



27. Mai 2024

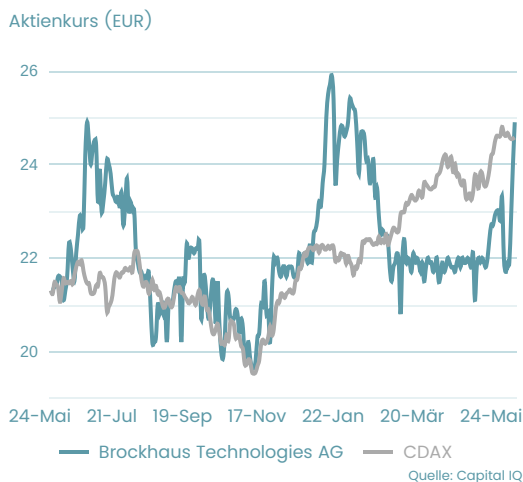
Brockhaus Technologies – Hightech statt alter Wälzer

Wachstumsstarke Technologie- und Innovationsführer aus dem deutschen Mittelstand

Kontaktdaten

Christoph Hoffmann - Analyst
+4940411113785
c.hoffmann@montega.de

Empfehlung	Kaufen
Kursziel	71,00 EUR
Kurspotenzial	185%
Aktien­daten	
Kurs (Schlusskurs Vortag)	24,90
Aktienzahl (in Mio.)	10,4
Marketkap. (in Mio. EUR)	260,1
Handelsvolumen (Ø 3 Monate; in Tsd.)	3,8
Enterprise Value (in Mio. EUR)	291,7
Ticker	BKHT
Guidance 2024	
Umsatz (in Mio. EUR)	220,0 bis 240,0
Ber. EBITDA (in Mio. EUR)	80,0 bis 90,0



Aktionärsstruktur	
Freefloat	34,2%
Marco Brockhaus	21,3%
Übrige Insider	9,0%
Investoren >3%	30,9%
eigene Aktien	4,6%

Termine	
HV	20. Juni 2024
Q2 Bericht	14. August 2024
Q3 Bericht	14. November 2024

Prognoseanpassung			
	2024e	2025e	2026e
Umsatz (alt)	232,0	298,1	359,9
Δ	-	-	-
EBIT (alt)	65,8	91,9	114,8
Δ	-	-	-
EPS (alt)	1,09	2,03	2,87
Δ	-	-	-

Analyst
 Christoph Hoffmann
 +494041113785
 c.hoffmann@montega.de

Publikation
 Initiation 27. Mai 2024

Brockhaus Technologies: Hightech statt alter Wälzer

Ein Unternehmen, das die Rule of 40 locker schlägt und zum 5,8-fachen EBITDA des laufenden Jahres bewertet ist, klingt fast zu gut, um wahr zu sein. Doch mit Brockhaus Technologies bietet sich am deutschen Aktienmarkt derzeit genau diese außergewöhnliche Opportunität. Das Unternehmen ist 2020 im Rahmen eines IPOs an die Börse gekommen und wird vom Gründer und CEO Marco Brockhaus geführt, der über 25 Jahre Private Equity-Erfahrung besitzt und u.a. zwei eigene PE-Fonds mit deutlich zweistelligen Returns auflegte sowie einen weiteren beriet. Mit Brockhaus Technologies verfolgt der CEO nun die gleiche Strategie – jedoch mit einer permanenten Kapitalbasis und ohne Exit-Druck.

Brockhaus fokussiert sich ausschließlich auf die Akquisition von **Technologie- und Innovationsführern mit skalierbaren B2B-Geschäftsmodellen**, die über **nachhaltige Wettbewerbsvorteile** und einen klaren **USP** verfügen sowie ein **hohes Umsatzwachstum (ideal >20% p.a.)** bei **hohen EBITDA-Margen (ideal >30%)** aufweisen.

Aktuell hält Brockhaus mit Bikeleasing und IHSE zwei wachstums- und margenstarke Technologie-Unternehmen, wobei Ersteres den Großteil des Konzern-EBITDAs beisteuert. Als zweitgrößter Dienstradleasinganbieter in Deutschland überzeugt Bikeleasing nicht nur mit einer starken Value Proposition, sondern auch mit seinen Economics. In 2023 erzielte die Tochter eine **EBITDA-Marge von 43,2% bei einem Umsatzwachstum von über 37%**. Damit übertrifft es die Rule of 40 deutlich. Einmaleffekt? – Fehlzanzeige. Für 2024 erwarten wir ein Wachstum von 29,2% bei einer EBITDA-Marge von 43,7%. Neben dem hohen Potenzial in Deutschland und Österreich bieten sich Bikeleasing mit der Expansion in andere europäische Länder sowie der Erweiterung der Produktpalette um weitere Benefits zwei weitere wesentliche Opportunitäten, wobei sich Letztere mit der im April '24 vollzogenen Übernahme des Multi-Benefit-Anbieters Probonio bereits ab H2/24 materialisieren dürfte. Durch den Roll-Out zusätzlicher Benefits auf die über 3,4 Mio. angeschlossenen Bikeleasing-Kunden sollten u.E. deutliche Umsatzsynergien entstehen.

Die zweite Beteiligung, IHSE, ist einer der weltweit führenden Hersteller von High-End-KVM-Technologie (Keyboard, Video, Mouse). Diese kommt insbesondere in "mission-critical"-Situationen zum Einsatz und ermöglicht eine hochsichere verschlüsselte Kommunikation ohne Signalverzögerung (Latenz) zwischen Nutzer und Server über weite räumliche Distanzen von bis zu 160 Kilometern. Als Technologieführer in einem von der Digitalisierung, Automatisierung und Cybersicherheit beflügelten oligopolistischen Markt erzielt IHSE seit mehr als einem Jahrzehnt zweistellige Wachstumsraten (CAGR 2009-2023: 13,2%) bei einer aktuellen Rohmarge von rd. 75% und einer EBITDA-Marge i.H.v. 27%. Nach unseren Informationen verfügt IHSE über das breiteste und tiefste Produktportfolio am Markt und erfüllt seit Ende 2022 als zweiter westlicher Hersteller die höchsten Sicherheitsvorgaben in den USA sowie der EU. Damit wird IHSE u.E. ein bisheriges Monopol aufbrechen und im hochprofitablen Government & Defense-Bereich signifikantes Umsatzpotenzial erschließen.

In den letzten 18 Monaten hat sich BKHT nahezu gänzlich entschuldet und verfügt daher über signifikante Finanzierungskapazitäten (MONE: 150 Mio. EUR), die für weitere Übernahmen eingesetzt werden können. Bereits durch die dynamische Entwicklung der Töchter erwarten wir mittelfristig ein zweistelliges jährliches Gewinnwachstum. Wir nehmen die Aktie mit einem Kursziel von 71,00 EUR und einer Kaufempfehlung in unsere Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	142,7	186,6	232,0	298,1	359,9
Veränderung yoy	136,6%	30,8%	24,3%	28,5%	20,7%
EBITDA	46,7	57,9	89,5	116,2	138,0
EBIT	29,3	37,6	65,8	91,9	114,8
Jahresüberschuss	1,0	-3,3	11,4	21,3	30,0
Rohrertragsmarge	64,3%	63,4%	65,8%	62,0%	59,0%
EBITDA-Marge	32,7%	31,0%	38,6%	39,0%	38,3%
EBIT-Marge	20,5%	20,2%	28,4%	30,8%	31,9%
Net Debt	20,2	31,9	-7,5	-62,5	-135,2
Net Debt/EBITDA	0,4	0,6	-0,1	-0,5	-1,0
ROCE	8,4%	11,3%	20,1%	28,5%	36,3%
EPS	0,10	-0,32	1,09	2,03	2,87
FCF je Aktie	2,92	2,75	3,99	5,57	7,36
Dividende	0,00	0,22	0,30	0,40	0,50
Dividendenrendite	0,0%	0,9%	1,2%	1,6%	2,0%
EV/Umsatz	2,0	1,6	1,3	1,0	0,8
EV/EBITDA	6,2	5,0	3,3	2,5	2,1
EV/EBIT	10,0	7,8	4,4	3,2	2,5
KGV	249,0	n.m.	22,8	12,3	8,7
KBV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,6

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 24,90 EUR

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Investment Case	4
Investment Case	4
Historie der Gesellschaft	4
Mögliche Gründe für eine Unterbewertung	7
Erfolgreiche BKHT-Transaktionen und Private Equity Track Record unterstreichen hohe M&A-Kompetenz	8
Das Geschäftsmodell Bikeleasing: Rundum starke Value Proposition	13
Die wichtigsten KPIs von Bikeleasing & historische Entwicklung	14
Dienstradleasing-Markt könnte sich bis 2028 nochmals verdoppeln	15
Bikeleasing als Nr. 2 in attraktivem Wachstumsmarkt	19
Warum das Geschäftsmodell von Bikeleasing so stark ist	22
Deep-Dive: Zahlungsströme von Bikeleasing	25
Bikeleasing Optionalität Nr. 1: Auslandsexpansion innerhalb Europas	32
Bikeleasing Optionalität Nr. 2: Roll-Out auf andere Mitarbeiter-Benefits	34
IHSE - Bilderbuch-Hidden Champion aus dem deutschen Mittelstand	37
Covid-Krise abgehakt: Nachhaltiges Wachstum auf neue Rekord-Niveaus erwartet	40
Hohe Rohmargen und Kostendisziplin ermöglichen Rückkehr zu historischen EBITDA-Margen	42
Bilanz von M&A-Strategie und Leasinggeschäftsmodell geprägt	45
Deutlich steigende Konzernergebnisse und Skalierung der Holdingkosten erwartet	46
SWOT	48
SWOT	48
Bewertung	49
Bewertung	49
DCF-Modell	49
Similar Transactions	51
DCF-Tabelle	50
Unternehmenshintergrund	52
Unternehmenshintergrund	52
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	56
Management	57
Aktionärsstruktur	57
Financials	58
DCF-Modell	58
Gewinn- und Verlustrechnung	59
Bilanz	60
Kapitalflussrechnung und Kennzahlen	61
Disclaimer	62

Investment Case

Brockhaus Technologies (BKHT) ist eine deutsche Technologiegruppe, die sich nach dem Vorbild der US-amerikanischen "Roper Technologies" auf die Akquisition und Weiterentwicklung von **skalierbaren B2B Technologie- und Innovations-Champions** mit nachhaltigen **Wettbewerbsvorteilen, hohen Margen und starkem Wachstumspotenzial** spezialisiert hat.

Diese übergeordnete Strategie und Beteiligungsfokus weicht fundamental vom Ansatz sämtlicher anderer börsennotierter Beteiligungsgesellschaften in Deutschland ab, die sich zumeist auf einseitig wachsende Industrie-Unternehmen mit einseitigen EBIT-Margen oder Turnaround-Situationen spezialisiert haben.

Dementsprechend sollte der Brockhaus-Case auf zwei Ebenen betrachtet werden:

- Dem Potenzial der beiden bestehenden Portfolio-Unternehmen (1)
- Dem Potenzial aus der disziplinierten und wertschaffenden M&A-Strategie (2)

(1) Derzeit hält BKHT mit Bikeleasing und IHSE zwei Beteiligungen mit u.E. hervorragenden Economics. **IHSE** (Kauf Ende 2019) entwickelt, produziert und vertreibt Keyboard, Mouse und Video-Technologie für hochsichere und -performante Datenübertragung in mission-critical-Anwendungen (z.B. Militär, Flugsicherheit, Kontrollzentren). Das Unternehmen agiert in einem attraktiven oligopolistischen Markt und erzielte im Zeitraum 2017 bis 2023 eine durchschnittliche ber. EBITDA-Marge von 30,5%. In 2023 erwirtschaftete IHSE ca. 22% des Konzernumsatzes und 18% des Konzern-EBITDAs.

Bikeleasing (Kauf Ende 2021) ist der zweitgrößte Anbieter von Dienstradleasing in Deutschland und agiert in einem äußerst wachstumsstarken Markt. Ende Q1/24 waren 3,4 Mio. Arbeitnehmer und damit rd. 7,2% aller Beschäftigten in Deutschland an die hochautomatisierte digitale B2B-Plattform angeschlossen, was u.E. ein enormes Asset darstellt. Bikeleasing verdient dabei an jedem vermitteltem Fahrrad Provisionen, die für das Rad selbst sowie den verpflichtenden Verkauf von Versicherungen anfallen. Durch den schnellen Abverkauf der Leasingforderungen an verschiedenste Finanzinvestoren wird eine hohe Kapitalintensität trotz eigener Leasinggesellschaft vermieden. Zwischen 2021 und 2023 konnte der Umsatz von 66,3 Mio. EUR auf 146,2 Mio. EUR mehr als verdoppelt und gleichzeitig durchgehend ein positiver Free Cashflow erzielt werden. Mit einer durchschnittlichen ber. EBITDA-Marge von 45% (2021 bis 2023) arbeitet Bikeleasing hochprofitabel. Im April 2024 hat Brockhaus zudem eine u.E. wegweisende Akquisition getätigt, indem ein Anbieter von rd. einem Dutzend weiterer Mitarbeiter-Benefits mit einer guten technologischen Basis aber ohne großen Kundenstamm günstig übernommen wurde. Durch den zu erwartenden Roll-Out auf die 3,4 Mio. angeschlossenen Arbeitnehmer wird sich Bikeleasing in 2024 u.E. zu einem digitalen One-Stop-Shop für Mitarbeiterbenefits entwickeln.

(2) Neben den bestehenden Beteiligungen hält die M&A-Strategie signifikantes weiteres Wertsteigerungspotenzial bereit. In den letzten Jahren hat sich Brockhaus nahezu gänzlich entschuldet (MONE: 0,5x ND/EBITDA) und verfügt angesichts des selbst gesteckten maximalen Verschuldungsgrads von 2,5x Net Debt/EBITDA u.E. über eine hohe Finanzierungskapazität von ca. 150 Mio. EUR. Insgesamt erkennen wir beim Brockhaus-Management nicht nur einen klaren **Fokus auf die Kapitalallokation**, sondern auch die notwendige Expertise und eine ausgereifte Strategie, was die Grundlage für weitere wertschaffende M&A-Transaktionen bildet.

