, Montega

Working Capital-Freisetzung durch Reduzierung der Vorräte

Die Reduzierung der eigenen Warenbestände gehört zu den Schlüsselfaktoren des Erfolgskonzept der TPG-Plattform. Ungeachtet weiterer Akquisitionen sollten in den kommenden Quartalen insbesondere der sukzessive Abverkauf der Cluno-Flotte (bis H1/2024 abgeschlossen) sowie das stetig zunehmende Plattform-Business (fashionette und LOTT) den relativen Working Capital-Bedarf reduzieren. So zeigt sich in nachstehendem Schaubild eindeutig die volle Kraft dieses Ansatzes. Insgesamt erwarten wir ein spürbar verbessertes Verhältnis aus Working Capital zu Umsatz, welches sich sukzessive in Richtung unserer Prognose für 2026e i.H.v. 13,4% bewegen sollte. Zeitweise könnte diese Entwicklung jedoch durch weitere Akquisitionen beeinflusst werden.

Entwicklung des Working Capitals (absolut und in Relation zum Umsatz)



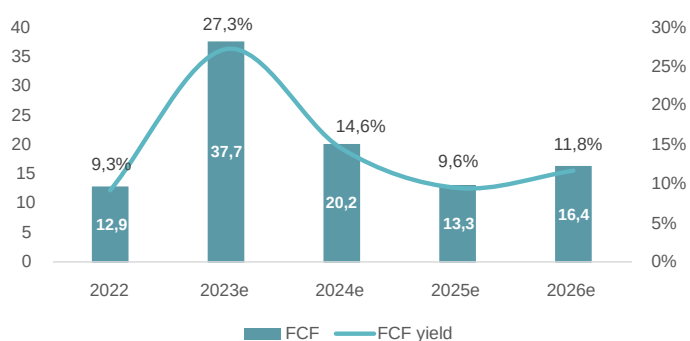
Quelle: Unternehmen, Montega

Free Cashflow von Working Capital-Effekt in 2023/24 beflügelt

Um der Verzerrung durch die Cluno-Transaktion Rechnung zu tragen, haben wir in der CF-Berechnung den massiven Vorratsaufbau korrigiert. Entsprechend berücksichtigen wir den unterjährigen Effekt, dass mit der Übernahme im Wesentlichen Vorräte aufgekauft wurden, mit deren Veräußerung ausschließlich das Darlehen zurückgezahlt werden soll. Daraus dürften Erlöse von 28,5 Mio. EUR in 2023 sowie 25,5 Mio. EUR in 2024 realisiert werden, die jeweils den FCF beflügeln sollten. In den Folgejahren unterstellen wir absolut gesehen einen leichten WC-Aufbau.

Mit den von uns modellierten Steigerungen des Jahresüberschusses und dem positiven Delta aus Abschreibungen und den CAPEX-Investitionen dürfte der FCF in den Folgejahren stetig zulegen.

Free Cashflow-Entwicklung: normalisierte zweistellige FCF Yield voraus

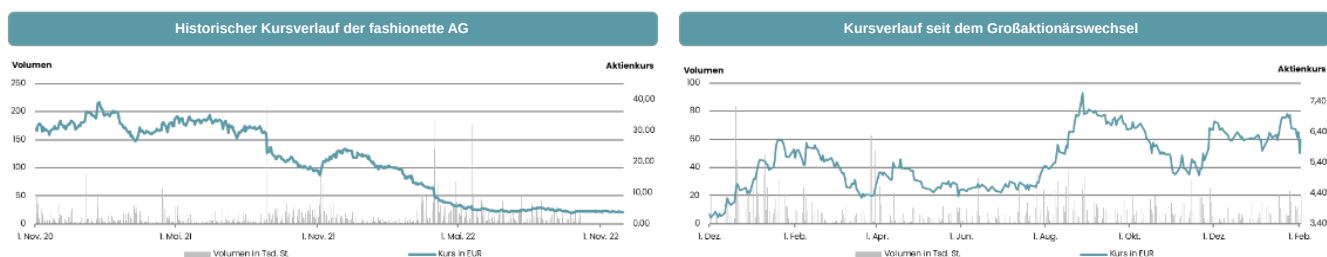


Quelle: Unternehmen, Montega

Enttäuschende Börsenhistorie der fashionette belastet

Die Aktie der damaligen fashionette AG hat sich im Zuge des großen Investoreninteresses zum IPO im Oktober 2020 anfangs positiv entwickelt und erreichte nur kurze Zeit nach dem ersten Handelstag das All-time-high mit einem Kurs von rd. 39,00 EUR. Nach einer auf den IPO folgenden enttäuschenden operativen Entwicklung folgte nach dem Kurshöchststand eine nahezu anhaltende Abwärtsbewegung, die ihren Tiefpunkt schließlich in der zweiten Jahreshälfte von 2022 fand. Mit einem Kursniveau von 3,59 EUR verlor das Unternehmen innerhalb eines kurzen Zeitraums 90% der ursprünglichen Bewertung (>200 Mio. EUR).

Auf einem Kursniveau von knapp über 4 EUR erfolgte schließlich der Großaktionärswechsel, indem Dr. Benner mit der Familien-Holding die Anteile des PE-Investors GENUI in 2022 erwarb (39% der Anteile). Da die fashionette AG nicht im Regierten Markt gehandelt wurde, konnte dies auch ohne Übernahmeangebot der übrigen Aktionäre geschehen. Durch den bis dato sowohl operativ als auch bewertungsseitig enttäuschenden Verlauf bekam der Großaktionärswechsel am Kapitalmarkt wenig Aufmerksamkeit. Dass hinter dem Einstieg von Benner Holding jedoch vorwiegend strategische Interessen standen, bestätigte die Ende Februar 2023 vermeldete adhoc-Meldung. Aus dieser ging hervor, dass auch die Zusammenführung beider Gesellschaften in Erwägung gezogen wurde.



Quelle: Capital IQ

Nachdem die zusammengeführte und umbenannte Gruppe im "neuen Gewand" bereits diverse Erfolge verzeichnen konnte (u.a. Anlauf des Plattformmodells; wirksames Restrukturierungspaket) und die fashionette in kürzester Zeit zurück in die Gewinnzone geführt wurde, reflektiert die Reaktion am Kapitalmarkt dies nur bedingt. Zwar hat sich der Kurs in Richtung 6,00 EUR erholt, preist u.E. bisher jedoch nicht den nachhaltigen Wachstumspfad ein. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die TPG bereits einen M&A-Track Record mit bewiesener Transformationskompetenz vorweisen kann.

Entsprechend gehen wir davon aus, dass sich die starke operative Entwicklung der TPG in den kommenden Finanzberichten zeigen wird, was sich wiederum positiv auf die Wahrnehmung und insbesondere das Vertrauen am Kapitalmarkt auswirken sollte. So dürfte sich die Bewertungslücke im weiteren Verlauf sukzessive schließen. Vermutlich befinden sich zahlreiche Investoren in einer abwartenden Haltung, bis die Gruppe erstmals einen testierten Konzernabschluss vorlegt, der eine belastbarere Bewertungsgrundlage liefert.

Zusätzlich dürften die regelmäßigen Akquisitionen von positivem Newsflow begleitet werden (3-8 M&A-Aktivitäten p.a.). Hinsichtlich der anorganischen Wachstumsstrategie sehen wir eine weitere Perspektive als hoch attraktiv an. Sobald der Kursverlauf der operativen Entwicklung folgen sollte, dürfte bei den kommenden Transaktionen die eigenen Aktien als M&A-Währung zunehmend an Attraktivität gewinnen (Multiple-Arbitrage).

Im Rahmen der Präsentation des letzten Capital Markets Days gab das Management der TPG bekannt, jegliche (Wachstums-)Kapitalmaßnahmen zu evaluieren. Aufgrund der angespannten Finanzierungslage (Net Debt/EBITDA-Verschuldungsziel i.H.v. 1,5-2,3x aktuell verfehlt) und der weiterhin dynamischen M&A-Strategie, dürfte der Vollzug einer Kapitalerhöhung u.E. naheliegend sein. Weder zukünftige Akquisitionen noch die Kapitalerhöhung haben wir in unserem Modell berücksichtigt.

Bewertung

Wir haben die Aktie der The Platform Group AG auf Basis eines DCF-Modells bewertet und das Ergebnis anhand einer Peergroup-Analyse plausibilisiert. Sämtliche Bewertungsverfahren deuten hierbei auf eine Unterbewertung der Aktie auf dem aktuellen Kursniveau hin.