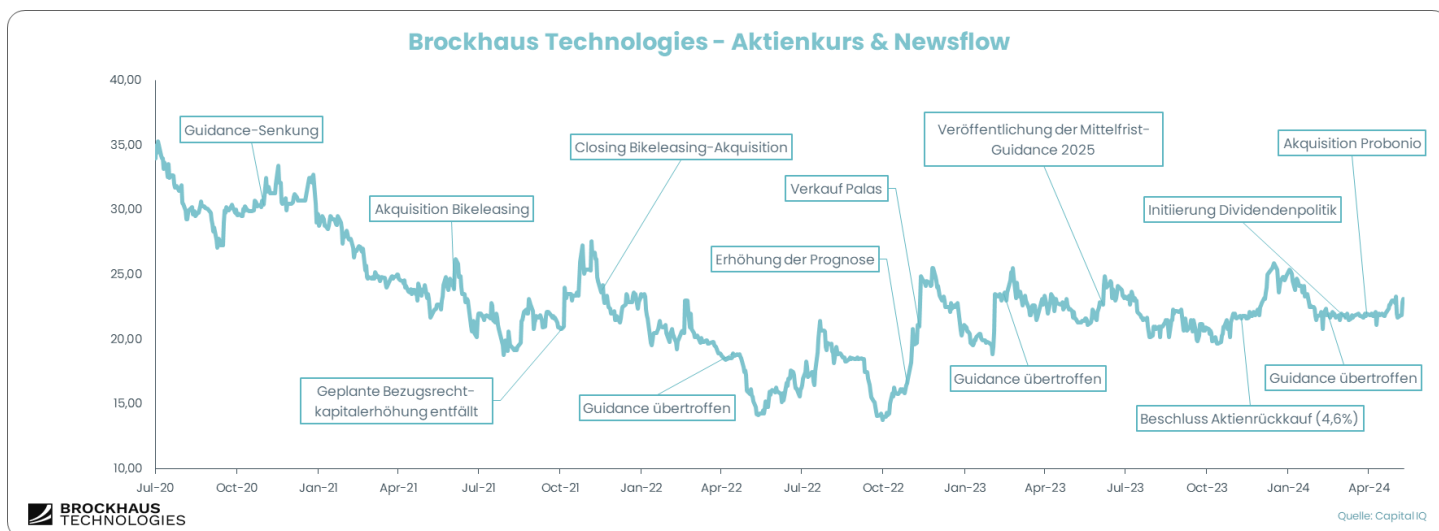
Historie der Gesellschaft

Die Brockhaus Technologies AG (vormals Brockhaus Capital Management AG) ist 2017 mit der Zielsetzung, eine langfristig ausgerichtete, diversifizierte Technologiegruppe aufzubauen, entstanden und kam im Jahr 2020 im Rahmen eines IPOs an die Börse. Zuvor hatte der CEO Marco Brockhaus seit dem Jahr 2000 zwei eigene PE-Fonds aufgelegt und einen PE-Fonds beraten. Diese Fonds verfügten über ein Gesamtvolumen von rd. 300 Mio. EUR. Der letzte dieser PE-Fonds wurde 2023 nach dem letzten Exit geschlossen. Sowohl der amtierende COO Dr. Marcel Wilhelm (Eintritt 2006; Teil der Geschäftsführung ab 2012) als auch der aktuelle Finanzchef Harald Henning (Eintritt 2014) stießen bereits früh zur Private Equity-Gesellschaft von Marco Brockhaus und trugen ebenso maßgeblich zum Erfolg der PE-Fonds bei.

Obwohl die Fonds deutlich zweistellige Renditen erzielten und Brockhaus sicherlich weitere Fondsgenerationen beraten hätte können, entschied sich der CEO dazu, mit der Brockhaus Technologies AG ein Vehikel mit **permanenter Kapitalbasis ohne Exit-Druck** zu schaffen. Dies ermöglicht es BKHT, hervorragende Unternehmen nicht nach wenigen Jahren bzw. gegen Ende einer Fondslaufzeit, sondern rein anhand wirtschaftlicher Überlegungen verkaufen und damit beliebig lange halten zu können. Im Rahmen des IPOs wurden rd. 3,6 Mio. neue Aktien zu einem Preis von 32,00 EUR platziert (Bruttoemissionserlös 115 Mio. EUR), während die Altaktionäre keine Aktien abgaben. Die eingeworbenen Mittel dienten M&A-Zwecken, da die bestehende Unternehmensgruppe mit den beiden Beteiligungen IHSE und Palas (Exit in 2022) profitabel arbeitete.

Entkopplung von Aktienkurs und operativer Entwicklung

Im Folgenden haben wir die Aktienkursentwicklung seit dem IPO dargestellt. Hierbei ist deutlich zu erkennen, dass der Kapitalmarkt die **Übernahme von Bikeleasing negativ wertete** und der Kurs trotz ausbleibender Bezugsrechtskapitalerhöhung insgesamt zurückging. Auf Seite 11 haben wir die Transaktion **aufgearbeitet und sehen hierin eine klare Marktineffizienz**. Nachdem der Kurs im Jahr 2022 zweimal neue Tiefs markierte, wurde der u.E. sehr wertschaffende Exit der Beteiligung Palas Ende 2022 zumindest kurzfristig honoriert. Trotz durchgehend positivem Newsflow seit Ende 2022, **deutlichen EPS-Verbesserungen und einer signifikanten Entschuldung der Gruppe**, verläuft der Kurs nunmehr seit knapp 18 Monaten seitwärts. Ironischerweise entspricht das heutige Kursniveau nahezu dem zum Zeitpunkt der Verkündung sowie Closing der Bikeleasing-Akquisition. Angesichts der starken Entwicklung aller Finanzkennzahlen sehen wir hierin eine klare Entkopplung von Aktienkurs und operativer Entwicklung, die wir für nicht gerechtfertigt halten.



Einstelliger EV/EBITDA-Multiple bei zweistelligem EBITDA- und EPS-Wachstum verdeutlicht signifikante Unterbewertung der BKHT-Aktie

Betrachtet man die Entwicklung der Nettoverschuldung des Unternehmens seit IPO und damit letztlich auch den Enterprise Value, ergibt sich eine noch attraktivere Bewertung. Denn die Verkaufserlöse der ehemaligen Tochter Palas (netto 56 Mio. EUR) wurden insbesondere zur Tilgung hochverzinsster Darlehen genutzt, sodass Brockhaus Ende 2023 trotz Aktienrückkauf, weiteren Übernahmen und leicht negativen Working Capital-Bewegungen nur noch Darlehen i.H.v. 85,5 Mio. EUR ausstehen hatte, denen liquide Mittel von 53,7 Mio. EUR gegenüberstanden. Seit Übernahme von Bikeleasing wurden von den aufgenommenen 78,1 Mio. EUR Akquisitionsdarlehen innerhalb von zwei Jahren 51,7 Mio. EUR getilgt. Ende 2023 standen lediglich noch 26,4 Mio. EUR aus, die Brockhaus u.E. schnellstmöglich zurückführen dürfte. Auch IHSEs Akquisitionsdarlehen werden kontinuierlich getilgt. Zwar ist die Verschuldung von Brockhaus in 2023 leicht gestiegen, dies ist jedoch ausschließlich auf die Aufnahme einer Schuldverschreibung der Tochter Bikeleasing i.H.v. 25 Mio. EUR zurückzuführen, die zur partiellen Refinanzierung teurer Darlehen genutzt wurde.

Für den Investment Case und die korrekte Bewertung ist es u.E. angesichts der hohen Minderheitsanteile von hoher Bedeutung, die **auf Brockhaus entfallende** Nettoverschuldung und Cashflows zu berechnen. Daher haben wir die Darlehen und die Liquidität von Bikeleasing jeweils nur anteilig berücksichtigt. Insgesamt ergibt sich zu Ende 2023 eine BKHT-zurechenbare Nettoverschuldung aus Darlehen i.H.v. 24,7 Mio. EUR (2,36 EUR je Aktie). In Einklang hiermit haben wir die auf die Minorities entfallenden Free Cashflows nicht im DCF-Modell berücksichtigt, sondern lediglich die auf Brockhaus entfallenden Free Cashflows herangezogen. Dementsprechend kommen zur Verschuldung aus Darlehen lediglich eine Earn-Out-artige "Success Fee" für den Co-Investor von Bikeleasing, der die Transaktion vermittelte und rd. 8% der Anteile hält sowie langfristige Rückstellungen, sodass sich die Summe um 6,9 Mio. EUR auf 31,6 Mio. EUR (3,02 EUR je Aktie) erhöht.

Zum Vergleich: Nach unseren Berechnungen lag die BKHT-zurechenbare Nettoverschuldung nach Closing der Bikeleasing-Übernahme Ende 2021 (ungefähr gleiches Aktienkursniveau) bei ca. 100,6 Mio. EUR bzw. 9,64 EUR je Aktie. Dies impliziert, dass sich die Aktie auf Basis des Enterprise Values trotz starken Gewinnwachstums nochmals deutlich vergünstigt hat.

In der folgenden Tabelle haben wir dezidiert alle Bestandteile der Verschuldung und des Enterprise Values aufgelistet. Bei der Berechnung des EVs favorisieren wir die Exkludierung von Leasing, da die Verschuldungssituation in Abhängigkeit der Restleasingdauer verzerrt werden kann. Um die Leasingzahlungen zu berücksichtigen, erfolgt daher eine Einstufung als CAPEX. Insgesamt sind Leasingaufwendungen für Brockhaus jedoch von untergeordneter Bedeutung. Der in der Tabelle ausgewiesene BKHT-Anteil bezieht sich auf die auf Brockhaus Technologies entfallenden liquiden Mittel und Schulden gemäß jeweiligem Anteilsbesitz. In Q1/24 ergaben sich keine signifikanten Änderungen der Verschuldungssituation.

Verschuldung Brockhaus Technologies AG (2021–2023 in Mio. EUR)

EV-Bestandteil	2023		2022		2021	
	Gesamt	BKHT-Anteil	Gesamt	BKHT-Anteil	Gesamt	BKHT-Anteil
Akquisitionsdarlehen Bikeleasing (94,87% Anteil BKHT)	26,4	25,0	38,9	36,9	34,6	32,8
Akquisitionsdarlehen IHSE	23,5	23,5	27,3	27,3	36,3	36,3
Akquisitionsdarlehen Palas					12,8	12,8
Akquisitions/operative Darlehen Bikeleasing (52,09% Anteil BKHT)	35,1	18,3	19,2	10,0	39,0	20,3
Sonstige Darlehen	0,5	0,5	5,5	5,5	21,3	21,3
Success-Fee-Bikeleasing (100% Anteil BKHT)	6,8	6,8	3,7	3,7	1,4	1,4
Langfristige Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	4,8	4,8
Liquide Mittel BL (52,09% Anteil BKHT)	23,1	12,0	23,7	12,4	9,6	5,0
Liquide Mittel IHSE	5,4	5,4	3,9	3,9	9,3	9,3
Liquide Mittel Holding	25,2	25,2	43,2	43,2	7,3	7,3
Konsolidierung			-5,5	-5,5	6,2	6,2
NCI Put Palas					1,6	1,6
Liquide Mittel Palas (70% Anteil BKHT)					4,1	2,9
Darlehen abzgl. liquide Mittel	31,8	24,7	20,1	20,3	107,5	92,9
EV-Überleitung	38,7	31,6	18,5	18,6	115,2	100,6
Leasingverbindlichkeiten	10,7	8,0	4,2	3,1	2,4	2,1
EV-Überleitung inkl. Leasing	49,4	39,6	22,7	21,8	117,5	102,7

Quelle: Unternehmen, Montega

Auf Basis der aufgezeigten EV-Berechnung, der erzielten EBITDA und der durchschnittlichen Marktkapitalisierung haben wir in der folgenden Tabelle die Entwicklung des u.E. korrekten EV/EBITDA-Multiple dargestellt. Die 2022er-Zahlen enthalten nur die Aktivitäten aus fortgeführten Geschäftsbereichen und exkludieren damit Palas, was aufgrund der Berücksichtigung der Verkaufserlöse im EV u.E. konsistent ist. Die Zahlen beziehen sich zudem teils auf Pro-Forma-Zahlen und unterstellen damit eine Konsolidierung der übernommenen Targets seit Jahresbeginn, was angesichts des im EV berücksichtigten Mittelabflusses für die Kaufpreise u.E. ebenfalls konsistent ist. Wie bereits erläutert, favorisieren wir eine Berücksichtigung von Leasingzahlungen in den CAPEX statt im EV. Da konzernweit lediglich Leasingzahlungen von 1,0 bis 2,0 Mio. EUR anfallen, ändern sich die Multiples bei Verringerung des EBITDAs um Leasingzahlungen nicht, weshalb wir auf eine Anpassung der Geschäftszahlen verzichtet haben.

EV/EBITDA-Bewertung Brockhaus Technologies AG

ber. EBITDA	2024e		2023		2022		2021	
	Gesamt	BKHT-Anteil	Gesamt	BKHT-Anteil	Gesamt	BKHT-Anteil	Gesamt	BKHT-Anteil
Bikeleasing (52,09% Anteil BKHT)	82,5	42,9	63,1	32,9	46,5	24,2	39,8	20,7
IHSE	12,7	12,7	11,1	11,1	8,6	8,6	8,3	8,3
Holding	-5,7	-5,7	-7,2	-7,2	-5,3	-5,3	-7,2	-7,2
ber. EBITDA	89,5	49,9	67,0	36,8	49,9	27,6	40,9	21,8
Marktkapitalisierung (Durchschnittskurs)	260,1		240,5		206,7		250,5	
EV-Überleitung	38,7	31,6	38,7	31,6	18,5	18,6	115,2	100,6
EV (exkl. Leasing)	298,8	291,7	279,2	272,1	225,1	225,3	365,7	351,1
EV/EBITDA	3,3	5,8	4,2	7,4	4,5	8,2	9,0	16,1

Quelle: Unternehmen, Montega

Bei Betrachtung der auf Brockhaus entfallenden EBITDA ist nicht nur die enorme Ergebnissteigerung der letzten Jahre, sondern ebenfalls die in den letzten Jahren gefallene Bewertung ersichtlich. Wir glauben, dass Brockhaus mit einem von uns erwarteten EV/EBITDA-Multiple i.H.v. 5,8 für 2024 inzwischen ein Bewertungsniveau erreicht hat, das äußerst attraktiv ist und eine hohe Sicherheitsmarge bietet. Angesichts der von uns erwarteten Ergebnissteigerungen ergeben sich in den Folgejahren noch attraktivere EV/EBITDA-Multiples von 4,5 (2025) bzw. 3,8 (2026).

Mögliche Gründe für eine Unterbewertung

Im Folgenden haben wir eine Reihe von möglichen Ursachen für eine mögliche Unterbewertung der Brockhaus-Aktie zusammengefasst.

- **Börsenneuling mit vermeintlich kurzem Track Record:** Brockhaus kam 2020 im Rahmen eines IPOs an die Börse. Zum damaligen Zeitpunkt bestand die Gruppe aus den Beteiligungen Palas und IHSE, die wiederum erst seit 2018 bzw. 2019 Teil des Unternehmens waren. Somit besteht seit IPO in doppelter Hinsicht (des Konzerns selbst sowie der Tochtergesellschaften) ein kurzer Track Record. Tatsächlich haben der CEO und zwei weitere Mitglieder des Executive Committees über Jahr(zehnt)e hinweg bereits gemeinsam mehrere PE-Fonds mit deutlich zweistelligen IRRs aufgelegt/beraten.

Auf Ebene der Tochtergesellschaften hat sich die Zusammensetzung der Gruppe mit dem Verkauf der Palas und der Akquisition von Bikeleasing seit IPO nochmals fundamental verändert. Da für IHSE detaillierte Finanzinformationen von 2017 bis 2023 (teils sogar noch länger in die Vergangenheit) und für Bikeleasing mittlerweile zwei Jahre Historie (2022 und 2023) sowie weitere Informationen über das Geschäftsjahr 2021 vorliegen, verfügt der Kapitalmarkt u.E. über eine ausreichende Informationsgrundlage zur Beurteilung von Brockhaus Technologies.