DCF-Szenario: Nach den unüblich hohen Umsatzzuwächsen in 2022/23, die insbesondere durch Zukäufe sowie in 2023 die Abverkäufe des Cluno-Fuhrparks geprägt waren, unterstellen wir auch mittelfristig eine hoch einstellige Steigerungsrate von 6,5% p.a. (CAGR 2023e bis 2026e). Mit einem prognostizierten Wachstum von 6,6% in 2024 positionieren wir uns am oberen Ende der zuletzt kommunizierten Guidance (460–470 Mio. EUR). Schließlich sollte die Gruppe im Consumer-Bereich von der Erholung des Konsumklimas profitieren und die weiteren Segmente vorwiegend von dem voraussichtlich dynamischen Offline-to-Online-Shift, der bisher in wesentlichen Kategorien nur auf niedrigem Niveau erfolgte (u.a. Online-Durchdringungsrate in der Möbelindustrie in 2022: 18,4% und Zuwachs des Online-Geschäfts ggü. 2019: +45,4%). Auch der mittelfristige Ausblick auf die Profitabilität illustriert eine positive Entwicklung. So dürfte es der Gruppe gelingen, durch die konsequente Transformation in Richtung von Plattformmodellen, das Realisieren von Kostensynergien sowie die Umsatzverschiebung hin zu höhermargigen Kategorien (u.a. Gebrauchtmaschinenhandel und Luxus-Möbeln), sich dem avisierten EBITDA-Margenziel von 7–10% sukzessive zu nähern (2026e: 6,5%).

Darüber hinaus dürfte sich die starke FCF-Entwicklung durch Freisetzung von Working Capital in Folge des steigenden echten Plattformgeschäfts fortsetzen. Beschleunigt werden könnte diese zudem durch weitere Akquisitionen (s. Cluno-Effekt). Unter Annahme eines Betas von 1,4 und eines WACC von 9,75% ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 9,00 EUR (ungeachtet der für den Case wesentlichen M&A-Transaktionen). Auf Basis des letzten Schlusskurses impliziert dies ein attraktives Upside von 49%.

Peergroup-Vergleich: Die Analyse zu den von uns betrachteten Peers bestätigt die vom DCF-Modell indizierte Unterbewertung des Unternehmens. Auf Basis des EV/Umsatz- bzw. des EV/EBITDA-Multiple von 2024e weist die Gruppe der betrachteten Vergleichsunternehmen eine Bewertungsspanne von 8,00 EUR bis 12,40 EUR pro Aktie auf (About You wurde beim EV/EBITDA ausgeschlossen, da das niedrige Ergebnisniveau das Bild verzerren und die Aussagekraft u.E. erheblich reduzieren würde). Den damit impliziten Abschlag zur TPG sehen wir als nicht gerechtfertigt an. Insbesondere vor dem Hintergrund des – im Gegensatz zu den meisten der Vergleichsunternehmen (erwartete Peak-Margen bei z.B. About You und Zalando) – bereits unter Beweis gestellten Profitabilitätsniveaus. Sofern die Gruppe fortlaufend weitere Unternehmen zukauf, das Plattform-Geschäftsmodell anschließend implementiert und so die M&A-Wachstumsstrategie dynamisch fortsetzen wird, nimmt die TPG zunehmend die Perspektive eines serial acquirers ein. Ein solches Szenario könnte im Erfolgsfall mit einem höheren fairen Wert je Aktie einhergehen.

Fazit

Nach dem damaligen IPO der fashionette AG verlief die weitere Entwicklung sowohl operativ als auch am Kapitalmarkt alles andere als erfreulich. In Folge der überzogenen IPO-Erwartungen, die sich in der Praxis schließlich nicht bestätigen konnten, verlor die Aktie bei zahlreichen Investoren an Aufmerksamkeit. Daher ist es u.E. nicht verwunderlich, dass anfangs der Wechsel des Großaktionärs und anschließend die Gesellschaft in "neuem Gewand" bisher wenig Aufmerksamkeit erhalten hat. Entsprechend sehen wir die attraktiven Ertrags- sowie CF-Aussichten durch den konsequenten Plattformansatz in dem aktuellen Kursniveau nicht eingepreist. Spiegelt sich dies in den kommenden Finanzberichterstattungen jedoch wider, dürfte dadurch erst die Wahrnehmung und sukzessive auch das Vertrauen von Investorensseite zunehmen, wodurch sich u.E. die Bewertungslücke im Zeitverlauf schließen sollte. Wir empfehlen die Aktie daher mit einem DCF-basierten Kursziel von 9,00 EUR zum Kauf (Upside: 49%).

SWOT

Im Zentrum der Wettbewerbsqualität steht das Herzstück der TPG, die proprietäre Plattformlösung, die flexibel auf nahezu alle Branchen ausgeweitet werden kann, durch das bestehende Partnernetzwerk und die technische Komplexität nicht leicht replizierbar ist und somit ein hochprofitables Wirtschaften in Nischenmärkten ermöglicht. Der bisherige Fokus auf Westeuropa dürfte sich in naher Zukunft durch Markteintritte mit zahlreichen Plattformen (u.a. fashionette) in unterschiedlichen Ländern abschwächen. In Kombination mit weiteren Akquisitionen und operativen Erfolgen dürfte auch die belastete Kapitalmarkthistorie sukzessive in den Hintergrund treten, was sich nachhaltig positiv auf den Kursverlauf auswirken sollte.

Stärken

- Es besteht aufgrund der bereits hohen und noch zunehmenden Diversifizierung (derzeit in 18 Verticals vertreten; mindestens 30 bis Ende 2025 als Ziel) eine geringe Abhängigkeit von einzelnen Märkten.
- Der Full-Service-Ansatz entlang der gesamten E-Commerce-Wertschöpfungskette adressiert die zentralen Herausforderungen der (Offline-)Nischenhändler, was sich in dem enormen Partnerwachstum sowie der geringen Churn Rate von <5% zeigt.
- Der konsequente Fokus auf profitable Nischenmärkte ermöglicht hohe Ergebnisqualität.
- Das asset- und capital light-Geschäftsmodell geht mit geringem operativen Risiko (i.d.R. keine eigenen Warenbestände) und hoher Profitabilität einher.
- Die bereits installierte Partner- sowie Kundenbasis kann gegenüber aufkommenden Wettbewerbern als Burggraben angesehen werden und ist aus Sicht potenzieller Partner auch aufgrund der Cross-Selling-Perspektive zunehmend attraktiv.
- Die proprietäre Plattform-Software ist in nahezu allen Branchen adaptierbar, hinsichtlich der Konnektivität den Alternativen voraus (Anbindungsmöglichkeit zu >55 ERP-Systemen) und aufgrund der komplexen Systemarchitektur (u.a. bi-direktionale Anbindung, moderne Schnittstellen) wesentliches USP.

Schwächen

- Der bisher starke Fokus auf Westeuropa und insbesondere dem Heimatmarkt Deutschland hat zur Folge, dass anders als wesentliche Wettbewerber die internationale Präsenz noch vergleichsweise gering ist.
- Aufgrund der jungen Börsennotierung mittels Reverse-IPO liegen bisher lediglich Pro-Forma-Abschlüsse vor, weshalb die Zahlenhistorie nur bedingt nachvollziehbar ist.
- Die gescheiterte Börsenstory durch die damals schwache operative Entwicklung der fashionette kann als belastete Kapitalmarkthistorie bezeichnet werden, wodurch die Anfänge der TPG erschwert sein dürften.
- Innerhalb der wenigsten Verticals nehmen die Beteiligungen der TPG die Marktführerperspektive ein.

Chancen

- Ein anhaltend niedriges Bewertungsumfeld von potenziellen Übernahmekandidaten dürfte die M&A-Aktivitäten beschleunigen.
- Es existiert u.E. ein großes Potenzial in der Internationalisierung, wofür bereits in zahlreichen Portfoliounternehmen konkrete Pläne ausgearbeitet wurden.

Risiken

- Das organische Wachstum hängt im Wesentlichen von der erfolgreichen Anbindung weiterer Partner ab.
- Ein zunehmender Wettbewerb könnte das Ergebnisniveau in ausgewählten Verticals unter Druck setzen (u.a. LOTT-Autoteile mit tendenziell geringeren Warenkörben).
- Im Consumer-Bereich könnten die eigenen Kundenakquisitionskosten zunehmen, sodass die verbleibende Segment-Profitabilität nicht ausreicht, die laufenden Kosten für die eigenen Plattformen zu decken.
- Abhängig von dem Erfolg des echten Plattformgeschäfts ist auch der Working Capital-Bedarf. So könnte u.U. der noch vergleichsweise hohe Vorratsbestand bei LOTT sowie fashionette langsamer reduziert werden als bisher in Aussicht gestellt.

Bewertung

Wir haben die Bewertung von der The Platform Group AG anhand eines DCF-Modells durchgeführt und zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse herangezogen. Die Annahmen des DCF-Modells werden im Folgenden dargestellt.