- **Malus "Beteiligungsgesellschaft":** Als börsennotierte Beteiligungsgesellschaft mit Portfoliounternehmen ohne Synergieeffekte dürfte Brockhaus bewertungstechnisch mit einem Abschlag auf seinen inneren Wert notieren. Aufgrund des hohen organischen Wachstums und der u.E. sehr geschickten, umsichtigen Kapitalallokation des Managements glauben wir, dass der aktuelle Abschlag nicht gerechtfertigt ist. Außerdem ist Brockhaus mit nur zwei Beteiligungen vergleichsweise leicht zu bewerten. Durch den jüngst getätigten Aktienrückkauf und die initiierte Dividendenpolitik hat Brockhaus zudem begonnen, signifikante Mittel an seine Aktionäre zurückzugeben.

- **Rechnungslegung erfordert Deep Dive: PPA-Abschreibungen, Minderheitsanteile & vereinzelt Leasing-Posten:** Das M&A-basierte Geschäftsmodell verursacht signifikante PPA-Abschreibungen, die alle Finanz-KPIs unterhalb des EBITDAs "künstlich" nach unten drücken. Zusätzlich führt die 52%-Beteiligung von Bikeleasing dazu, dass Brockhaus hohe Minderheitsanteile aufweist. Das Leasinggeschäftsmodell von Bikeleasing führt trotz weit überwiegendem Abverkauf der Leasingforderungen zu einer Aufblähung der Bilanz. Durch die Angaben in den Geschäfts- und Quartalsberichten ist jedoch u.E. eine Herleitung aller notwendigen Informationen zur akkuraten Beurteilung der Geschäftsentwicklung möglich.

- **(Fälschlicherweise) hohe Verschuldung von Brockhaus:** Durch das Leasing-Geschäftsmodell, das zu operativ zuzuordnenden Leasingverbindlichkeiten führt, sowie Minderheitsanteilen (Net Debt von Bikeleasing nur zu 52% BKHT zuzurechnen) wird die Verschuldung von Brockhaus in allen uns bekannten Finanzdatenbanken deutlich zu hoch ausgewiesen. Auch die von BKHT selbst ausgewiesene Nettoverschuldung liegt über der von uns kalkulierten Nettofinanzverschuldung.

- **Keine börsennotierten Peers & vage Similar Transactions:** Da uns kein börsennotierter Wettbewerber der wichtigsten Beteiligung Bikeleasing bekannt ist, können keine schnellen Rückschlüsse auf die Bewertung ähnlicher Unternehmen gezogen werden. Auch sind finanzielle Details der jüngsten Übernahmen von Bikeleasing-Wettbewerbern nicht hinreichend bekannt. Wir denken, dass die aktuellen Bewertungsmultiple die Unterbewertung der Aktie bereits mehr als deutlich zeigen und auch ein DCF-Modell selbst bei konservativen Inputs und einer hohen Hurdle Rate zu einem signifikant höheren Unternehmenswert führt.

- **Geringer Freefloat und niedriges Handelsvolumen:** Nach unseren Berechnungen dürfte der Freefloat (exkl. Insider) bei ca. 34% liegen, was zu einer Freefloat-Marktkapitalisierung von rd. Mio. EUR führt. Das durchschnittliche Handelsvolumen lag in den letzten 12 Monaten bei 52 Tsd. EUR (XETRA) und bei tradegate bei 16 Tsd. EUR.

- **(Überschätzte) Regulatorische Risiken bei Bikeleasing:** Das Geschäftsmodell der wichtigsten Tochter Bikeleasing profitiert mitunter von der positiven steuerlichen 0,25%-Regelung (in Anlehnung an die 1%-Regelung bei Dienstwagen), die das Dienstradleasing in Deutschland seit Januar 2020 gegenüber dem klassischen Barkauf nochmals vergünstigt. Die steuerliche Regelung gilt mindestens bis Ende 2030. Sollte diese nicht verlängert werden, dürften Diensträder im "Worst Case" u.E. unter die 1%-Regelung fallen, sodass nach unseren Berechnungen nur etwa ein Drittel der Ersparnis ggü. einem Barkauf entfallen und das Dienstradleasing somit weiter die günstigste Absatzform darstellen würde. Durch den Trend zu E-Bikes, die in 2023 erstmals die Mehrheit an den verkauften Stückzahlen darstellten, hat sich zudem die Notwendigkeit einer Finanzierungsform ergeben, da in der Vergangenheit zwar 500 Euro für ein Fahrrad, jedoch heute i.d.R. nicht 5000 Euro für ein E-Bike bar gezahlt werden kann. Außerdem ist die Attraktivitätssteigerung des Fahrrads politisch motiviert und trägt zur Reduktion von CO₂-Emissionen bei. Da die Signifikanz des Klimawandels bis 2031 nochmals deutlich zunehmen dürfte und Deutschland seinen Klimazielen bereits heute hinterherhängt, ist eine Beendigung des steuerlichen Vorteils u.E. unrealistisch. Sollte die steuerliche Regelung in Deutschland ab 2031 tatsächlich wegfallen, **wird der 52%-ige Bikeleasing-Anteil nach unseren Berechnungen bereits mehr als die gesamte heutige Marktkapitalisierung eingespielt haben.** Durch die in 2024 beginnende Wandlung von Bikeleasing zum Komplettanbieter von Mitarbeiter-Benefits und der u.E. kommenden Internationalisierung wird sich das Risiko zudem weiter signifikant verringern.

Erfolgreiche BKHT-Transaktionen und Private Equity Track Record unterstreichen hohe M&A-Kompetenz

Da der **erfolgreichen Umsetzung der M&A-Strategie** für Brockhaus als Beteiligungsgesellschaft **eine übergeordnete Bedeutung** zukommt, haben wir nachstehend alle Transaktionen der Brockhaus Technologies sowie der PE-Fonds analysiert.

Da nicht nur der CEO Marco Brockhaus selbst, sondern ebenso der COO Dr. Marcel Wilhelm sowie der amtierende Finanzchef Harald Henning Teil des Private Equity-Teams waren, sehen wir die **Private Equity-Historie als aussagekräftigen Beleg der M&A-Expertise** des Managementteams an.

In der nachfolgenden Tabelle haben wir alle Transaktionen der drei PE-Fonds inkl. ihres Typs und ihrer IRRs dargestellt. Die erzielten IRRs von 23%, 26% und 33% belegen u.E. die hohe M&A-Expertise des Managements. Dabei ist auch die Entwicklung der Investment-Philosophie zu ihrer heutigen Form zu erkennen. So wurden risikobehaftetere VC-Investments beispielsweise lediglich im ersten Fonds umgesetzt. Bereinigt man die Renditen um VC-Investments oder Transaktionen wie Debt Buybacks, die Brockhaus Technologies nicht umsetzt, ist der Track-Record nochmals besser.

Brockhaus Private Equity Track Record 2000 – 2023

BPE I					BPE II					BPE III				
2000 – 2015					2006 – 2019					2013 – 2023				
Investment	Typ	First Invest	Gross Multiple	IRR	Investment	Typ	First Invest	Gross Multiple	IRR	Investment	Typ	First Invest	Gross Multiple	IRR
Cyberchart GmbH	VC	Jan 01	0,1x	n/a	CM Beteiligungs GmbH (ATT)	B	Aug 07	1,2x	3%	J&S Holding	B	Aug 14	2,3x	31%
Flash Photoservice GmbH	VC	Mrz 04	0,0x	n/a	Par Sieben GmbH	DB	Feb 11	1,2x	6%	Tx Beteiligungs GmbH	M	Mrz 15	1,2x	8%
Armatix GmbH	VC	Apr 05	0,7x	n/a	cdv Software Entertainment AG	PIPE	Sep 07	0,0x	n/a	IHSE Holding	B	Apr 16	5,5x	60%
moreTV Broadcasting GmbH	VC	Apr 05	0,0x	n/a	Biopharm GmbH (Resorba)	B	Jul 09	2,7x	51%	Peakwork AG	G	Mai 17	n/a	n/a
4G Systems GmbH	VC	Jan 06	0,0x	n/a	360 Treasury Systems AG	M	Okt 09	6,3x	105%	Auvesy Holding GmbH	B	Sep 17	3,5x	43%
SimonsVoss GmbH	G	Mai 02	1,7x	10%	360T Beteiligungs mbH	M	Okt 09	4,3x	49%	Total			2,7x	33%
ebs Holding GmbH	G	Okt 02	6,0x	59%	eyevis Holding GmbH	B	Nov 12	0,0x	n/a					
ITM Technology AG	G	Okt 03	0,3x	n/a	Total			2,1x	26%					
Digital Identification Solutions AG	G	Jun 04	3,9x	51%										
getmobile AG	G	Jan 05	2,6x	405%										
DMS Holding GmbH	B	Jul 03	5,22x	88%										
recop Holding GmbH	B	Apr 06	0,2x	n/a										
Total			1,5x	23%										
VC-adjusted			2,6x	53%										

VC=Venture Capital, G=Growth, B=Buyout, DB= Debt Buyback, M= Minority

Quelle: Unternehmen

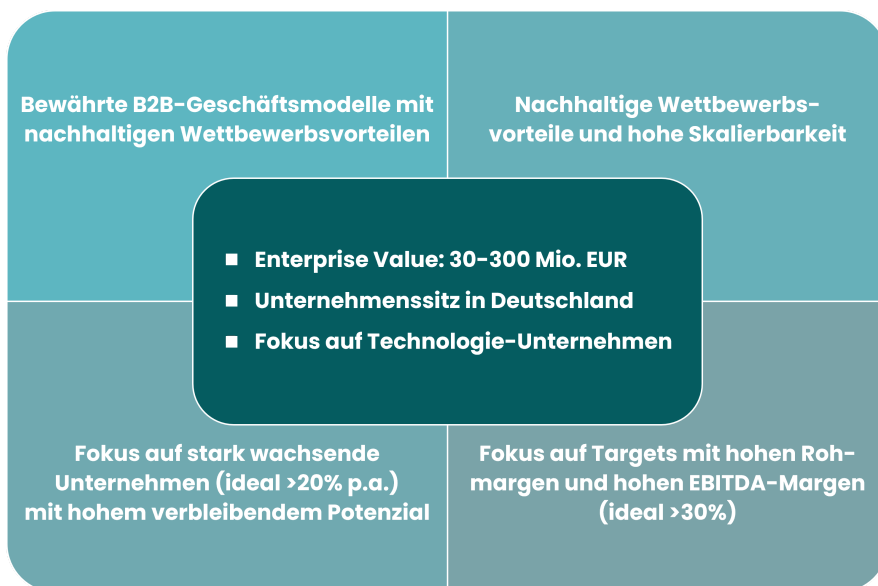
Seit Gründung der Brockhaus Technologies wurden insgesamt drei größere Übernahmen, ein Exit sowie sechs Add-on-Akquisitionen getätigt. Bevor wir im Detail auf die einzelnen Transaktionen eingehen, stellen wir nachfolgend die grundlegende M&A-Strategie von Brockhaus dar.

Diese sieht einen klaren Fokus auf **schnell wachsende, hochprofitable Technologie-**Unternehmen mit einem **bewährten B2B-Geschäftsmodell** vor, das über einen **klaren USP und nachhaltige Wettbewerbsvorteile** verfügt. Dabei sollten die Targets die **Rule of 50** erfüllen, nach der die Summe aus Umsatzwachstum und EBITDA-Marge den Wert von 50 übersteigen muss. Durch diese strikten Akquisitionskriterien und den damit einhergehenden Fokus auf äußerst hochwertige Unternehmen, überrascht die Tatsache, dass Brockhaus alle Akquisitionen im hohen einstelligen EV/EBITDA-Bereich umsetzen konnte.

Einen der zentralen Erfolgsfaktoren stellt u.E. der dreigliedrige Sourcing-Ansatz dar:

- Proaktives Sourcing durch systematisches Screening, Messebesuche
- Eigenes, über Jahrzehnte gewachsenes Expertennetzwerk und hohe Reputation
- Teilnahme an strukturierten M&A-Prozessen und großes M&A-Netzwerk

Das proaktive Sourcing ermöglicht es Brockhaus mit potenziellen Targets früh ins Gespräch zu kommen und einen Akquisitionsprozess vor eigentlicher Verkaufsabsicht in Gange zu bringen. Brockhaus umgeht so die klassischen Auktionsverfahren und kann Targets zu niedrigeren Multiples akquirieren. Beispielsweise erfolgte das Sourcing von drei der fünf Akquisitionen des BPE-III-Fonds ohne die Beteiligung von M&A-Beratern über das eigene, kontinuierlich wachsende Netzwerk an Investoren, Unternehmern und Industrieexperten. Auch Bikeleasing und Probonio wurden Brockhaus über einen Netzwerkkontakt vor eigentlicher Verkaufsabsicht oder Initiierung eines strukturierten Verkaufsprozesses vorgestellt.



Quelle: Unternehmen, Montega

Neben der eigentlichen M&A-Strategie und deren Umsetzung gefällt uns bei Brockhaus insbesondere die **Striktheit und Disziplin des Managements in Bezug auf Kaufpreis und Business-Qualität**. Somit können Overpay-Risiken u.E. weitestgehend ausgeschlossen werden. Während unserer Gespräche mit dem Management des Unternehmens ist uns außerdem immer wieder die **hohe Qualität und Akribie der durchgeführten Due Dilligence-Prozesse aufgefallen**.

Akquisition und Exit Palas

Palas wurde im Dezember 2018 als erste Beteiligung der Brockhaus Technologies im Rahmen einer Nachfolgeregelung erworben. Das Unternehmen ist ein führender Entwickler und Hersteller von hochpräzisen Geräten zur Messung, Charakterisierung und Generierung von Partikeln in der Luft. Vor der Übernahme erzielte Palas ein äußerst dynamisches Umsatzwachstum (2018: +26,3% yoy), konnte seine EBITDA-Marge gleichzeitig noch leicht ausdehnen (2017: 27,7% auf 31,8% in 2018) und dürfte daher ein hochumkämpftes Target gewesen sein. Der Kaufpreis betrug insgesamt u.E. attraktive 35,1 Mio. EUR (9,4x EBITDA) und umfasste dabei ebenfalls eine Aktienkomponente (100.000 Aktien zu 30,00 EUR/Aktie) sowie eine im Kaufpreis berücksichtigte Option für den Kauf aller Anteile (30%), sodass ein hohes alignment of interest gegeben war. Während der **vierjährigen Konzernzugehörigkeit** konnte Palas sowohl den **Umsatz als auch das EBITDA** durch eine Vielzahl strategischer und operativer Maßnahmen **nahezu verdoppeln**. Hierzu zählen wir u.a. die vorangetriebene Internationalisierung durch die Eröffnung mehrerer Niederlassungen (Shanghai, Hong Kong), die erfolgreiche Weiterentwicklung des Produktportfolios und die Erschließung neuer Kundensegmente. Beispielsweise entwickelte Palas zu Beginn der Covid-Krise innerhalb weniger Wochen Geräte zur Qualitätsmessung von Masken, die sehr erfolgreich abgesetzt wurden. Auch die Weiterentwicklung der internen Unternehmensstrukturen zur Bewältigung des starken Wachstums durch die Vergrößerung des Managementteams um einen CFO und CSO sowie die Bildung eines mit Industrie-Experten besetzten Advisory Boards haben u.E. signifikant zum Erfolg der Palas beigetragen. Auch wenn Brockhaus' Strategie keine regelmäßigen Exits vorsieht, unterstreicht der Verkauf den Fokus auf die Erzielung attraktiver Renditen. Denn auf Basis der Zahlen für Januar bis November 2022 (Jahr des Exits) ergibt sich ein leicht rückläufiger Umsatz und Ergebnis, was u.E. auf das entfallene Covid-Geschäft zurückzuführen ist. Auch wenn der Rückgang u.E. ein Einmaleffekt gewesen sein dürfte und Palas mittlerweile neue Rekordumsätze und -ergebnisse einfahren könnte, war das Angebot angesichts der ohnehin sehr hohen Multiples u.E. nochmals attraktiver.