DCF-Modell

Wachstumsseitig reflektiert das DCF-Modell insbesondere den Rückenwind aus der strukturellen Umsatzverschiebung vom stationären zum Online-Handel in den bisher noch unterrepräsentierten und für die TPG wesentlichen Branchen (z.B. Luxusmarkt in der Modeindustrie, Handel mit Gebrauchtmaschinen, hochpreisige Möbel). Da in diesen Kategorien entsprechende Nachholbewegungen zu erwarten sind, dürfte es der Gruppe gelingen, auch organisch mit dem Gesamtmarkt mit zu wachsen (CAGR 2023 bis 2026: 6,5% p.a.). Dazu beitragen sollte vor allem die zunehmende Anzahl angebundener Partner, durch die sich das Sortiment vergrößert und dieses wiederum mehr Kunden anspricht. Die steigende Anzahl aktiver Kunden führt schlussendlich zu mehr Transaktionen.

Nach dem voraussichtlich starken Zuwachs in 2023 (>30% yoy) gehen wir trotz des noch in 2024 wirkenden Sondereffekts der Fuhrpark-Abverkäufe (MONE: 25,5 Mio. EUR) von abflachenden Steigerungsraten aus.

In Folge der stark unterschiedlichen Wachstumspotenziale wird vermutlich eine signifikante Umsatzverschiebung zu beobachten sein. Während in 2022 noch 82,6% der Erlöse im Consumer-Bereich realisiert wurden, dürften die weiteren Segmente im Zeitverlauf deutlich aufholen (Freight Goods 2022: 5,2% vs. 2026e: 18,5%; Industrial Goods 2022: 9,6% vs. 2026e: 23,4%).

Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine (organische) ewige Wachstumsrate von 2,5% verwendet. Damit unterstellen wir, dass sich die Anzahl der angebotenen Händler im Terminal Value konstant verhält.

Mit Blick auf die Ergebnisqualität kann festgehalten werden, dass der TPG eine sukzessive Verbesserung auf Konzernebene gelingen sollte. Wie im Bestandsgeschäft bereits unter Beweis gestellt werden konnte (H1/23 EBITDA-Marge TPG exkl. fashionette: 10,3%), dürfte sich die Gruppe dem avisierten adj. EBITDA-Margenziel von 7-10% durch den zunehmenden Plattformanteil annähern, wenngleich unsere Erwartungen auch noch in 2026e leicht darunter liegen (6,5%; +3,4PP ggü. 2022).

Durch den steigenden Erlösanteil von Drittanbietern wird in Relation zum Umsatz deutlich weniger Vorratsvermögen benötigt. Hieraus rechnen wir mit einem kontinuierlichen Rückgang der WC-Quote, die im Terminal Value lediglich 12,1% ausmachen sollte.

Der in 2024 noch signifikant von den Abverkäufen des Fuhrparks geprägte FCF dürfte sich ab 2025 auf einem normalisierten Niveau bewegen (MONE: 13,3 Mio. EUR; FCF Yield i.H.v. 9,6%) und auch in den Folgejahren von einem kontinuierlich steigenden Jahresergebnisses profitieren. Den Cash-Abfluss aus der Cluno-Akquisition haben wir für 2023 berücksichtigt in der DCF-Modellierung in der Zeile "Übriges" berücksichtigt.

Im Terminal Value unterstellen wir schließlich eine EBIT-Marge von 5,0%, wovon die TPG zwar derzeit weit entfernt ist, sich jedoch langsam dem Niveau annähern sollte.

Möglichen Einfluss von zukünftigen Akquisitionen haben wir nicht eingepreist, der jedoch aufgrund der hohen Aktivität mit 3-8 Targets p.a. substantiell sein dürfte. Seit 2018 hat die TPG mehrfach gezeigt, über M&A-, Transformations- sowie Restrukturierungsexpertise zu verfügen. Selbst wenn der faire Wert der Aktie auf Basis unseres Modells kein attraktives Upside ergeben würde, könnte die nicht eingepreiste Buy&Build-Strategie u.U. eine "Kaufen"-Empfehlung rechtfertigen. Hinzu kommt die attraktive Multiple-Arbitrage-Perspektive, sofern der Kurs weiter zulegen wird.

Das verwendete Beta von 1,4 trägt insbesondere der Tatsache Rechnung, dass bis dato kein konsolidierter und testierter Konzernabschluss nach dem Reverse IPO vorliegt und daher die historische Entwicklung nur bedingt nachvollziehbar ist. Ebenso birgt u.E. die angestrebte Internationalisierung (u.a. Indien sowie USA) gewisse Herausforderungen, die derzeit aufgrund der geringen Erfahrungswerte noch nicht abzusehen sind.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 25% ergibt sich ein WACC von 9,75%.

Für die The Platform Group AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie von **9,00** EUR.

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Value
Umsatz	440,5	469,4	499,8	531,7	561,5	589,0	613,2	628,5
Veränderung	32,2%	6,6%	6,5%	6,4%	5,6%	4,9%	4,1%	2,5%
EBIT	10,6	14,6	18,6	23,7	26,4	29,5	30,7	31,4
EBIT-Marge	2,4%	3,1%	3,7%	4,4%	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%
NOPAT	7,4	10,2	13,0	16,6	18,5	20,6	21,5	22,0
Abschreibungen	10,0	10,5	10,5	11,0	10,7	10,0	9,8	9,4
in % vom Umsatz	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	1,9%	1,7%	1,6%	1,5%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-31,2	8,7	-1,0	-1,8	-1,5	-1,5	-0,9	-0,4
- Investitionen	-9,0	-9,0	-9,5	-10,0	-10,1	-10,0	-9,8	-9,4
Investitionsquote	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%
Übriges	-25,5							
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-48,3	20,4	13,0	15,7	17,5	19,1	20,6	21,6
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Present Value	-49,4	19,0	11,1	12,2	12,4	12,3	12,0	159,1
Kumuliert	-49,4	-30,4	-19,3	-7,1	5,2	17,5	29,6	188,7

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	188,7
Terminal Value	159,1
Anteil vom Tpv-Wert	84%
Verbindlichkeiten	42,2
Liquide Mittel	9,2
Eigenkapitalwert	155,7

Aktienzahl (Mio.)	17,27
Wert je Aktie (Euro)	9,01
+Upside / -Downside	49%
Aktienkurs (Euro)	6,04

Modellparameter

Fremdkapitalquote	25,0%
Fremdkapitalzins	6,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,40
WACC	9,8%
ewiges Wachstum	2,5%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2023-2026	6,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2023-2029	5,7%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2030	2,5%
Kurzfristige EBIT-Marge	2023-2026	3,4%
Mittelfristige EBIT-Marge	2023-2029	4,1%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2030	5,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,25%	7,36	7,83	8,09	8,37	8,99
10,00%	7,74	8,25	8,54	8,84	9,51
9,75%	8,15	8,71	9,01	9,34	10,08
9,50%	8,59	9,19	9,52	9,88	10,69
9,25%	9,05	9,71	10,07	10,47	11,35

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2030e

WACC	4,50%	4,75%	5,00%	5,25%	5,50%
10,25%	7,24	7,67	8,09	8,52	8,94
10,00%	7,65	8,09	8,54	8,98	9,43
9,75%	8,08	8,55	9,01	9,48	9,95
9,50%	8,54	9,03	9,52	10,02	10,51
9,25%	9,04	9,55	10,07	10,59	11,11

Quelle: Montega

Peergroup-Vergleich

Die Beurteilung der Branchenverhältnisse ist u.E. nur bedingt möglich, weshalb die sich ergebenden Bewertungsparameter der Vergleichsunternehmen nur eingeschränkt repräsentativ sind. So agieren die betrachteten Peers bis auf Etsy allesamt im Bereich der Modeindustrie. Entsprechend fokussiert ist das Produktangebot, wodurch lediglich ein Vergleich mit dem Segment der Consumer Goods möglich ist. In den kleineren Nischenmärkten wie dem Gebrauchtmaschinenhandel oder dem Plattformbetrieb im Möbelbereich ist uns kein börsennotierter Wettbewerber bekannt. Erschwerend kommt hinzu, dass der regionale Fokus sowohl im operativen Geschäft als auch hinsichtlich des Börsenplatzes größtenteils von dem der TPG abweicht. So sind von den Vergleichsunternehmen lediglich die Zalando sowie die About You in Deutschland gelistet.

Zusätzlich stimmen die Geschäftsmodellansätze nur bedingt überein, da die TPG u.a. mit dem Full-Service-Ansatz weitaus tiefer in die Wertschöpfungskette des E-Commerces greift. Zudem ist das Themenfeld der M&A-, Transformations- sowie Restrukturierungsaktivitäten bei den betrachteten Vergleichsunternehmen von geringer oder gar keiner Bedeutung.

Nichtsdestotrotz unterstreicht der Multiple-Vergleich sowohl basierend auf dem EV/Umsatz als auch EV/EBITDA die aus dem DCF-Modell errechnete Unterbewertung. Da in beiden Betrachtungsszenarien Ausreißer vorliegen (Etsy bei EV/Umsatz; About You bei EV/EBITDA), basieren unsere Einschätzungen auf dem jeweiligen Median der Peers.