Transaktion Palas	Übernahme 2018	Gezahlter Multiple	Exit 2022	Erhaltener Multiple
Implizierter EV	35,1	-	100	-
Umsatz 2018 / 2021*	11,7	3,0x	21,8	4,6x
EBITDA 2018 / 2021*	3,7	9,4x	7,3	13,7x

Quelle: Unternehmen, Montega *Keine FY-Daten für 2022 durch unterjährige Entkonsolidierung verfügbar

Aufgrund der geschickten Ausgestaltung der Übernahme konnte BKHT Palas mit einem **EK-Investment** (Bar- und Aktienkomponente zu attraktivem Kurs) **von rd. 18 Mio. EUR** mehrheitlich übernehmen, während der restliche Betrag kreditfinanziert bzw. erst mittelfristig fällig wurde. Im Rahmen des Verkaufs flossen Brockhaus nur vier Jahre später unmittelbar netto **rd. 56 Mio. EUR** zu. Darüber hinaus wurde eine Earn-Out-Vereinbarung geschlossen, die sich am bereinigten EBIT 2023 und 2024 orientiert und nochmals bis zu 16,7 Mio. EUR einbringen konnte. Zwar wurde die Zielvorgabe für 2023 u.E. nicht erreicht, für 2024 könnten die Bedingungen jedoch noch eintreten. Ende 2023 wurde der Earn-Out bilanziell mit 8,9 Mio. EUR bewertet. **Insgesamt sehen wir in Palas eine Blaupause für die wertschaffende M&A-Strategie von BKHT.** Auch der gesunde Einsatz von Fremdkapital zur Erhöhung der EK-Rendite ist u.E. bei der Transaktion positiv hervorzuheben, durch die eine **Verdreifachung des eingesetzten Eigenkapitals in vier Jahren** (ohne Berücksichtigung des verbleibenden potenz. Earn-Outs) möglich wurde.

Akquisition IHSE

IHSE wurde im Dezember 2019 akquiriert und stellte die zweite Akquisition von BKHT dar. Die Besonderheit der Transaktion lag darin, dass IHSE bereits im April 2016 gemeinsam mit dem verbleibenden Geschäftsführer Dr. Littmann vom dritten Brockhaus-PE-Fonds im Rahmen einer Nachfolgeregelung übernommen wurde. Dementsprechend verfügte das Managementteam der Brockhaus Technologies über detailliertes Know-how in Bezug auf Technologie, Wettbewerbsposition und Marktpotenzial. In der Folge konnte sich Brockhaus in einem von Lincoln International durchgeführten strukturierten Verkaufsprozess gegenüber 100 anderen potenziellen Käufern durchsetzen.

Akquisition IHSE 2019	In Mio. EUR	Gezahlter Multiple
Implizierter Equity Value	110,2	-
Implizierter Enterprise Value	~135	-
Umsatz 2019	40,3	3,3x
EBITDA 2019	14,1	9,6x
Ergebnis 2019 (ber. um Goodwill-AfA)	8,2	13,5x

Quelle: Unternehmen, Montega

Auf Basis des gezahlten Kaufpreises ergibt sich ein EV/EBITDA-Multiple von 9,6x bzw. ein PE-Multiple von 13,5x, sofern man die angefallenen Goodwill-Abschreibungen bereinigt.

Angesichts des starken, intakten Umsatzwachstums (5-Jahres-CAGR 2014-2019: 16,3%) und den konstant hohen Margen (ber. EBITDA-Marge 2023: 27,9%), halten wir die **Übernahme** trotz einer initialen Rendite im hohen einstelligen Prozentbereich für **attraktiv**.

Darüber hinaus bewerten wir den **Verbleib der Vorstände Michael Spatny und Dr. Enno Littmann**, die auch heute noch Geschäftsführer der IHSE sind, positiv. Da ein Teil des Kaufpreises in Aktien der Brockhaus Technologies gezahlt wurde (613.274 Aktien zu 32,00 EUR/Aktie), besteht u.E. bei Herrn Dr. Littmann nicht nur über die direkte Entwicklung der IHSE, sondern auch aufgrund der rd. 200.000 erhaltenen BKHT-Aktien ein **hervorragendes alignment of interest**. Auch Herr Spatny hält BKHT-Anteile.

Akquisition Bikeleasing

Nach dem erfolgreichen IPO Mitte 2020 investierte Brockhaus die eingeworbenen Mittel in den stark wachsenden und hochprofitablen Dienstadleasantbieter Bikeleasing. Dabei übernahm Brockhaus rd. 52% der Anteile, während sich die beiden Altgesellschafter mit 40% rückbeteiligten. Auch nach der Übernahme blieben die Altgesellschafter sowie Geschäftsführer Bastian Krause und Paul Sinizin in ihren Funktionen erhalten, die im Zuge der Übernahme auch rd. 561.000 BKHT-Aktien zu 23,19 EUR/Aktie erhielten, sodass diese nicht nur auf Tochterebene, sondern auch auf Konzernebene nachhaltig incentiviert sind. Zur Finanzierung der Übernahme wurden neben der Aktienkomponente verschiedene Darlehen über insgesamt 78 Mio. EUR aufgenommen und ein hoher zweistelliger Mio.-Betrag in bar gezahlt.

Anhand des implizierten EVs i.H.v. 300 Mio. EUR ergibt sich ein gezahlter EV/EBITDA-Multiple i.H.v. 8,9x, was u.E. für ein derart stark wachsendes und hochqualitatives Asset mit hervorragenden Perspektiven bereits initial sehr günstig war. **Wie attraktiv das hohe Wachstum eine solche Transaktion macht, zeigt sich bei einem Blick auf die in 2023 erzielten Ergebnisse.** Insgesamt hat sich Bikeleasing sowohl in Bezug auf Umsatz und ber. EBITDA innerhalb von nur zwei Jahren nahezu verdoppelt, sodass der **damalige Kaufpreis einem 2023er EBITDA-Multiple von nur 5,1x entspricht**.

Akquisition Bikeleasing 2021	In Mio. EUR	Gezahlter Multiple	KPIs 2023	Multiple heute
Implizierter EV	300	-	-	-
Umsatz 2021 / 2023	66,3	4,5x	146,2	2,1x
ber. EBITDA 2021 / 2023	33,6	8,9x	58,3	5,1x

Quelle: Unternehmen, Montega

Auf Basis unserer Schätzungen für das laufende Jahr ergibt sich ein nochmals deutlich verbesserter EV/EBITDA-Multiple von 3,6. Dabei gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass das weitere Ergebniswachstum partiell aus der Add-on-Akquisition vierer Handelsagenturen stammt, die wir nachstehend analysiert haben.

Akquisition der externen Bikeleasing-Handelsagenturen

Mit der Akquisition vierer Handelsvertretungen hat Brockhaus einen der letzten Teile der Wertschöpfungskette von Bikeleasing internalisiert und verfügt nun über ein eingespieltes Vertriebsteam, das zielgerichtet und datengestützt Bestands- und Neukunden adressieren kann. Durch die Übernahmen wird sich das Preis-Mengen-Gerüst von Bikeleasing zukünftig nochmals deutlich verbessern, da die Handelsvertretungen eine prozentuale Provision für jedes vermittelte Bike erhielten, die zukünftig entfällt. Nach Unternehmensangaben erhöhen sich die Provisionsaufwendungen pro-rata mit den vermittelten Rädern, sodass sich die gezahlten Provisionen von 10,9 Mio. EUR in 2022 (92,60 EUR/Rad) aufgrund des Wachstums in 2023 auf rd. 14,0 Mio. EUR erhöhen hätten. Da sich diese auf insgesamt fünf Handelsagenturen verteilen und mit einer Gesellschaft keine Einigung bzgl. der Übernahme erzielt werden konnte, wurde der Vertrag zu Ende Q3/23 gekündigt. Auf Basis der Verteilung der vermittelten Räder in 2023 und der Angabe, dass die entsprechende Agentur in 9M/23 3,0 Mio. EUR Provisionen erhielt, dürften sich diese im FY auf rd. 3,5 Mio. EUR belaufen haben. Auf die vier erworbenen Handelsvertretungen dürften daher 10,5 Mio. EUR Provisionen entfallen. Auch wenn diesen eingesparten Provisionsaufwendungen noch Personal- und sonstige Kosten durch die Übernahme der rd. 25 Vertriebler gegenüberstehen (MONE: 2,5 Mio. EUR), gehen wir davon aus, dass der EBITDA-Beitrag der Gesellschaften in 2023 8,0 Mio. EUR betragen hätte. Angesichts des gezahlten Kaufpreises von insgesamt 19,5 Mio. EUR entspricht dies einem **EBITDA-Multiple von nur 2,4x und ist demnach extrem wertschaffend**. Aufgrund des von uns erwarteten zweistelligen Wachstums von Bikeleasing in 2024 wird sich der EBITDA-Multiple bezogen auf den EBITDA-Beitrag im Jahr 2024 bereits auf knapp unter 2 verbessern.

Akquisition Handelsagenturen 2023	In Mio. EUR	Gezahlter Multiple
-----------------------------------	-------------	--------------------

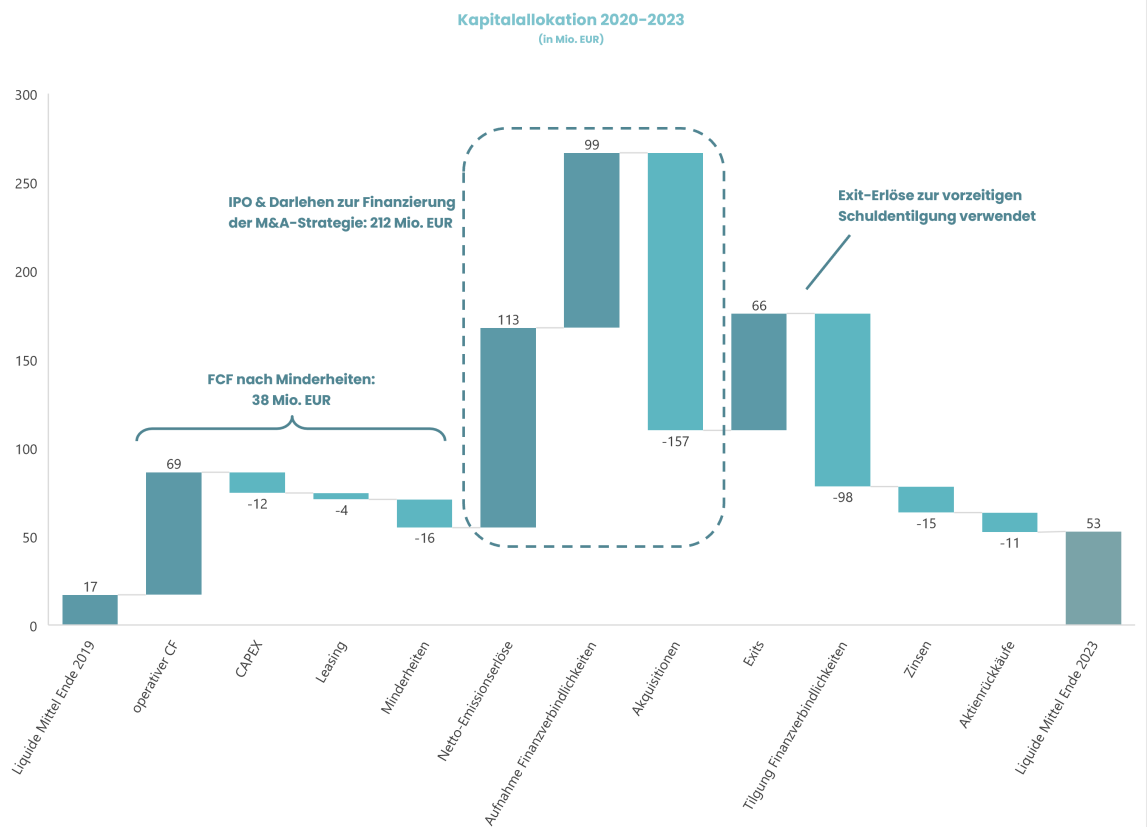
Implizierter EV	19,5	-
EBITDA-Beitrag 2023 (MONE)	8,0	2,4x

Quelle: Unternehmen, Montega

Kapitalallokation seit IPO

Abschließend haben wir im Folgenden die Kapitalallokation seit Börsengang dargestellt. Dabei wird ersichtlich, dass die IPO-Erlöse und die Aufnahme von Darlehen (212 Mio. EUR) primär für die getätigten Übernahmen eingesetzt wurden. Anschließend erfolgte eine vorzeitige Tilgung der aufgenommenen (Akquisitions)darlehen von knapp 100 Mio. EUR, die durch die Exit-Erlöse und den erwirtschafteten Free Cashflow möglich wurde. Wir begrüßen diese Strategie, da durch die schnelle Rückzahlung Finanzierungskapazitäten für neue Übernahmen geschaffen werden. Da Brockhaus u.E. Ende 2024 bzw. spätestens Mitte 2025 sämtliche auf Bikeleasing entfallende Akquisitionsdarlehen zurückgeführt haben dürfte, wird Brockhaus in den nächsten Jahren signifikant freie Mittel erwirtschaften, die nicht mehr für Tilgung, sondern primär für weitere M&A-Transaktionen eingesetzt werden dürften. **Angesichts der seit dem IPO vervielfachten Innenfinanzierungskraft wird Brockhaus u.E. zukünftig keine Kapitalerhöhungen für Zukäufe durchführen müssen**, sondern kann Übernahmen problemlos mit einem Mix aus Barmitteln, Fremdkapital oder durch die Ausgabe der zurückgekauften Aktien stemmen.