So notiert die Aktie basierend auf dem EV/Umsatz-Verhältnis mit 0,3x leicht unter dem Median der Peers (0,4x). Zu berücksichtigen ist u.E. jedoch, dass das prognostizierte Top Line-Wachstum bis 2026 über dem der Vergleichsunternehmen liegt. In der Betrachtung des EV/EBITDA liegt die Bewertung der TPG konsequent unterhalb des Niveaus der Peers. Für 2024 notiert die TPG-Aktie mit 5,5x signifikant unter dem Median der Vergleichsgruppe (9,9x).

Damit liegt die Bewertungsbandbreite für den fairen Wert je Aktie im Jahr 2024e zwischen 8,00 EUR und 12,40 EUR, wodurch unser DCF-basiertes Kursziel i.H.v. 9,00 EUR gerechtfertigt wird.

Zalando SE (XTRA:ZAL): Die Zalando SE betreibt eine Online-Plattform für Mode- und Lifestyle-Produkte (Schuhe, Kleidung, Accessoires und Beauty-Produkte). Das Unternehmen vertreibt seine Produkte auch über Lounge by Zalando sowie über stationäre Outlet-Stores. Während die Entstehungsgeschichte ihren Ursprung in Deutschland hat, ist Zalando mittlerweile in zahlreichen europäischen Märkten vertreten und mit zuletzt 10,3 Mrd. EUR Umsatz und einem EBITDA i.H.v. ca. 205 Mio. EUR (Marge: 2,0%) eine wesentliche Größe im Modebereich.

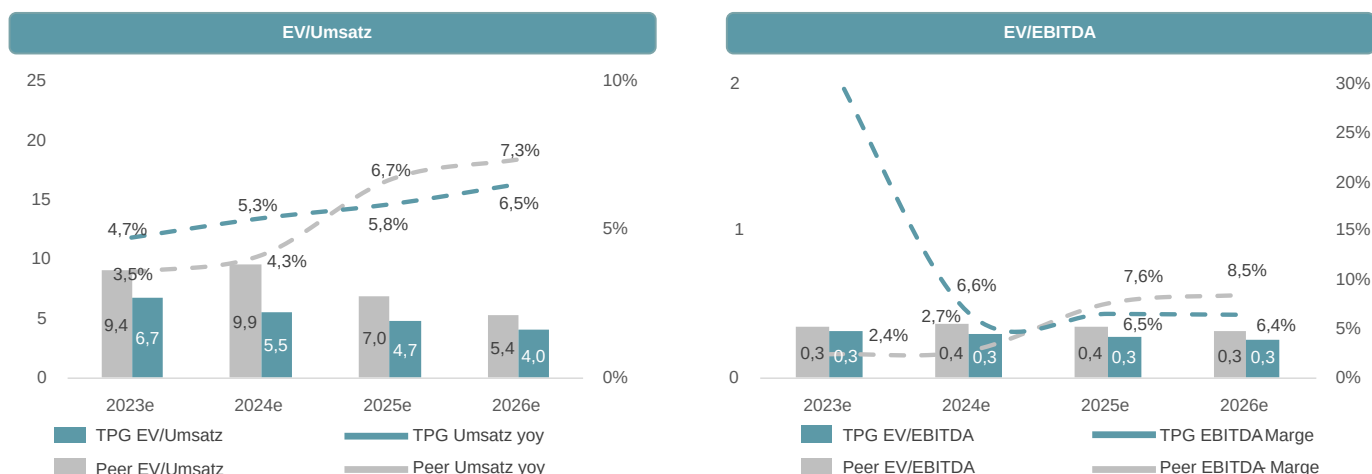
About You Holding SE (DB:YOU): About You Holding SE, ein Mode- und Technologieunternehmen ist in drei Segmenten tätig: 1) ABOUT YOU DACH; 2) ABOUT YOU Rest of Europe; 3) Tech, Media, and Enabling und betreibt die ABOUT YOU-App sowie einen Online-Shop für verschiedene Marken. Darüber hinaus bietet es B2B-E-Commerce-Softwarelösungen, Werbeformate für Marken sowie Enabling Services, einschließlich E-Commerce-Operationen und Marketing-Wachstumsdienstleistungen. 2014 gegründet und in Hamburg ansässig erzielt About You mittlerweile einen Umsatz von rd. 1,9 Mrd. EUR, jedoch noch ein negatives EBITDA von etwa -209 Mio. EUR.

ASOS Plc (LSE:ASC): Als international vertretener Online-Modehändler mit Ursprung im Vereinigten Königreich vertreibt ASOS seine Produkte unter verschiedenen Marken (Eigenmarken wie z.B. ASOS Design, ASOS Edition, ASOS Luxe sowie über Drittmarken). Ein Großteil vom Gesamtumsatz, der zuletzt 3,5 Mrd. GBP betrug, wird auf dem Heimatmarkt realisiert (>40%), während in Europa Deutschland sowie die Vereinigten Staaten ebenfalls bedeutsame Absatzregionen darstellen. Das EBITDA war in 2023 negativ und belief sich auf ca. -206 Mio. GBP.

Farfetch Limited (OTCPK:FTCH.F): Farfetch betreibt zusammen mit seinen Tochtergesellschaften eine Plattform für die Luxusmodebranche und ist insbesondere in den Vereinigten Staaten sowie dem Vereinigten Königreich, wo auch der Firmensitz liegt, präsent. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Digitale Plattform, Markenplattform und In-Store. Mit The Farfetch Marketplace verbindet das Unternehmen die Verkäuferseite (Marken, Boutiquen und Kaufhäusern) mit internationalen luxusorientierten Kunden. Bei Konzernerlösen von 2,3 Mrd. USD und einem EBITDA i.H.v. etwa -516 Mio. USD illustriert das Kursniveau von deutlich unter 0,1 USD (knapp 70 USD im High) und einer Marktkapitalisierung von rd. 15 Mio. USD ein desaströses Bild. Seit Ende 2023 ist sind die Stammaktien der Klasse A vom Handel ausgesetzt und ein Verfahren zum Delisting wurde eingeleitet.

Etsy, Inc. (NasdaqGS:ETSY): Die Gruppe betreibt mit seinen Tochtergesellschaften Online-Marktplätze. Kernprodukt ist Etsy.com, der private Kunsthandwerker und Unternehmer mit verschiedenen Verbrauchern verbindet. Das Unternehmen bietet auch Reverb, einen Marktplatz für Musikinstrumente, Depop, einen Marktplatz für den Wiederverkauf von Mode, und Elo7, einen in Brasilien ansässigen Marktplatz für handgefertigte und einzigartige Artikel. Per Ende 2022 verfügte das Unternehmen über 7,5 Millionen aktive Verkäufer und 95,1 Millionen Käufer, wodurch ein Umsatz von 2,6 Mrd. USD sowie ein EBITDA von rd. 449 Mio. USD (Marge: 17,5%) erzielt wurde.

Bohoo Group Plc (AIM:BOO): Die bohoo-Gruppe vertreibt über seine Tochtergesellschaften als Online-Einzelhändler Bekleidung insbesondere im Kernmarkt UK, weiteren europäischen Ländern sowie den Vereinigten Staaten. Das Unternehmen entwirft, beschafft, vermarktet und verkauft Kleidung, Schuhe, Accessoires und Beauty-Produkte. Zu den Marken gehören u.a. bohoo, Wallis, Burton und Debenhams. Zuletzt standen ein Konzernumsatz i.H.v. 1,8 Mrd. GBP sowie ein Break-Even EBITDA zu Buche.



Peergroup The Platform Group AG

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz				Umsatzwachstum yoy			
		2023e	2024e	2025e	2026e	2023e	2024e	2025e	2026e
bohoo group plc	0,35	0,33	0,39	0,38	0,36	-10,8%	-15,0%	2,6%	7,3%
Etsy, Inc.	78,85	3,97	3,79	3,47	3,16	6,5%	4,8%	9,2%	10,0%
Farfetch Limited	0,03	0,34	0,28	0,24	0,23	8,3%	21,2%	15,8%	4,1%
Zalando SE	19,55	0,48	0,47	0,44	0,39	-1,8%	3,2%	7,2%	10,9%
About You Holding SE	4,21	0,34	0,34	0,31	0,28	10,0%	2,2%	7,9%	9,6%
Median		0,3	0,4	0,4	0,3	2,4%	2,7%	7,6%	8,5%
The Platform Group AG	6,04	0,3	0,3	0,3	0,3	32,2%	6,6%	6,5%	6,4%
Potenzial/Differenz		9%	25%	27%	27%	29,8PP	3,8PP	-1,1PP	-2,1PP
Fairer Wert je Aktie		6,80	8,00	8,20	8,20				