Darüber hinaus wird BKHT freie Mittel an seine Aktionäre zurückgeben. Da die initiale Dividende jedoch nur eine Ausschüttungssumme von insgesamt 2,3 Mio. EUR erfordert und die Aktie seit dem letzten Aktienrückkauf nicht gestiegen ist, können wir uns vorstellen, dass Brockhaus kurzfristig bis zu 5,4% des Grundkapitals (~600.000 Aktien) zurückkauft und damit 10% der eigenen Aktien halten würde. Dies würde bei einem Preis von 22,00 EUR/Aktie ca. 13 Mio. EUR kosten und selbst bei einem Aufschlag auf den aktuellen Kurs (z.B. 26,00 EUR/Aktie: 15,5 Mio. EUR) problemlos mit dem in 2024 erwirtschafteten Free Cashflow stemmbar sein.



Quelle: Unternehmen

Das Geschäftsmodell Bikeleasing: Rundum starke Value Proposition

Bikeleasing agiert als **Vermittler von Mitarbeiterbenefits und verfolgt ein provisionsbasiertes Geschäftsmodell**. Aktuell fokussiert sich Bikeleasing noch gänzlich auf das Benefit Dienstrad-Leasing, wird jedoch in H2/2024 rd. ein Dutzend weitere Benefits anbieten (dazu auf Seite 33ff. mehr). Das Geschäftsmodell ist überaus skalierbar, da die digitale Plattform von Bikeleasing, die das zentrale Element darstellt, hochautomatisiert arbeitet und hohe Rohmargen zulässt. Daneben ist das Geschäftsmodell nicht kapitalintensiv, was auch bei hohem Wachstum eine Innenfinanzierung zulässt und gleichzeitig zu signifikanten Free Cashflows führt.

Über Bikeleasing können sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ähnlich zur Firmenfahrzeug-Regelung über eine Gehaltsumwandlung (und einen Überlassungsvertrag) ein Dienstrad beziehen, das auch privat uneingeschränkt nutzbar ist und über 36 Monate (Österreich: 48 Monate) abbezahlt wird. In Anlehnung an die 1%-Regelung für PKWs wurde in Deutschland 2019 die vorteilhafte 0,25%-Regelung für Diensträder beschlossen. Die 0,25%-Regelung gilt mindestens bis Ende 2030 und führt in Kombination mit der Ersparnis aus der Lohnumwandlung dazu, dass Arbeitnehmer i.d.R. **zwischen 30% und 40% gegenüber dem herkömmlichen Fahrradkauf sparen** und den Kaufpreis gleichzeitig auf 36 Monate strecken können. Ebenso ist eine komplette Kostenübernahme vonseiten des Arbeitgebers möglich, sodass das Dienstrad aus Arbeitnehmersicht steuer- und kostenfrei ist. Bikeleasing ist für die Unternehmen selbst kostenlos, es werden ausschließlich die vereinbarten Leasingraten gezahlt, um die das Bruttogehalt der Mitarbeiter vermindert wird.

Aus Kundenperspektive (Unternehmen und die dahinterstehenden Arbeitnehmer) ist das Dienstradleasing u.E. sehr komfortabel. So werden alle Interaktionen über die digitale Bikeleasing-Plattform abgewickelt. Nach der schnell abgeschlossenen initialen Registrierung des Unternehmens bei Bikeleasing können die Arbeitnehmer online oder bei über 7.400 Fachhändlern ihr gewünschtes Rad sowie Zubehör auswählen und dort über Bikeleasing "bezahlen". Auch für die Fach- und Onlinehändler ist Bikeleasing (im Gegensatz zu JobRad und vielen weiteren Anbietern, die Provisionen erheben) kostenlos. Der reguläre Kaufpreis wird sofort an den Händler bezahlt, sodass Bikeleasing daher einen im Vergleich zum Barverkauf gleich- und sehr hochwertigen Absatzkanal darstellt. Die Leasingraten werden direkt vom Unternehmen abgeführt, die das Gehalt entsprechend vermindern. Das Dienstrad wird zudem immer gegen Diebstahl und Schäden versichert. Darüber hinaus ist mit der Arbeitgeber-Ausfallversicherung eine zweite verpflichtende Versicherung inkludiert, die den Arbeitgeber vollends gegen etwaige Zahlungsausfälle absichert. Optional können auch ein Inspektionspaket, eine Verschleißversicherung oder eine Haftpflichtversicherung abgeschlossen werden. Sofern während der Laufzeit Wartung oder Reparaturen durchzuführen sind, kann dies ebenfalls über die Bikeleasing-Plattform administriert und bei angebundnen Fachhändlern durchgeführt werden. Am Ende der Laufzeit hat der Arbeitgeber immer die Möglichkeit, das Rad zu u.E. sehr günstigen Konditionen (18% des urspr. Kaufpreises) zu übernehmen. Da die geleasteten Fahrräder (in 80% der Fälle hochpreisige E-Bikes) nach drei Jahren mehr wert sein dürften, als 18% des ursprünglichen Kaufpreises, übernahmen 2023 96% (2022: 91%) der Kunden ihr Rad am Laufzeitende und nutzten es anschließend weiter oder verkauften es zu höheren Preisen wieder.

Fazit: Die Value Proposition von Bikeleasing ist sowohl aus Sicht des Arbeitgebers bzw. Arbeitnehmers als auch des Online/Fachhändlers äußerst attraktiv.

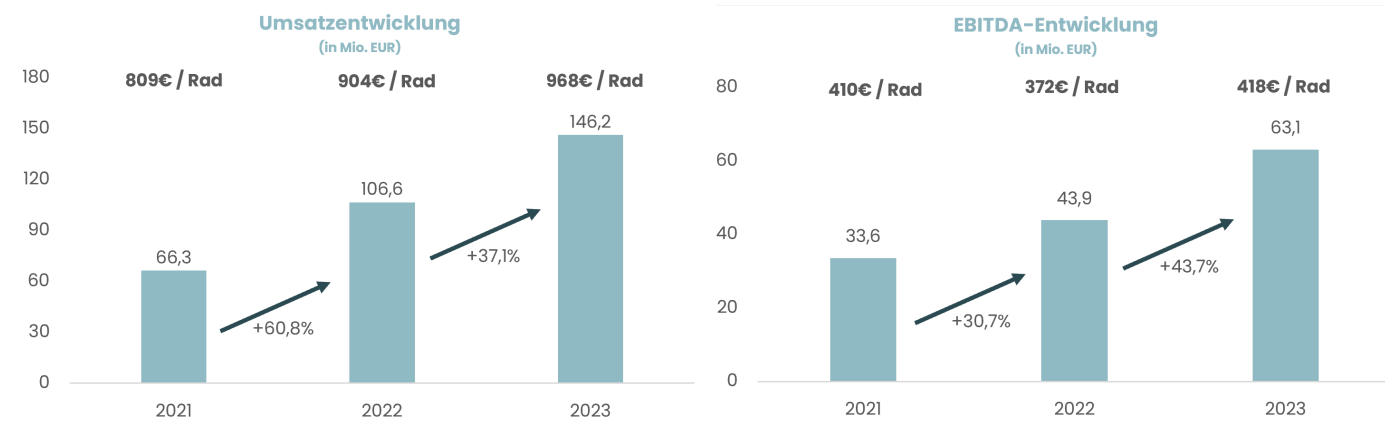
Denn der **Arbeitgeber steigert seine Attraktivität** und hat damit bessere Chancen, hochqualifizierte Mitarbeiter in Zeiten des Fachkräftemangels zu halten oder zu gewinnen. Dazu fallen **keinerlei Kosten** an und der Arbeitgeber ist gegen jegliche Ausfälle des Arbeitnehmers (und damit letztlich der Leasingraten) versichert. Auch der **Verwaltungsaufwand** ist für den Arbeitgeber **verschwindend gering** – so berichteten die JobRad-Eigentümer kürzlich öffentlich, dass die Deutsche Bahn für die **Administration von über 50.000 Diensträdern lediglich zwei Mitarbeiter beschäftigt**. Somit dürfte der Aufwand für Bikeleasings Durchschnittskunden mit rd. 50 Angestellten gegen Null gehen.

Aus Sicht des **Arbeitnehmers** stellt das Dienstradleasing den mit Abstand **günstigsten Weg des Fahrraderwerbs dar**. Da der Großteil der deutschen Fachhändler bei Bikeleasing angeschlossen ist, kann der Arbeitnehmer das Rad bei einem Fachhändler in seiner Nähe beziehen und hat eine höhere Chance auf Verfügbarkeit seines Wunschrads. Gleichzeitig profitiert er von der **Finanzierungsfunktion**, die bei den wesentlich teureren E-Bikes mit einem Kaufpreis von mehreren Tausend Euro immer wichtiger wird. Angesichts des hohen Werts der Räder dürfte auch die Versicherung gegen Diebstahl oder Schäden geschätzt werden.

Aus Sicht der Online- und Fachhändler ist die Anbindung an die führenden Anbieter von Dienstradleasing aufgrund des signifikanten Umsatzanteils am Gesamtmarkt u.E. beinahe zur Pflicht geworden. Bikeleasing stellt dabei u.E. den besten Dienstradleasing-Partner dar, da er als zweitgrößter Anbieter in Deutschland nicht nur signifikantes Geschäftsvolumen mitbringt, sondern ebenso für alle "Offline"-Händler gänzlich kostenlos ist und damit keine Provisionen verlangt. Da über Bikeleasing überwiegend E-Bikes (80%) vermittelt werden und die Räder einen durchschnittlichen Verkaufspreis von knapp 4.100 EUR aufweisen, dürften die Händler attraktive Gewinne durch Bikeleasing vereinnahmen. Zudem hat Bikeleasing ein Partnerprogramm gestartet, bei dem Händler für die Anbindung neuer Unternehmenskunden, die Räder leasen, mit einer Prämie belohnt werden.

Die wichtigsten KPIs von Bikeleasing & historische Entwicklung

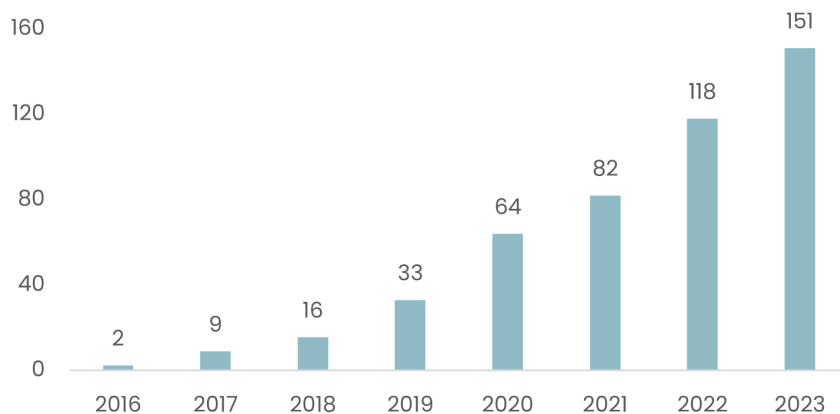
Bikeleasing hat sich in den letzten Jahren überaus erfolgreich entwickelt und enorme Wachstumsraten erzielen können. So legten die Umsätze seit Übernahme des Mehrheitsanteils (11/2021) zwischen 2021 und 2023 um 120,5% von 66,3 Mio. EUR auf 146,2 Mio. EUR zu. Trotz des enormen Wachstums konnten auch die deutlich zweistelligen EBITDA-Margen nahezu konstant gehalten werden, sodass sich das EBITDA im gleichen Zeitraum von 33,6 Mio. EUR auf 63,1 Mio. EUR um 87,7% erhöht hat.



Durch Bikeleasings Geschäftsmodell und den damit einhergehenden rechnungslegungstechnischen Besonderheiten sollten neben den typischen Finanz-KPIs wie Umsatz, Rohertrag und EBITDA u.E. weitere operative Kennzahlen zur Beurteilung der Geschäftsentwicklung herangezogen werden. Hierzu zählen wir insbesondere die Entwicklung der vermittelten Leasingverträge sowie die Entwicklung der angeschlossenen Unternehmen und Arbeitnehmer.

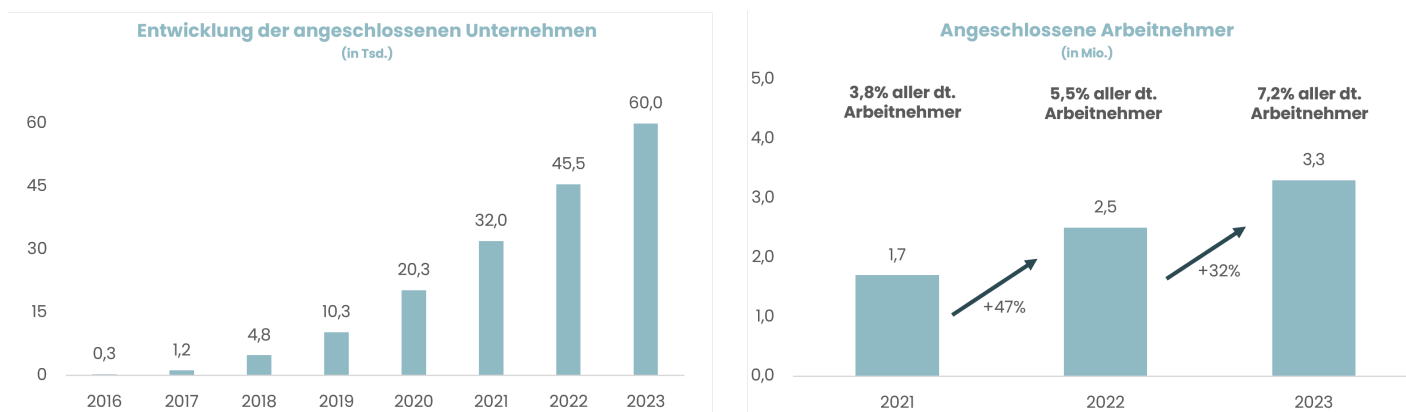
Denn die Anzahl der vermittelten Leasingverträge (bzw. Fahrräder) stellen u.E. den direktesten Weg zur Beurteilung des Erfolgs von Bikeleasing dar. Nachstehend ist die Entwicklung seit 2016 abgebildet.

Entwicklung der vermittelten Leasingverträge (in Tsd.)



Insbesondere in den ersten Jahren des Unternehmens speiste sich das Wachstum nahezu gänzlich aus den Neukunden, während die Bedeutung der Bestandskunden mit steigendem Kundenvolumen auch für die vermittelten Leasingverträge zunahm.

Was für eine enorme Kundenbasis sich Bikeleasing in den letzten Jahren aufgebaut hat, wird bei einem Blick auf die Entwicklung der angeschlossenen Unternehmen bzw. Arbeitnehmer sichtbar. So hat sich die Zahl der Arbeitnehmer seit der Übernahme von 1,7 Mio. auf 3,4 Mio. in Q1/24 ebenfalls verdoppelt. Setzt man dies in Relation zu den gesamten Arbeitnehmern in Deutschland hatte Bikeleasing bereits **2021 ca. 3,8% aller Beschäftigten angebunden**. Dank des Wachstums konnte der Anteil innerhalb eines Jahres auf 5,5% ausgebaut und in **2023 wiederum um weitere 1,7 PP auf 7,2% gesteigert** werden. **Wir sehen die Kundenbasis als eines der wesentlichen Assets von Bikeleasing an**, die nicht nur die Ausgangsbasis für Upselling bietet (z.B. weitere Mitarbeiter-Benefits), sondern ebenfalls einen hohen strategischen Wert aus Sicht vieler potenzieller Käufer haben dürfte.