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV/EBITDA				EBITDA Marge			
		2023e	2024e	2025e	2026e	2023e	2024e	2025e	2026e
bohoo group plc	592,1	9,35	9,73	8,16	6,02	3,6%	4,0%	4,7%	5,9%
Etsy, Inc.	10.854,2	14,56	13,69	12,31	10,95	27,3%	27,7%	28,2%	28,8%
Farfetch Limited	860,6	67,23	6,08	3,02	1,62	0,5%	4,7%	8,1%	14,5%
Zalando SE	4.895,9	7,56	6,45	5,51	4,74	6,4%	7,2%	7,9%	8,3%
About You Holding SE	653,4	neg.	179,50	22,88	9,84	-7,2%	0,2%	1,4%	2,9%
Median		9,35	9,87	7,04	5,38	3,5%	4,3%	6,7%	7,3%
The Platform Group AG	138,2	6,71	5,51	4,75	3,99	4,7%	5,3%	5,8%	6,5%
Potenzial/Differenz		39%	79%	48%	35%	1,2PP	1,0PP	-0,8PP	-0,8PP
Fairer Wert je Aktie		9,20	12,40	9,90	8,80				

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Unternehmenshintergrund

Die The Platform Group AG (TPG) ist ein stark wachsender Software- und Schnittstellenspezialist, der sich auf die Entwicklung sowie den Betrieb von proprietären E-Commerce-Plattformlösungen fokussiert hat und kleinen bis mittelgroßen Retail-Anbietern (sowohl B2B als auch B2C) Zugang zu über 50 reichweitenstarken Online-Vertriebskanälen verschafft (darunter Marktplätze wie Amazon). Der CEO Dr. Dominik Benner hatte die Führung des Familienunternehmens in mittlerweile fünfter Generation in 2012 erworben, erkannte frühzeitig die Herausforderungen für den klassischen "brick&mortar"-Einzelhändler und transformierte daher das Unternehmen von einem stationären Schuhhändler zu einem Plattformbetrieb für eben solche Marktteilnehmer, für die sich der Aufbau eines eigenen Webshops aus Kosten-Nutzen-Gesichtspunkten nicht rentiert. TPG liefert den angeschlossenen Partnern hierbei eine 360°-Lösung und übernimmt neben der Anbindung des entsprechenden ERP-Systems (hier besteht die Konnektivität zu über 55 Systemen, wohingegen Wettbewerber wie Zalando erheblich selektiver vorgehen und nur 12 anbieten) zahlreiche Prozesse sowie Serviceleistungen entlang der gesamten E-Commerce-Wertschöpfungskette. Mittlerweile sind über 5.500 Partner aus 19 verschiedenen Branchen angeschlossen. Aufgrund der u.E. hohen Attraktivität für Retail-Partner dürfte die Anzahl auch künftig dynamisch zulegen. Bis Ende 2025 möchte das Unternehmen durch weitere Akquisitionen (3-8 p.a.) in insgesamt 30 Märkten aktiv sein und konzentriert sich insbesondere auf Kategorien mit hohen durchschnittlichen Warenkörben (wie z.B. Möbelfirst mit rd. 4.000 Euro) oder aber Branchen mit geringer Preistransparenz (z.B. B2B-Gebrauchsmaschinen).

Nachdem TPG im Dezember 2022 bereits 39% der Anteile an der damaligen fashionette AG aus der Hand der Private Equity-Gesellschaft GENUI erworben hatte, folgte im September 2023 dann die offizielle Zusammenführung der Unternehmen, welche mit der Umbenennung in die The Platform Group AG führte. Hinter der bisher wegweisendsten Akquisition steht zum einen der Vorteil einer Vielzahl von Finanzierungsmöglichkeiten durch die Börsennotierung sowie zusätzlich das strategische Ziel, ein Ecosystem für luxusbegeisterte Endkunden zu schaffen und durch ein breites Produktsortiment von Kleidung, Accessoires sowie zu weiteren hochpreisigen Verticals wie dem Geschäft der Möbelfirst Cross Selling-Synergien zu realisieren.

Key Facts

Sektor	Plattform-Software
Ticker	TPG
Mitarbeiter	rd. 680
Umsatz	440,5 Mio. EUR
adj. EBITDA	20,6 Mio. EUR
adj. EBITDA-Marge	4,7%
Geschäftsmodell	Ermöglicht stationären Einzelhändlern durch die Plattform-anbindung sofortigen Zugang zu zahlreichen reichweitenstarken Online-Absatzkanälen wie Amazon sowie ebay und agiert hierbei aufgrund der umfangreichen Serviceleistungen als 360°-Anbieter (u.a. Pricing, Marketing, Produktfotos). Zudem verfolgt die TPG als "serial-acquirer" eine dynamische M&A-Strategie.
Kernkompetenz	Das Unternehmen hat sich auf die Entwicklung und das Betreiben von Plattformen sowie zur Anbindung notwendiger Schnittstellen-Software spezialisiert.
Kundenstruktur	TPG bedient mit den zahlreichen Plattformen sowohl Firmenkunden im B2B- als auch den Endkunden im B2C-Geschäft. Die Kundenstruktur variiert hier in den einzelnen Märkten stark, jedoch sind die Plattform-Lösungen insbesondere für KMUs attraktiv, da dort meist sowohl Ressourcen als auch Know-how nicht vorhanden sind (>5.500 Partner).

Quelle: Unternehmen

Stand: Geschäftsjahr 2023e

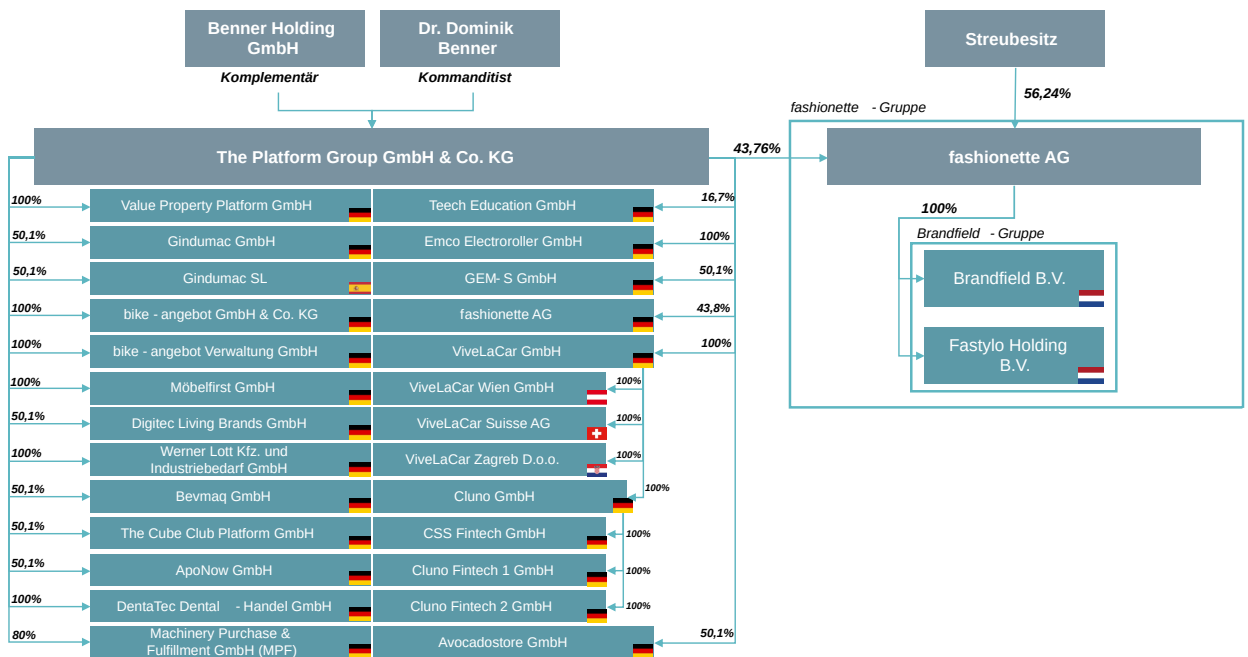
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 1882 Unternehmensgründung in Hofheim am Taunus
- 2012 Übernahme der Unternehmensführung von Dr. Dominik Benner als CEO & Beginn der Transformation des Geschäftsmodellansatzes
- 2013 Gründung der "Schuhe.24" als erste Plattform-Lösung für stationäre und lokale Schuhhändler
- 2018 Go-Live der Plattform "Outfits.24"
- 2019 Go-Live der Plattform "Taschen.24"
- 2020 Portfolioerweiterung durch Akquisitionen (u.a. Gindumac, Möbelfirst) sowie Beteiligungen (z.B. Teech) & Umbenennung in "The Platform Group"
- 2021 Erneute Geschäftsmodellerweiterung (u.a. DentaTec, Lott, ApoNow, Doc.Green)
- 2022 Weitere Akquisitionen (BEVMAQ, Emco, ViveLaCar) & Position i.H.v. 38,5% an der fashionette AG aufgebaut
- 2023 Akquisition von CLUNO und Simon-Profi-Technik GmbH sowie Aufstockung bestehender Beteiligung & IPO durch den Börsenmantel der fashionette AG