Im ersten Quartal 2024, in dem traditionell nur ein unterproportionaler Anteil der Neukunden gewonnen wird, hat Bikeleasing bereits rd. 2.500 neue Unternehmenskunden und mehr als 100.000 dahinterstehende Mitarbeiter angeschlossen (Q1/23: 1.500 neue Unternehmen).

Kundenseitig fokussiert sich Bikeleasing bewusst auf mittelständische Unternehmen.

Im Durchschnitt beschäftigen die angeschlossenen Unternehmen 55 Mitarbeiter. Auf den ersten Blick mag dies niedrig wirken, ist jedoch einer der zentralen Faktoren für die hohen Margen von Bikeleasing. Hintergrund ist, dass große Unternehmen i.d.R. Ausschreibungen vornehmen, die zwar ein hohes Umsatzpotenzial, aber gleichzeitig deutlich niedrigere Margen aufweisen. Bikeleasing nimmt regelmäßig an entsprechenden Ausschreibungen teil, verfolgt aber keine Umsatz-First-Strategie zulasten der Profitabilität. Ein weiterer Nachteil ist, dass die Kunden aufgrund der turnusmäßigen Ausschreibungen nur für wenige Jahre gewonnen werden, was die Attraktivität u.E. weiter verringert.

Auf Kundenseite nehmen auch die Beschäftigten und Beamten des öffentlichen Dienstes eine Sonderrolle ein. Mit 5,2 Mio. Beschäftigten und einem Beschäftigtenanteil von rd. 11%, bildet der öffentliche Dienst für Bikeleasing einen wesentlichen Teilmarkt. Durch entsprechende Beschlüsse haben seit Jahresbeginn 2024 auch nahezu alle Bediensteten der Länder, die für rd. 50% stehen, die Möglichkeit des Dienstradleasings. Analog der Großkonzerne werden jedoch auch die Länder in regelmäßigen Intervallen ausschreiben, was zu einem Preiskampf unter den Anbietern führt. Der Fortschritt der Ausschreibungen variiert aktuell je nach Bundesland, wobei wir davon ausgehen, dass die Verfahren bis Ende des Jahres entschieden sind. Inwieweit Bikeleasing entsprechende Zuschläge erhält ist schwer abschätzbar, wobei wir insgesamt nicht mit signifikanten Volumina aus diesem Bereich rechnen.

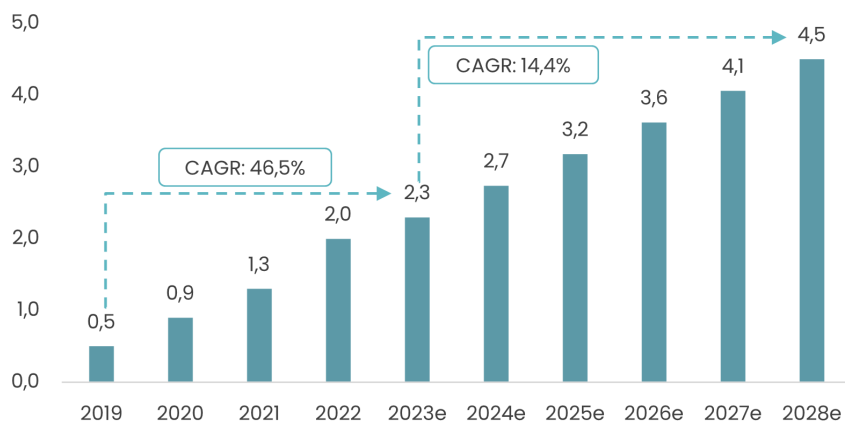
Für wesentlich interessanter halten wir insgesamt die Kommunalbeamten, da diese für rund 33% der Beamten stehen aber in deutlich kleinere Einheiten unterteilt sind, keine Ausschreibungen vornehmen und daher profitabler und loyaler sind. Bikeleasing bedient daher bereits seit vielen Jahren Kommunen.

Dienstradleasing-Markt könnte sich bis 2028 nochmals verdoppeln

Bikeleasing ist innerhalb einer **der schnellst wachsenden Teilbereiche** des deutschen Fahrradmarktes tätig. Da im Geschäftsjahr 2023 rund 98% der Umsätze in Deutschland erwirtschaftet wurden (Rest in Österreich), fokussieren wir uns nachfolgend auf das Marktpotenzial in Deutschland.

Die recht junge Branche des Dienstradleasings wuchs zwischen 2019 und 2023 durchschnittlich mit eindrucksvollen **46,5% pro Jahr** auf ein Volumen von 2,3 Mrd. EUR. Zusätzlich befeuert wurde das Wachstum durch die im Januar 2020 in Kraft getretene 0,25%-Regelung, die das Dienstradleasing nochmals vergünstigte. Bis 2028 soll sich der Markt nochmals auf 4,5 Mrd. EUR verdoppeln, was einer CAGR von 14,4% entspricht. Hierbei dürfte Bikeleasing seine Marktanteile von derzeit rd. 25% u.E. verteidigen bzw. ausbauen und so auch in den nächsten Jahren deutlich zweistellige Wachstumsraten erzielen. Begründet sehen wir dies in der überdurchschnittlichen Produktqualität, dem schlagkräftigen, durchdachten Vertriebsansatz und der hohen Markenbekanntheit des Unternehmens. Einen Beleg für die überlegene Strategie und die hohe operative Exzellenz von Bikeleasing sehen wir darin, dass viele Wettbewerber früher gegründet wurden, Bikeleasing jedoch immense Marktanteile gewinnen und diese bis auf ca. 25% ausbauen konnte.

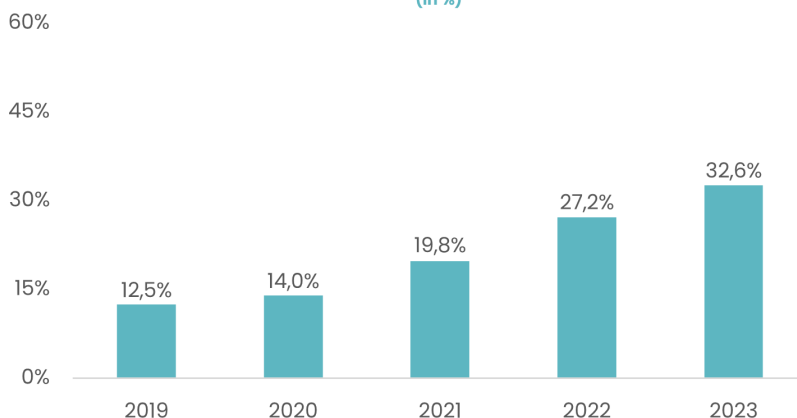
Umsatzentwicklung des Dienstradleasings in Deutschland (in Mrd. EUR)



Quelle: EY-Parthenon

Insgesamt stellt der Bereich des Dienstradleasings u.E. den dynamischsten Teilbereich des gesamten Fahrradmarktes dar und wächst deutlich überproportional. So weitete sich der **Anteil des Dienstradleasings am Gesamtmarkt** (bezogen auf den Umsatz, nicht Stückzahlen) **zwischen 2019 und 2023 auf Basis von EY- und ZIV-Studien von ca. 12,5% auf 32,6% aus**. Wir sind davon überzeugt, dass sich der Anteil in den nächsten Jahren weiter erhöhen wird, da das **Dienstradleasing aufgrund des steuerlichen Vorteils die günstigste Möglichkeit des Fahrradkaufs darstellt** und gleichzeitig sehr komfortabel umsetzbar ist. Dementsprechend dürfte der Teilbereich sogar in einem rückläufigen Gesamtmarkt weiter wachsen können.

Umsatzanteil Dienstradleasing am Gesamtmarkt (in %)



Quelle: EY-Parthenon, ZIV

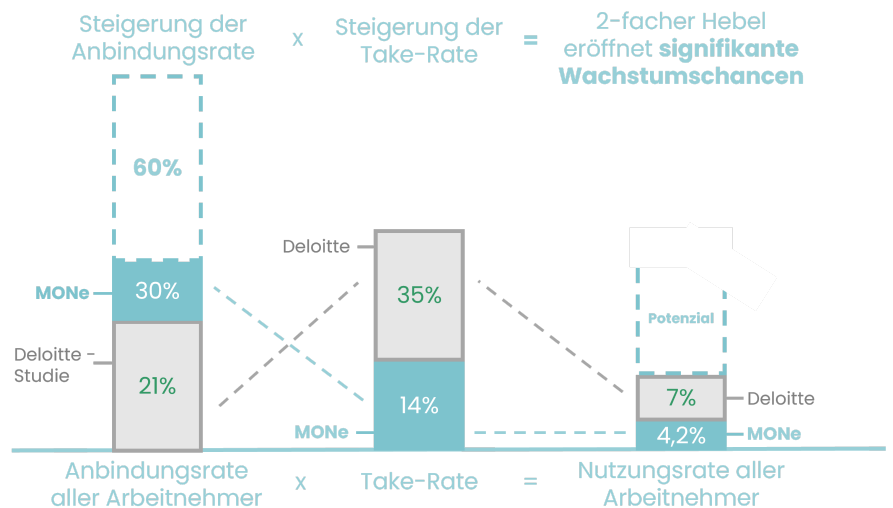
Eine direktere Möglichkeit zur Beurteilung des weiteren Wachstumspotenzials des Dienstradleasings ist die Betrachtung des Anteils der Unternehmen und Arbeitnehmer, die bereits Zugang zum Leistungsangebot haben. Gemäß einer von Deloitte in 2022 durchgeführten Studie (n=585) haben bereits 21% der Arbeitnehmer Zugang zum Dienstradleasing. Wir gehen davon aus, dass diese Zahl bis Ende 2023 auf ca. 30% angestiegen ist. So hat allein Bikeleasing bereits 7,2% aller Arbeitnehmer in Deutschland an seine Plattform angebinden. Da die Anbindung an einen Dienstradleasinganbieter aus Arbeitgebersicht nicht nur kostenlos, sondern auch schnell abgeschlossen ist, dürfte der Anteil der Arbeitnehmer mit Zugang zu einem Dienstradangebot weiter stark zunehmen. Wir glauben, dass das Dienstradleasing am wenigsten von Kleinunternehmen mit bis zu 10 Mitarbeitern genutzt werden wird, die in Deutschland 2021 insgesamt rund 20% aller Arbeitnehmer beschäftigen. Darüber hinaus dürfte ein bedeutender Anteil von Unternehmen das Dienstradleasing auch zukünftig aus verschiedensten Gründen nicht anbieten (MONe: weitere 20% der Beschäftigten), sodass **u.E. mittelfristig rd. 60% aller Beschäftigten Zugang zum Dienstradleasing haben könnten**. Dies entspräche auf Basis der von uns geschätzten aktuellen Anbindungsquote von 30% einer weiteren Verdopplung.

Neben der Erhöhung der angebotenen Arbeitnehmer stellt die **Erhöhung der Take-Rate den zweiten wesentlichen Wachstumsfaktor** dar. Gemäß der bereits zitierten Deloitte-Studie nutzen letztlich ca. ein Drittel der Arbeitnehmer mit Zugang zu einem Dienstrad das entsprechende Angebot. **Auf Basis unserer Berechnungen dürfte die tatsächliche Take-Rate jedoch deutlich niedriger sein**. Seit Gründung hat Bikeleasing bis Ende 2023 475.000 Leasingverträge vermittelt und verfügte über eine Kundenbasis von 3,3 Mio. Arbeitnehmern.

Unterstellt man, dass kein Arbeitnehmer ein zweites Rad geleast hat, betrüge die langfr. Take-Rate 14,5%. Bei Betrachtung der einzelnen Jahre 2021 bis 2023 ergibt sich eine stabile jährliche Take-Rate von 4,7% bis 4,8%, was bei dreijähriger Laufzeit eine Nutzungsrate (aktive Dienstradler in % der angebotenen Kunden) von ca. 14% impliziert. Da viele AN jedoch mehrere Bikes leasen, liegt die Rate u.E. nochmal niedriger.

Wir glauben, dass einerseits zwar eine signifikante Kundenzahl, die bereits Zugang zum Dienstradleasing hat, aber noch nicht nutzt, zukünftig vom Produkt überzeugt werden kann. Andererseits dürften jedoch eine Vielzahl der Nutzer, die aktuell ein Dienstrad leasen, ihr Bike nach Laufzeitende übernehmen und weiter nutzen, ohne unmittelbar einen neuen Leasingvertrag abzuschließen. **Inwieweit sich eine Art "Dauerleasing" analog des Firmen-PKWs etabliert, ist aktuell aufgrund fehlender Erfahrungswerte nur mit unzureichender Wahrscheinlichkeit einzuschätzen** und wird in den nächsten ein bis zwei Jahren beobachtbar sein, wenn branchenweit erstmalig eine signifikante Anzahl von Leasingverträgen endet. Für eine Erhöhung der Take-Rate spricht die zunehmende Fokussierung auf Bestandskunden. So lag der vertriebsseitige Fokus nach Unternehmensangaben in den letzten Jahren auf der Neukundengewinnung und weniger in der Betreuung der Bestandskunden. Mit der 2023 erfolgten Internalisierung des Vertriebs wurde nun ein Bestandskundenteam gebildet, das unterdurchschnittlich aktive Kunden anspricht und damit gänzlich auf die Steigerung der Take-Rate fokussiert ist.

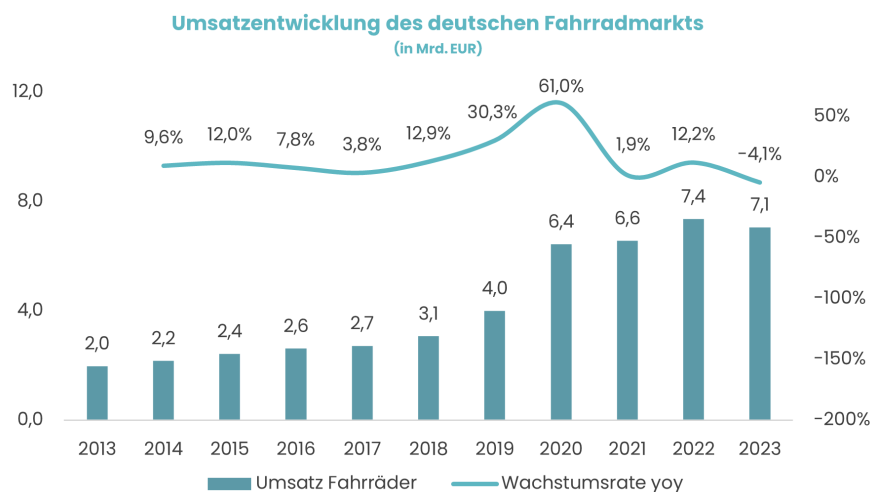
Trotz dieser jüngst initiierten Maßnahmen sehen wir die Steigerung der angebotenen Unternehmen aktuell als primären mittelfristigen Wachstumstreiber an.



Quelle: Deloitte, Montega

The bigger picture - Beliebtheit teurer E-Bikes führt zu Umsatzrekorden im Fahrradmarkt

Im ersten Corona-Jahr 2020 sah sich die Fahrradbranche einem enormen Boom gegenüber und verzeichnete ein Wachstum von 61,0% yoy. Wesentliche Faktoren für den Anstieg der Nachfrage stellten die gestiegene Beliebtheit der deutlich teureren E-Bikes sowie die während der Covid-Zeit stark eingeschränkten Freizeitmöglichkeiten und Kontaktverbote dar. Da die Fahrradläden, die weiterhin den wichtigsten Absatzkanal darstellen, dank einer Ausnahmeregelung nahezu durchgehend geöffnet waren, stiegen die Verkäufe insbesondere im Jahr 2020 deutlich an.

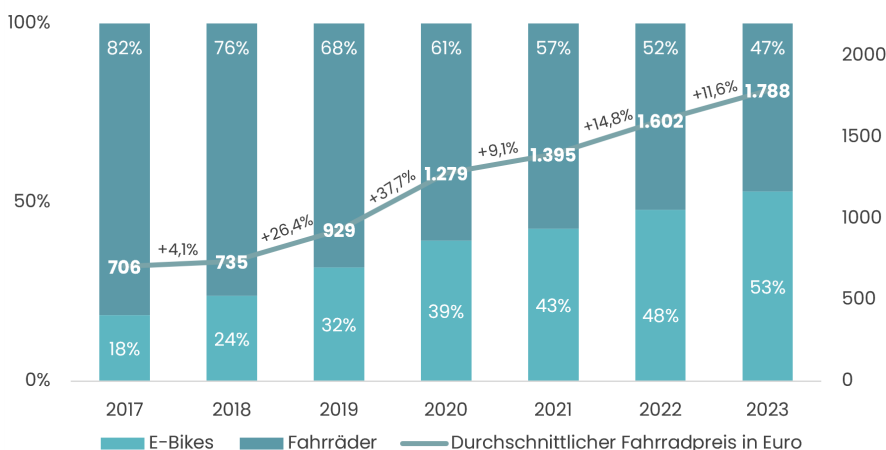


Quelle: ZIV

Die CAGR des deutschen Fahrradmarkts belief sich zwischen 2013 und 2019 auf 12,3%, sodass sich das Marktvolumen im gleichen Zeitraum von 2,0 auf 4,0 Mrd. EUR verdoppelte. Im ersten Covid-Jahr 2020 stieg der Umsatz um 61,0% yoy auf 6,4 Mrd. EUR an und konnte bis 2022 auf das Rekordniveau von 7,4 Mrd. EUR zulegen. Dabei blieb das Marktvolumen auch nach Aufhebung der Kontaktverbote und Covid-Beschränkungen auf dem erhöhten Niveau und sank 2023 lediglich um 4,1% yoy auf 7,1 Mrd. EUR. Damit lag die CAGR im Zeitraum 2013 bis 2023 bei 13,5%.

Bei Betrachtung der Volumen- und Preiseffekte fällt auf, dass das steigende Marktvolumen primär **auf den Anstieg der durchschnittlichen Verkaufspreise im Zuge des E-Bike-Booms** zurückzuführen ist. So wurden in 2023 erstmals mehr E-Bikes (Absatzanteil: 53%) als klassische Fahrräder verkauft, während der E-Bike-Anteil 2017 noch bei 18,4% lag. Infolgedessen stieg der durchschnittliche Verkaufspreis in Deutschland zwischen 2017 und 2023 von 706 EUR auf 1.788 EUR an (+153,3%). Mit durchschnittlich 2.950 EUR ist ein E-Bike rund 6,3x so teuer wie das durchschnittliche konventionelle Fahrrad.

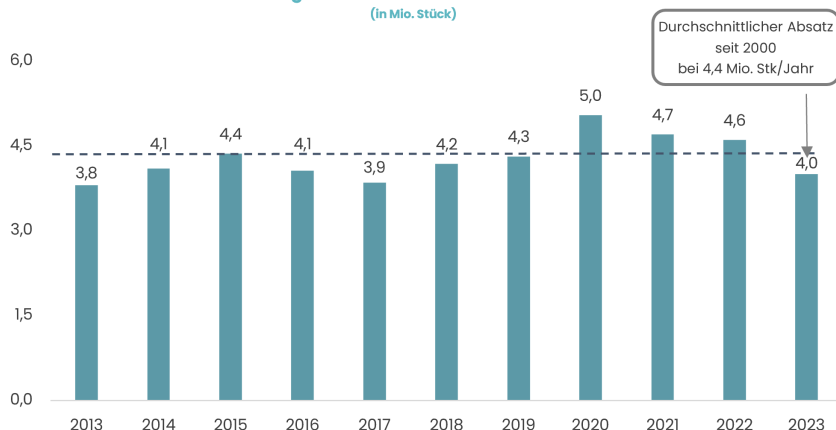
E-Bike-Verkaufsanteil & durchschnittlicher Verkaufspreis



Quelle: ZIV

Ein anderes Bild zeichnen dagegen die Absatzzahlen, die bei langfristiger Betrachtung die hohe Reife des Marktes widerspiegeln. Zwar boomten 2020 im Zuge der Covid-Beschränkungen kurzfristig auch die Absatzzahlen (+16,9% yoy) und lagen auf einem 20-Jahres-Hoch, waren jedoch in den drei Folgejahren erneut rückläufig und fielen 2023 mit 4,0 Mio. verkauften Fahrrädern ebenfalls unter den Durchschnitt von 4,4 Mio. Stk. (Zeitraum: 2000-2023). In den nächsten Jahren rechnen wir mit einer Stabilisierung der Absatzzahlen zwischen 3,8 Mio. und 4,4 Mio. Stück pro Jahr.

Entwicklung der Fahrradverkäufe in Deutschland
(in Mio. Stück)



Quelle: ZIV

Fazit: Der deutsche Fahrradmarkt ist in Bezug auf die Absatzzahlen gesättigt, erfährt jedoch aufgrund des E-Bike-Booms und der dadurch stark steigenden Durchschnittspreise seit Jahren starkes Wachstum. Das Dienstradleasing ist u.E. der mit Abstand attraktivste Teilbereich des Markts und hat die gesamte Branche innerhalb weniger Jahre revolutioniert bzw. disruptiert. Mittlerweile steht es für ein Drittel des Umsatzes des Gesamtmarkts. **Da das Dienstradleasing u.E. die klar überlegene Absatzform ist, sollte sich der Marktanteil weiter ausweiten, was den primären Wachstumstreiber darstellt. Das Gesamtmarktwachstum, welches in den nächsten Jahren aufgrund steigender Durchschnittspreise und eines höheren E-Bike-Anteils positiv ausfallen dürfte, ist u.E. dementsprechend nur sekundär.**

Bikeleasing als Nr. 2 in attraktivem Wachstumsmarkt

Der deutsche Markt für Dienstradleasing wird von den beiden Unternehmen JobRad (MONE: 50% Marktanteil) und Bikeleasing (MONE: 25% Marktanteil) dominiert. Daneben gibt es rd. 10 weitere, kleinere Anbieter, die die restlichen 25% des Marktes auf sich vereinen. Der Pionier JobRad wurde 2008 gegründet und trug maßgeblich dazu bei, die nötigen gesetzlichen und steuerlichen Grundlagen für das Dienstradleasing zu schaffen. Das Unternehmen ist nahezu vollständig im Besitz der Gründer, erzielte nach eigenen Angaben in 2022 einen Umsatz von über 1 Mrd. EUR und vermittelte etwas mehr als 300.000 Fahrräder. Hervorzuheben ist hierbei die HGB-Bilanzierung des Unternehmens, nach der der Verkaufspreis der Fahrräder in den Umsätzen abgebildet werden muss. Dies ist unter IFRS nicht der Fall, wodurch die Umsätze von Bikeleasing deutlich geringer ausfallen, aber die Margen erheblich höher sind. Um Vergleichbarkeit herzustellen, haben wir bei Bikeleasing mithilfe der durchschnittlichen Verkaufspreise sowie der Anzahl der vermittelten Fahrräder den Gesamtverkaufspreis errechnet, welchen wir nachstehend mit den von EY erhobenen Volumina des Dienstradleasingmarktes zur Quantifizierung der Marktanteile ins Verhältnis setzen.

Marktanteile Dienstradleasing	2020	2021	2022	2023
Marktvolumen	~0,9	~1,3	~2,0	2,3 (e)
JobRad	0,6	0,72	>1,0	n.a.
Marktanteil JobRad	~67%	~55%	>50%	<i>n.a.</i>
Bikeleasing	n.a.	0,30	0,46	0,62
Marktanteil Bikeleasing	n.a.	~23%	~23%	~27%
Sonstige (Impliziert)	n.a.	~0,3	~0,5	n.a.

Quelle: EY-Parthenon, Unternehmen, Bundesanzeiger, Montega

Ausgehend von den oben dargestellten Berechnungen, hat sich der Marktanteil des Pioniers JobRad in den letzten Jahren sukzessive verkleinert. Dies ist u.E. jedoch auch auf das außerordentlich hohe Marktwachstum und damit verbundenen Kapazitätsengpässen von JobRad zurückzuführen.

Homogene Preisgestaltung der Wettbewerber zu erkennen

In der folgenden Tabelle haben wir eine Gesamtübersicht der u.E. relevanten Wettbewerber angefertigt und wesentliche Informationen wie Eigentümer und Zielgruppe dargestellt. Daneben haben wir die Ergebnisse des aktuellen Gesamtrankings aller gängigen Dienstradanbieter angegeben, das vom Fachmagazin SAZbike durchgeführt wurde. Im Test wurden insgesamt rd. 500 Fachhändler befragt. Seit der ersten Erhebung im Jahr 2020 belegte Bikeleasing durchgehend den zweiten Platz, JobRad immer den ersten und BusinessBike stets auf Platz drei.

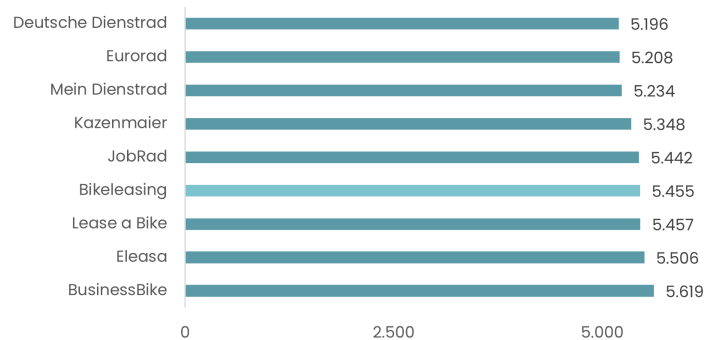
Wettbewerber	Eigentümer	Markteintritt	Zielgruppe	SAZbike- Ranking- & -Note
JobRad	Gründer	2008	keine Beschränkung	1. 2,19
Bikeleasing	BKHT (Mehrheit), Gründer	2014	keine Beschränkung	2. 2,24
BusinessBike	Pon Holding (Einstieg VW-Konzern)	2014	keine Beschränkung	3. 2,44
Eleasa	Gründerfamilie	2012	250 Mitarbeiter +	4. 2,59
Deutsche Dienstrad	Fam. Diem-Puello	2020	keine Beschränkung	5. 2,74
Lease a Bike	Pon Holding (Einstieg VW-Konzern)	2015	keine Beschränkung	6. 2,86
Kazenmaier	Familie Kazenmaier	2018	keine Beschränkung	7. 2,87
Mein Dienstrad	Rivean Capital (PE)	2012	10 - 10.000 Mitarbeiter	8. 2,9
Rad im Dienst	Gründer	2021	Nur Beamte, sehr klein	9. 3,07
Company-Bike	Rivean Capital (PE)	2012	500 Mitarbeiter +	10. 3,38
EuroRad	ZEG/ Bencis (Mehrheit)	n/a	keine Beschränkung	11. 3,53
Radelnde Mitarbeiter	Wertgarantie Group	2014	keine Beschränkung	n.a. n.a.
Beovoelo	Gründer	n.a.	keine Beschränkung	n.a. n.a.

Quelle: Montega, Unternehmensdaten; SAZbike; *Stand 2023

Die Erhebung von SAZbike berücksichtigt insgesamt neun verschiedene Bewertungskategorien. In jeder schnitt Bikeleasing als einer der drei besten Anbieter ab. Neben den finanziellen Konditionen, der Markenbekanntheit bzw. -attraktivität und dem B2B-Portal wurde auch die Abwicklungsgeschwindigkeit bzw. -aufwand bei Schäden sowie die Versicherungsleistungen bewertet. Darüber hinaus wurde das Informationsangebot bzgl. Produktangebot und -neuigkeiten sowie die Restwertberechnung und die Abwicklung nach Leasing-Ende beurteilt. Damit deckt die Befragung u.E. alle wesentlichen Preis-Leistungs-Faktoren ab und spricht Bikeleasing eine gute Wettbewerbsposition zu.

Die Online-Plattform Velomotion hat in 2023 die Preise von neun Anbietern erhoben. In der nachstehenden Abbildung sind die jeweiligen Kosten für das Leasing eines 4.000 EUR E-Bikes mit anschließender Übernahme des Rads aufgeführt. Diese bescheinigen den Wettbewerbern eine weitgehende Preishomogenität. JobRad und Bikeleasing erhoben nahezu exakt gleiche Preise und gehören nicht zu den preisaggressiven Wettbewerbern.

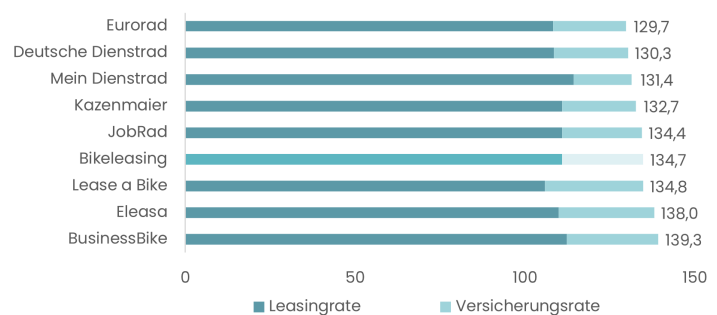
Gesamtkosten für ein 4.000€ E-Bike mit Übernahme
(in EUR; Stand 2023)



Quelle: Velomotion

Für den gleichen Fall haben wir nachfolgend auch die monatlichen Leasingraten der verschiedenen Anbieter, die aus einem Versicherungs- und einem Radanteil bestehen, dargestellt. Die Anteile der beiden Bestandteile an der Gesamtrate sind bei allen Anbietern nahezu identisch. Auf Ebene der Monatsraten sieht die Preisdifferenz insgesamt nochmals geringer aus.

Höhe & Zusammensetzung der monatlichen Leasingraten
(in EUR; Stand 2023)



Quelle: Velomotion

Wir haben die preisliche Positionierung von Bikeleasing sowie JobRad, Business Bike und des Preisführers Eurorad jüngst überprüft und konnten keine signifikanten Veränderungen feststellen.