Konzernstruktur

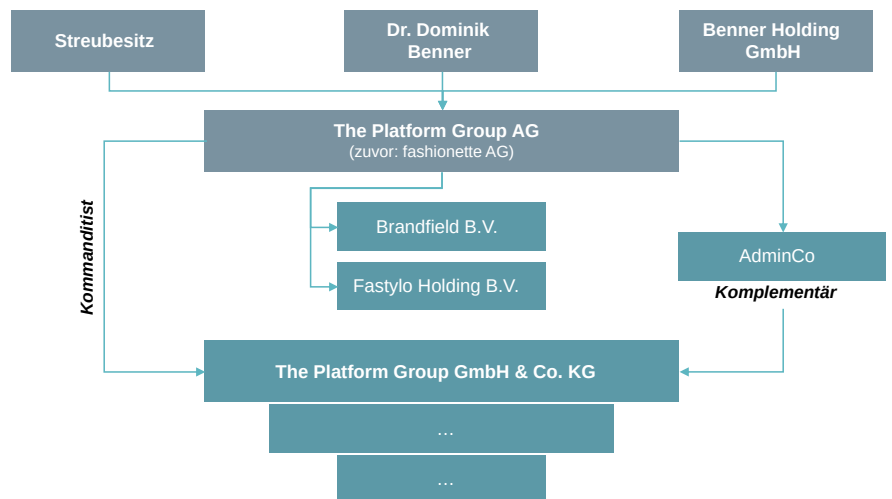
Mit der Zusammenführung der börsennotierten fashionette AG und der ehemaligen The Platform Group GmbH & Co. KG entstand die seit dem 10. November 2023 nach außen auftretende The Platform Group AG, deren Tochtergesellschaften zuvor genannte sind und denselben operativen Funktionen nachgehen. Folgendes Schaubild zeigt die wesentlichen Veränderungen in der Konzernstruktur, die im Zuge des Reverse-IPOs umgesetzt wurden.

Struktur und Beteiligungsverhältnisse vor der Zusammenführung



Quelle: Unternehmen

Struktur und Beteiligungsverhältnisse nach der Zusammenführung



Quelle: Unternehmen

Vor der Sacheinlage war die TPG GmbH & Co. KG, dessen Komplementär die Benner Holding GmbH (Single Family Office) und Kommanditist Herr Dr. Dominik Benner als Privatperson war, bereits seit dem Dezember 2022 mit 43,8% an der fashionette-Gruppe beteiligt. Zum Zeitpunkt der Einbringung befanden sich die Aktien an der fashionette im Besitz der Benner Holding. Nach Übertragung des Kommanditanteils an der The Platform Group wurde die "AdminCo" als neue Tochtergesellschaft der fashionette gegründet, um als persönlich haftende Gesellschafterin der TPG beizutreten und entsprechend die Benner Holding GmbH zu ersetzen.

Der Konsolidierungskreis der TPG GmbH & Co. KG umfasst 15 gesamtlich einbezogene Tochterunternehmen (= 100%-Anteil), sowie weitere neun Gesellschaften, bei denen TPG zwar keine 100%, jedoch ebenfalls die Mehrheit der Anteile hält. Darüber hinaus besteht eine Minderheitsbeteiligung an der Lernplattform Teach Education GmbH (16,7%). Das Management um Dr. Benner gestaltet das Plattform-Portfolio fortlaufend dynamisch, was sich im Aufstocken zahlreicher bestehender Beteiligungen oder aber in der Akquisition neuer Targets darstellt. So wurden in der zweiten Jahreshälfte in 2023 unter anderem die Positionen bei der Möbelfirst und ViveLaCar jeweils auf 100% ausgebaut, eine Minderheitsbeteiligung mittels Aktien-Swap bei der Mister Spex SE eingegangen (7,6%) sowie im noch jungen Geschäftsjahr 2024 mit der Mehrheitsbeteiligung an der Avocadostore GmbH bereits eine weitere Plattform akquiriert. Mit einem avisierten Mittelfristziel, bis Ende 2025 durch jährlich 3-8 Akquisitionen in insgesamt 30 Verticals mit aktiv zu sein, dürfte die Konzernstruktur kontinuierlich erweitert werden.

Segmentberichterstattung

Die TPG AG wird erstmals für das Geschäftsjahr 2023 einen konsolidierten Konzernabschluss veröffentlichen. Auf Basis der uns zugänglichen Datengrundlage wird die Gruppe in der Segmentberichterstattung - wie seit dem Geschäftsjahr 2021 für die TPG - folgende vier Geschäftsbereiche separat ausweisen, in die das operative Geschäft gegliedert werden kann.

Übersicht der vier Segmente sowie zugehöriger Plattformen

Consumer Goods (Umsatzanteil 2023e: 59,9%)	Freight Goods (Umsatzanteil 2023e: 18,7%)	Industrial Goods (Umsatzanteil 2023e: 18,4%)	Service & Retail Goods (Umsatzanteil 2023e: 3,0%)
fashionette [®] (B2C)	Stylefy (B2C)	DentaTec (B2B)	Doc.Green (B2B)
TASCHEN24 (B2C)	MÖBELFIRST (B2C)	FLOTT ADTOTEILE (B2B & B2C)	aponow (B2B)
SCHUHE24 (B2C)	bike-angebot (B2C)	BEVMAD (B2B)	KlickA (B2B)
OUTFITS 24 (B2C)	emco e-scooter (B2B)	GINDUMAC (B2B)	ViveLaCar (B2B & B2C)
MYSTATIONARY (B2C)	GEM-S (B2B)	MPF (B2B)	teech (B2B)
DEIN JUWELIER (B2C)	ViveLaCar (B2B & B2C)	CLUNO (B2B)	10 stationäre Modegeschäfte (B2C)
ENVOGUE (B2C)			

Quelle: Unternehmen

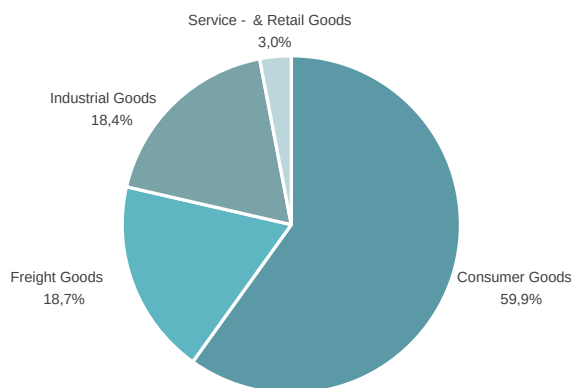
Consumer Goods (Umsatzanteil Pro-Forma 2023e: 59,9%): Als klassisches stationäres Schuhgeschäft begonnen, ist in diesem Segment die DNA der ursprünglichen TPG verankert. Mittlerweile werden hier Umsätze erfasst, die auf den Plattformen Schuhe24, Outfits24, Taschen24, MyStationary, Dein Juweilier sowie enVOGUE (exklusiv in Frankreich) durch den Verkauf von Schuhen, Taschen, Bekleidung und Modeaccessoires verschiedener Preiskategorien realisiert werden. Charakteristisch für diesen Bereich ist das direkte Endkundengeschäft (B2C), dass die Produkte keine komplexen logistischen Anforderungen aufweisen und somit der Mehrwert durch den Fokus auf die Kunden- sowie Vertrieboptimierung geschaffen wird. Hier dürften künftig auch die Umsatzbeiträge der ehemaligen fashionette-Gruppe (fashionette sowie die vollständig akquirierten niederländischen Tochtergesellschaften) einfließen. Der neu etablierte Plattformsatz für die fashionette (bisher Pure-Play-E-Commerce) mit dem Fokus auf ein exklusives Luxussortiment dürfte wesentlicher Wachstumstreiber des Bereichs Consumer Goods darstellen, weshalb bis 2026e mehr als die Hälfte der Umsätze in diesem Segment erzielt werden dürften.

Freight Goods (Umsatzanteil Pro-Forma 2023e: 18,7%): Im Zentrum dieses Segments stehen Produkte, deren Verkauf sich aus logistischen Gesichtspunkten als nicht trivial darstellt. Wesentlicher value-add durch die TPG besteht in den professionalisierten Logistikprozessen, wodurch wesentliche Segment-KPIs wie die Frachtkosten pro Land oder Kunde optimiert werden. Das Portfolio erstreckt sich über diverse Branchen und umfasst mittlerweile Plattform-Lösungen in den Bereich der Auto-Abonnements (ViveLaCar sowie Cluno), dem Möbelhandel (Stylefy und Möbelfirst), dem Vertrieb von Fahrrädern (bike-angebot) sowie der e-mobility Sparte (Emco und GEM-S).

Industrial Goods (Umsatzanteil Pro-Forma 2023e: 18,4%): Die vorwiegend im B2B-Bereich vertriebenen Produkte aus dem Segment Industrial zeichnen sich dadurch aus, dass die entsprechenden Plattformen eine internationale Reichweite haben und Unternehmenskunden weltweit erreichen. Neben den kleineren Plattformen (DentaTec sowie The Cube Club für den Zahnarzt- bzw. Friseurbedarf) steht hier insbesondere der Handel mit Gebrauchtmaschinen im Fokus (MPF als Ankaufsgesellschaft, BEVMAQ für die Getränkeindustrie sowie Gindumac). Darüber hinaus ist die Gruppe über die LOTT-Tochter im KFZ-Teilehandel aktiv (B2B & B2C).

Service- und Retail Goods (Umsatzanteil Pro-Forma 2023e: 3,0%): Dieses Segment mit vergleichsweise geringem Top Line-Beitrag ist geprägt von Plattformen, bei denen die Vergütung service- bzw. leistungsbezogen variabel erfolgt. So betreibt die Gruppe digitale Lösungen für den Apothekenbereich (z.B. Bestellplattform "KlickA"), ist an der Lernplattform teech beteiligt, verfügt über eine Plattform zur Transaktionsbegleitung von Immobilien und führt ebenfalls zehn klassisch-stationäre Modegeschäfte im Bestand.

Umsatz nach Segmenten (2023e)



Quelle: Unternehmen

Management

Die TPG AG wird von einem zweiköpfigen Vorstandsteam geführt. Herr Dr. Dominik Benner verantwortet seit März 2023 als CEO der Gruppe die weitere Geschäftsentwicklung und wird hierbei von Frau Laura Vogelsang unterstützt, die im Mai 2023 zum Vorstandsmitglied befördert wurde, nachdem sie bereits vor dem Zusammenschluss bei der fashionette verschiedene Führungspositionen bekleidete – zuletzt als Director People & Office Management.



Dr. Dominik Benner begann nach Verleihung des Dokortitels im Bereich der Betriebswirtschaft an der renommierten Universität St. Gallen seine berufliche Karriere bei Bilfinger Berger, wo er bereits frühzeitig verschiedene Führungspositionen bekleidete. Anschließend wechselte Herr Dr. Benner im Jahr 2011 die Branche und startete bei der JUWI Gruppe, wo er als Geschäftsführer weitere Erfahrungen sammelte. Kurze Zeit später folgte in 2012 der Einstieg in das Familienunternehmen, in dem er die Transformation von einem rein stationären Handelsgeschäft in Richtung E-Commerce und schließlich die Weiterentwicklung zu einem skalierbaren Ecosystem-Ansatz in die Wege leitete. Trotz der Neuausrichtung des Geschäftsmodells und dem damit einhergehenden Wachstumskurs war die TPG stets profitabel. Seit März 2023 verantwortet er als CEO der The Platform Group AG federführend die weitere Geschäftsentwicklung.

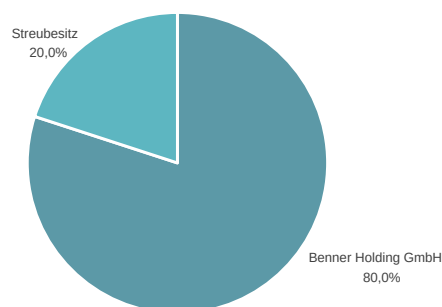


Laura Vogelsang startete ihre berufliche Laufbahn nach erfolgreichem Abschluss des Bachelor- und Masterstudiums an den Universitäten in Bochum bzw. Chemnitz bei Vodafone. Dort leitete sie zuletzt das Risk & Fraud Management Online Team und konnte dank ihrer Leistung und Erfahrung den Bereich Risk & Payment in 2018 schließlich bei der fashionette etablieren. 2022 folgte zudem die Beförderung zum Head of HR und 2023 ein weiterer Aufstieg in die Rolle als Director People & Office Management. Im Rahmen des Mergers wurde Frau Vogelsang dann im Mai 2023 in den Vorstand berufen.

Aktionärsstruktur

Erster Handelstag für die Aktien der in die The Platform Group AG umbenannten und im Freiverkehr (Wachstumssegment "Scale") der Frankfurter Wertpapierbörse notierten Gesellschaft war der 11. Dezember 2023. Das ursprüngliche Grundkapital der fashionette AG belief sich auf 6.200.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien zu einem Nominalwert von einem Euro je Aktie. Der Zusammenschluss erfolgte mittels Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage unter Bezugsrechtsausschluss und führte dazu, dass das Grundkapital um 11.073.852 EUR auf insgesamt 17.273.852 EUR anstieg (Einbringungsverhältnis: 1:1,7861). In Q4/23 wurden zudem zwei weitere Akquisitionen vermeldet, bei denen neue TPG-Aktien im Rahmen des genehmigten Kapitals Bestandteil des Kaufpreises waren. Da der Vollzug noch aussteht, ist die zukünftige Gesamtanzahl an ausstehenden Aktien bisher noch unbekannt. Da der Streubesitz mit rd. 20% vergleichsweise niedrig ist und das Ziel verfolgt wird, die Liquidität in der Aktie nachhaltig zu erhöhen, evaluiert das Management derzeit entsprechende Maßnahmen.

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Value
Umsatz	440,5	469,4	499,8	531,7	561,5	589,0	613,2	628,5
Veränderung	32,2%	6,6%	6,5%	6,4%	5,6%	4,9%	4,1%	2,5%
EBIT	10,6	14,6	18,6	23,7	26,4	29,5	30,7	31,4
EBIT-Marge	2,4%	3,1%	3,7%	4,4%	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%
NOPAT	7,4	10,2	13,0	16,6	18,5	20,6	21,5	22,0
Abschreibungen	10,0	10,5	10,5	11,0	10,7	10,0	9,8	9,4
in % vom Umsatz	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	1,9%	1,7%	1,6%	1,5%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-31,2	8,7	-1,0	-1,8	-1,5	-1,5	-0,9	-0,4
- Investitionen	-9,0	-9,0	-9,5	-10,0	-10,1	-10,0	-9,8	-9,4
Investitionsquote	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%
Übriges	-25,5							
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-48,3	20,4	13,0	15,7	17,5	19,1	20,6	21,6
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Present Value	-49,4	19,0	11,1	12,2	12,4	12,3	12,0	159,1
Kumuliert	-49,4	-30,4	-19,3	-7,1	5,2	17,5	29,6	188,7

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	188,7
Terminal Value	159,1
Anteil vom Tpv-Wert	84%
Verbindlichkeiten	42,2
Liquide Mittel	9,2
Eigenkapitalwert	155,7

Aktienzahl (Mio.)	17,27
Wert je Aktie (Euro)	9,01
+Upside / -Downside	49%
Aktienkurs (Euro)	6,04

Modellparameter

Fremdkapitalquote	25,0%
Fremdkapitalzins	6,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,40
WACC	9,8%
ewiges Wachstum	2,5%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2023-2026	6,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2023-2029	5,7%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2030	2,5%
Kurzfristige EBIT-Marge	2023-2026	3,4%
Mittelfristige EBIT-Marge	2023-2029	4,1%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2030	5,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,25%	7,36	7,83	8,09	8,37	8,99
10,00%	7,74	8,25	8,54	8,84	9,51
9,75%	8,15	8,71	9,01	9,34	10,08
9,50%	8,59	9,19	9,52	9,88	10,69
9,25%	9,05	9,71	10,07	10,47	11,35

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2030e

WACC	4,50%	4,75%	5,00%	5,25%	5,50%
10,25%	7,24	7,67	8,09	8,52	8,94
10,00%	7,65	8,09	8,54	8,98	9,43
9,75%	8,08	8,55	9,01	9,48	9,95
9,50%	8,54	9,03	9,52	10,02	10,51
9,25%	9,04	9,55	10,07	10,59	11,11

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) The Platform Group AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	0	240,7	333,2	440,5	469,4	499,8
Bestandsveränderungen	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0	2,0	3,5	2,0	1,7	1,4
Gesamtleistung	0	242,7	336,6	442,5	471,1	501,2
Materialaufwand	0	160,1	226,1	302,0	321,6	343,0
Rohrertrag	0	82,6	110,5	140,5	149,5	158,2
Personalaufwendungen	0	16,4	24,0	29,9	30,2	30,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0	58,8	76,0	90,0	94,2	98,8
Sonstige betriebliche Erträge	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0	7,4	10,4	20,6	25,1	29,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	0	0,9	1,6	1,2	1,3	1,3
EBITA	0	6,5	8,9	19,4	23,8	27,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	4,2	6,0	8,8	9,3	9,2
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0
EBIT	0	2,3	1,1	10,6	14,6	18,6
Finanzergebnis	0	-0,3	-0,1	-3,8	-2,6	-2,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0	1,9	0,9	6,8	12,0	16,6
Außerordentliches Ergebnis	0	-0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0
EBT	0	1,0	0,2	6,8	12,0	16,6
EE-Steuern	0	0,1	-1,0	2,0	3,6	5,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0	0,9	1,2	4,8	8,4	11,6
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0	0,9	1,2	4,8	8,4	11,6
Anteile Dritter	0	0,5	1,3	1,0	1,7	2,3
Jahresüberschuss	0	0,4	-0,1	3,8	6,7	9,3

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

G&V (in % vom Umsatz) The Platform Group AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	0	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0	0,8%	1,0%	0,5%	0,4%	0,3%
Gesamtleistung	0	100,8%	101,0%	100,5%	100,4%	100,3%
Materialaufwand	0	66,5%	67,9%	68,6%	68,5%	68,6%
Rohrertrag	0	34,3%	33,2%	31,9%	31,8%	31,7%
Personalaufwendungen	0	6,8%	7,2%	6,8%	6,4%	6,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0	24,4%	22,8%	20,4%	20,1%	19,8%
Sonstige betriebliche Erträge	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	0	3,1%	3,1%	4,7%	5,3%	5,8%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%
EBITA	0	2,7%	2,7%	4,4%	5,1%	5,6%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	1,7%	1,8%	2,0%	2,0%	1,8%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	0	0,9%	0,3%	2,4%	3,1%	3,7%
Finanzergebnis	0	-0,1%	0,0%	-0,9%	-0,6%	-0,4%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0	0,8%	0,3%	1,5%	2,6%	3,3%
Außerordentliches Ergebnis	0	-0,4%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	0	0,4%	0,1%	1,5%	2,6%	3,3%
EE-Steuern	0	0,0%	-0,3%	0,5%	0,8%	1,0%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0	0,4%	0,4%	1,1%	1,8%	2,3%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0	0,4%	0,4%	1,1%	1,8%	2,3%
Anteile Dritter	0	0,2%	0,4%	0,2%	0,4%	0,5%
Jahresüberschuss	0	0,2%	0,0%	0,9%	1,4%	1,9%

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

Bilanz (in Mio. Euro) The Platform Group AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0	62,0	72,3	87,6	86,3	85,6
Sachanlagen	0	9,7	13,7	23,8	23,6	23,2
Finanzanlagen	0	0,0	3,8	1,9	1,9	1,9
Anlagevermögen	0	71,7	89,8	113,3	111,7	110,7
Vorräte	0	54,8	50,1	80,1	57,2	57,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0	24,6	25,3	48,3	52,7	56,1
Liquide Mittel	0	7,5	9,2	15,4	3,7	14,6
Sonstige Vermögensgegenstände	0	12,4	12,2	28,4	28,4	28,5
Umlaufvermögen	0	99,3	96,9	172,2	142,0	156,5
Bilanzsumme	0	171,0	186,7	285,5	253,8	267,2
PASSIVA						
Eigenkapital	0	79,9	100,1	115,9	120,6	128,6
Anteile Dritter	0	1,5	1,8	4,7	8,5	12,0
Rückstellungen	0	1,3	2,0	2,1	2,2	2,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	0	42,4	40,4	73,2	41,3	38,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0	34,1	29,2	51,0	41,2	43,8
Sonstige Verbindlichkeiten	0	11,8	13,2	38,5	40,0	41,6
Verbindlichkeiten	0	89,6	84,9	164,8	124,7	126,6
Bilanzsumme	0	171,0	186,7	285,5	253,8	267,2

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) The Platform Group AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0	36,2%	38,7%	30,7%	34,0%	32,0%
Sachanlagen	0	5,7%	7,3%	8,3%	9,3%	8,7%
Finanzanlagen	0	0,0%	2,0%	0,7%	0,7%	0,7%
Anlagevermögen	0	41,9%	48,1%	39,7%	44,0%	41,4%
Vorräte	0	32,0%	26,8%	28,1%	22,5%	21,5%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0	14,4%	13,6%	16,9%	20,8%	21,0%
Liquide Mittel	0	4,4%	4,9%	5,4%	1,5%	5,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	0	7,2%	6,6%	10,0%	11,2%	10,7%
Umlaufvermögen	0	58,1%	51,9%	60,3%	56,0%	58,6%
Bilanzsumme	0	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	0	46,7%	53,6%	40,6%	47,5%	48,1%
Anteile Dritter	0	0,9%	1,0%	1,7%	3,3%	4,5%
Rückstellungen	0	0,8%	1,1%	0,7%	0,9%	0,9%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0	24,8%	21,7%	25,6%	16,3%	14,5%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0	19,9%	15,6%	17,9%	16,2%	16,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	0	6,9%	7,1%	13,5%	15,8%	15,6%
Verbindlichkeiten	0	52,4%	45,5%	57,7%	49,1%	47,4%
Bilanzsumme	0	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) The Platform Group AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0	0,9	1,2	4,8	8,4	11,6
Abschreibung Anlagevermögen	0	0,9	1,6	1,2	1,3	1,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	4,2	7,8	8,8	9,3	9,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0	0,0	8,8	9,2	1,6	1,7
Cash Flow	0	6,0	19,3	23,9	20,5	23,8
Veränderung Working Capital	0	-22,5	-0,9	22,8	8,7	-1,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	0	-16,5	18,4	46,7	29,2	22,8
CAPEX	0	-4,5	-5,5	-9,0	-9,0	-9,5
Sonstiges	0	-20,2	-9,3	-64,3	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	0	-24,7	-14,8	-73,3	-9,0	-9,5
Dividendenzahlung	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0	30,3	-2,0	32,8	-31,9	-2,4
Sonstiges	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0	30,3	-2,0	32,8	-31,9	-2,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	0	-10,9	1,6	6,2	-11,7	10,9
Endbestand liquide Mittel	0	7,5	9,2	15,4	3,7	14,6

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

Kennzahlen The Platform Group AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ertragsmargen						
Rohrertragsmarge (%)	0%	34,3%	33,2%	31,9%	31,8%	31,7%
EBITDA-Marge (%)	0%	3,1%	3,1%	4,7%	5,3%	5,8%
EBIT-Marge (%)	0%	0,9%	0,3%	2,4%	3,1%	3,7%
EBT-Marge (%)	0%	0,4%	0,1%	1,5%	2,6%	3,3%
Netto-Umsatzrendite (%)	0%	0,4%	0,4%	1,1%	1,8%	2,3%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	0%	3,0%	0,9%	6,8%	8,4%	11,2%
ROE (%)	0%	0,7%	-0,2%	3,7%	5,6%	7,2%
ROA (%)	0%	0,2%	-0,1%	1,3%	2,6%	3,5%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	0	34,9	31,2	57,8	37,6	24,3
Net Debt / EBITDA	0	4,7	3,0	2,8	1,5	0,8
Net Gearing (Net Debt/EK)	0	0,4	0,3	0,5	0,3	0,2
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	0	-21,0	12,9	37,7	20,2	13,3
Capex / Umsatz (%)	0%	2%	2%	2%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	0%	14%	14%	14%	16%	14%
Bewertung						
EV/Umsatz	0	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	0	18,7	13,2	6,7	5,5	4,7
EV/EBIT	0	61,2	129,2	13,0	9,5	7,4
EV/FCF	0	-	10,7	3,7	6,8	10,4
KGV	0	302,0	-	27,5	15,5	11,2
KBV	0	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8
Dividendenrendite	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

Offenlegung

Montega hat verschiedene Maßnahmen getroffen, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Dazu gehört, dass es sämtlichen Mitarbeitern der Montega AG verboten ist, Aktien aus dem eigenen Coverage-Universum zu handeln, bei denen mit dem Emittenten ein Mandatsverhältnis zur Erstellung von Research besteht. Zudem ist sowohl den Mitarbeitern als auch dem Unternehmen die Annahme von Zuwendungen untersagt, die Personen mit besonderem Interesse am Inhalt der Research-Publikationen gewähren. Zur Wahrung einer größtmöglichen Transparenz hat Montega eine Übersicht im Sinne des § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 erstellt. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

- (1) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die Montega eine Vergütung erhält.
- (2) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit einer dritten Partei eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die Montega eine Vergütung erhält.
- (3) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten für dieses Unternehmen und/oder dessen Aktionäre sonstige Beratungsdienstleistungen erbracht.
- (4) Montega und/oder eine mit ihr vertraglich verbundene juristische Person war/waren innerhalb der letzten 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investment-Banking-Geschäften gebunden oder hat/haben aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- (5) Montega und/oder mit ihr verbundene Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten Vergütungen des Unternehmens für Investment-Banking-Leistungen oder beabsichtigen, sich um solche Vergütungen zu bemühen.
- (6) Montega, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter von Montega hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile von über 5% des Aktienkapitals des analysierten Emittenten.
- (7) Montega, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter von Montega ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition von mehr als 0,5 % des Aktienkapitals des Emittenten.
- (8) Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.
- (9) Montega oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten bzw. Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Roadshows, Round Tables, Earnings Calls, Präsentation auf Konferenzen, etc.).
- (10) Montega hat in den letzten 12 Monaten (über einen Dritten) gegenüber einem Organmitglied des analysierten Unternehmens Leistungen in Bezug auf eine Übertragung von Aktien des analysierten Unternehmens erbracht und hierfür eine Vergütung erhalten.

Unternehmen

Offenlegung (Stand: 13.02.2024)

The Platform Group AG

1, 8, 9

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs (EUR)	Kursziel (EUR)	Potenzial
Kaufen	13.02.2024	6,04	9,00	+49%