Dynamisches Wettbewerbsumfeld wird von Private Equity aufgemischt

Bei einem Blick auf die Eigentümerstrukturen ist zu erkennen, dass sich drei Anbieter (mit Bikeleasing vier) mehrheitlich im Besitz von Finanz- bzw. PE-Investoren befinden. Neben Brockhaus, die im November 2021 die mehrheitliche Übernahme von Bikeleasing vollzog, erwarb die Deutsche Private Equity (DPE) den Anbieter Company Bike ebenfalls 2021 und kaufte 2022 den Wettbewerber Mein Dienstrad hinzu. Bereits Mitte 2023 verkaufte DPE nahezu sämtliche Anteile an den niederländischen PE-Investor Rivean Capital (europ. mid-market mit 5 Mrd. AuM), der laut mehrerer Medienartikel eine Buy-and-Build-Strategie verfolgt und die (an)organische Expansion ins europäische Ausland anstrebt. Insgesamt sind nur wenige Details der Transaktion bekannt. So soll das Target 2022 mit rd. 200 Mitarbeitern einen Umsatz (MONE: HGB) i.H.v. 140 Mio. EUR erzielt und die Bewertung bei rd. 250 Mio. EUR gelegen haben. Geht man davon aus, dass das Unternehmen mit dem Markt gewachsen ist (+15% yoy), läge der Umsatz 2023 bei 161 Mio. EUR, was einem gezahlten Umsatz-Multiple von knapp 1,6x für das laufende Jahr entspräche. Bei einem unterstellten Umsatzwachstum von 25% läge der Umsatz-Multiple bei 1,4x. Da sich die genannte Umsatzgröße auf den HGB-Umsatz bezieht und Bikeleasing u.E. 2023 umgerechnet einen HGB-Umsatz von ca. 700 Mio. EUR erzielt haben könnte, **würde die Bewertung Bikeleasing auf Basis der 2023er-Zahlen u.E. zum Unicorn machen.** Dementsprechend läge die **aktuelle Marktkapitalisierung von Brockhaus sowie der Enterprise Value mit knapp 300 Mio. EUR nicht einmal halb so hoch, wie die durch den PE-Deal implizierte Bewertung des 52%-igen Bikeleasing-Anteils.**

Mit EuroRad wechselte Ende 2023 ein weiterer deutscher Dienstradleasinganbieter in die Hände eines PE-Investors. Der Käufer Bencis erwarb das Unternehmen von der Zweirad-Einkaufs-Gemeinschaft eG (ZEG), dem europaweit größten Verbund von Fahrradhändlern mit über 1.000 Betrieben. Nach Unternehmensangaben erzielte EuroRad 2023 einen Umsatz i.H.v. 116 Mio. EUR. Insgesamt sehen wir die Übernahme zweigeteilt: Denn durch den Verkauf könnte sich der vertriebsseitige Wettbewerbsvorteil des direkten Zugangs zu einem Teil von Fahrradhändlern, die an den Gewinnen der ZEG und dementsprechend auch EuroRad beteiligt werden, auflösen bzw. verringern. Andererseits dürfte Bencis durch seine Expertise in der operativen und strategischen Weiterentwicklung von Unternehmen sowie seiner M&A-Erfahrung das Tempo erhöhen.

Neben den von PE- und Finanzinvestoren geführten Unternehmen befinden sich der Platzhirsch JobRad sowie **die Mehrheit der weiteren kleineren Wettbewerber im Besitz der Gründer bzw. Gründerfamilien.**

Eine u.E. dritte Kategorie stellen die Unternehmen Lease a Bike und BusinessBike dar, die, ebenso wie der belgische Pionier B2Bike, zur PON Holding zählen. PON ist ein niederländischer Milliardenkonzern, der als einer der größten Fahrradhersteller der Welt gilt und vielfältige Mobilitätskonzepte anbietet. In den nächsten Jahren will PON das Fahrradleasing-Geschäft stark ausbauen und hat 2023 49% der Anteile an den VW-Konzern abgegeben. Die beiden Unternehmen sind bereits seit fast 80 Jahren miteinander verbunden, da PON 1947 seine Tätigkeit als niederländischer Importeur der VW-Gruppe aufnahm. Mit der VW Financial Services wird der VW-Konzern zukünftig die Finanzierung sämtlicher Leasingfahräder übernehmen und hat bereits öffentlich das Ziel formuliert, bis 2030 die europäische Nummer zwei im Markt werden zu wollen. Das europäische Marktpotenzial sieht VW 2028 bei 10 Mrd. EUR, was mehr als das Vierfache Marktvolumen des deutschen Markts in 2023 darstellt. Nach eigenen Angaben ist PON aktuell in sechs Ländern (DE, NL, BE, AT, SWE und jüngst USA) im Bereich des Fahrradleasings aktiv.

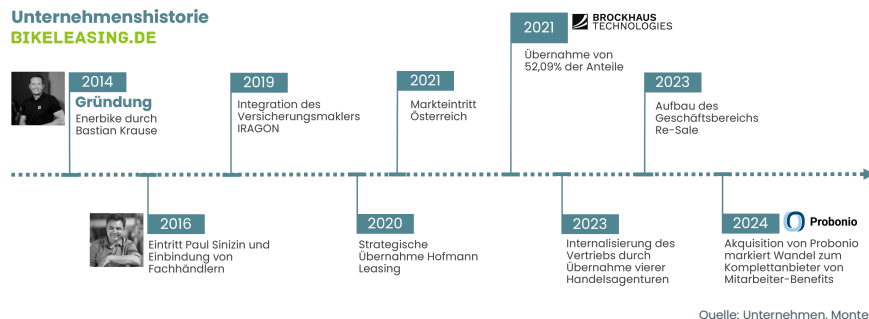
Obwohl PON & VW gegenüber Bikeleasing und JobRad über deutlich größere finanzielle Ressourcen verfügen und das Fahrradleasing teils bewusst quer-subsidieren könnten (was wir als unwahrscheinlich einstufen), stellt das Fahrradleasing nur eine Rand-Geschäftsaktivität der Konzerne dar. Ob die reine Finanzkraft daher für eine deutliche Beschleunigung der Neukunden- und Marktanteilsgewinnung ausreicht, bezweifeln wir aktuell.

In den nächsten Jahren erwarten wir insgesamt keine wesentliche Änderung der deutschen Marktstruktur, sondern vielmehr eine **übergeordnete Festigung der Marktanteile.** Dabei **schließen wir jedoch eine Fortsetzung der jüngst begonnenen Konsolidierung unter den kleineren Anbietern** aufgrund der im Dienstrad-Markt aktiven, M&A-orientierten PE-Investoren **nicht aus**, die dann auch einen dritten größeren Wettbewerber hervorbringen könnte.

Dass sich Brockhaus an einer potenziellen Konsolidierung in Deutschland beteiligt, halten wir bei den aktuell aufgerufenen Preisen für unwahrscheinlich, da davon auszugehen ist, dass die von PE-Investoren erworbenen Unternehmen EuroRad, Mein Dienstrad sowie Company-Bike ebenso Brockhaus angeboten wurden. **Eine solche Transaktion würde u.E. einem reinen Zukauf von Kunden gleichkommen,** da Bikeleasing bereits über eine Best-in-Class-Plattform sowie die sonstigen Teile der Wertschöpfungskette verfügt. Vor diesem Hintergrund dürften die **aufgerufenen Kaufpreise nicht den Renditeanforderungen von Brockhaus entsprechen haben.** Aufgrund der jüngsten Transaktion sehen wir keine Anhaltspunkte für sinkende Kaufpreise. **Den kurz- bis mittelfristigen (an)organischen Eintritt in andere europäische Märkte halten wir dagegen für wahrscheinlich.** Dabei wird Brockhaus u.E. die "Make-or-Buy"-Entscheidung genauestens evaluieren, da auch ein organischer Markteintritt möglich ist.

Warum das Geschäftsmodell von Bikeleasing so stark ist

Die heutige Bikeleasing wurde im Jahr 2014 vom amtierenden Geschäftsführer Bastian Krause gegründet, der seit 2016 von Paul Sinizin verstärkt wird, der ebenfalls als Geschäftsführer des Unternehmens fungiert. Die hohe Qualität der beiden Unternehmer und Manager lässt sich u.E. eindeutig am Erfolg des Unternehmens festmachen. Im Folgenden haben wir einige wesentliche Entscheidungen und Erfolgsfaktoren herausgestellt sowie eine Einstufung des Geschäftsmodells im Rahmen der 5-Forces nach Porter vorgenommen.



Zu den zentralen Erfolgsfaktoren des Unternehmens zählen wir die frühe Einbindung des Fachhandels (seit 2016) und die partnerschaftliche Philosophie gegenüber diesen, die Bikeleasing von seinen Konkurrenten unterscheidet. So verzichtete das Unternehmen seit Beginn auf Provisionen und sah den Handel stets als einen der zentralen Multiplikatoren und Vertriebspartner an, was u.E. aufgrund des direkten Kundenzugangs, den persönlichen Beziehungen und der örtlichen Nähe einen nicht zu unterschätzenden Faktor darstellt. Um diesen Vertriebskanal zukünftig noch stärker zu nutzen, startete Bikeleasing 2023 ein Partnerprogramm, das Händler mit einer Barprämie für die Anbindung eines neuen Unternehmenskunden, der mehrere Bikes least, belohnt. Durch die Kombination des Partnerprogramms und der Null-Provisions-Politik dürfte Bikeleasing für Händler der bevorzugte Partner sein, der auch Kunden gegenüber empfohlen wird.

Mit der frühen Übernahme einer Versicherungsmaklerei (Unternehmen von Paul Sinizin) und der internen Abwicklung und Administrierung diverser Prozesse, die mit den Versicherungsleistungen zusammenhängen, hat Bikeleasing sich unabhängiger gegenüber dem Versicherungspartner gemacht und sich damit u.E. die Möglichkeit geschaffen, im Falle von signifikanten Konditionsverschlechterungen oder anderen Faktoren den Partner zu wechseln. Da die über Bikeleasing abgesetzten Versicherungen auch aus Sicht des Partners hochattraktiv und die Risiken übersichtlich und leicht kalkulierbar sein dürften, würden u.E. diverse weitere Versicherer das Geschäft zu für Bikeleasing attraktiven Konditionen übernehmen.

Noch wichtiger ist aus unserer Sicht die Übernahme einer Leasinggesellschaft gewesen, die die Lieferantenmacht weiter signifikant reduziert hat. Denn ohne eine eigene Leasinggesellschaft wäre Bikeleasing bei jedem vermitteltem Rad zwingend auf eine externe Leasinggesellschaft angewiesen und damit abhängig gewesen. Insgesamt ist die Leasinggesellschaft nicht nur an diversen administrativen Prozessen beim bzw. kurz nach dem Vertragsschluss beteiligt, sondern regelt auch die Refinanzierung des Geschäfts.

Neben einer höheren Verhandlungsmacht hat sich Bikeleasing durch die Übernahme einer Leasinggesellschaft auch weiteres Geschäftspotenzial erschlossen, da zuvor nur Kunden bedient werden konnten, die den Bonitätskriterien der externen Leasinggesellschaften entsprechen haben. Mit einem eigenen Ratingsystem kann Bikeleasing nun selbst entscheiden, welche Kunden bedient werden. Darüber hinaus ermöglicht die interne Leasinggesellschaft den klassischen Forderungsverkauf, die Verbriefung sowie die darlehensbasierte Refinanzierung und stellt damit mehrere weitere Finanzierungsoptionen und letztlich eine höhere Flexibilität bereit. Heute arbeitet Bikeleasing weiterhin mit mehreren externen Leasinggesellschaften zusammen (MONE: ~20% des Geschäfts), kann jedoch aufgrund der eigenen Leasinggesellschaft stets attraktive Konditionen vereinbaren.

Insgesamt stufen wir die Verhandlungsmacht der Lieferanten (Finanzierungs- und Versicherungspartner, Fahrradhändler) **als gering ein**, wozu die zuvor beschriebenen Maßnahmen und Übernahmen maßgeblich beigetragen haben. Dies sichert Bikeleasing hohe Margen. Die partnerschaftliche Philosophie gegenüber dem Fachhandel sichert Bikeleasing die Empfehlung vom u.E. wichtigsten Multiplikator innerhalb der Branche.

Im weiteren Sinne können auch die fünf externen Handelsagenturen, die in der Anfangsphase den Vertrieb ohne Kapitalbedarf und Fixkosten ermöglichten, als Lieferanten eingestuft werden. Nach der mehrheitlichen Übernahme von Bikeleasing durch Brockhaus wurden 2023 vier von fünf externen Handelsagenturen erworben und der Vertrag mit der fünften zu Ende Oktober 2023 gekündigt. Dies führt zu signifikanten Einsparungen von Vertriebsprovisionen, welche die externen Agenturen für jedes einzelne Rad, das Bikeleasing vermittelte, erhielten.

Auch gegenüber seinen Kunden weist Bikeleasing eine exzellente Position auf, da selbst die größten Kunden nur einen sehr geringen Anteil am Geschäftsvolumen einnehmen. Durch die Vereinbarung mehrjähriger Leasingverträge dürfte eine potenzielle Kündigung verkompliziert werden, da hiervon aktive Verträge betroffen wären, was den Aufwand für die HR-Zuständigen deutlich erhöhen würde.

Da die Dienstleistung von Bikeleasing für Unternehmen kostenlos ist und sich nicht auf das Unternehmen selbst, sondern auf die Beschäftigten bezieht, würden Preiserhöhungen und Ähnliches nicht für das Unternehmen anfallen. Dementsprechend dürfte die Kündigungsbereitschaft eines onboardeten Unternehmens auch bei Preiserhöhungen, besseren Konkurrenzangeboten oder einer Verschlechterung des Preis-Leistungs-Verhältnisses äußerst gering ausfallen, da das Unternehmen selbst nicht der eigentliche Kunde ist. Da das Unternehmen jedoch über den genutzten Dienstradpartner entscheidet, ergibt sich für Bikeleasing eine sehr vorteilhafte Position. **Diese intermediäre Position des Unternehmens zwischen Bikeleasing und den Arbeitnehmern sowie die damit einhergehende Trennung der Entscheidungsgewalt stärkt das Geschäftsmodell von Bikeleasing enorm und wird u.E. auch langfristig einen der Hauptgründe für hohe Margen und sehr geringe Churn Rates darstellen.**

Substitute des Dienstradleasings

Als Substitute zum Dienstradleasing, das wir explizit als Absatzform ansehen, qualifizieren sich im engeren Sinne u.E. lediglich der klassische Barkauf, die Miete oder eine Kreditfinanzierung des Fahrrads. Da der Barkauf nicht nur teuer, sondern durch die steigende Beliebtheit der höherpreisigen E-Bikes auch aus Liquiditätsgründen zunehmend schwieriger umzusetzen ist, sehen wir das Dienstradleasing als deutlich überlegen an.

Auch die Fahrradmiete, die zwar das Liquiditätsproblem löst, jedoch aufgrund fehlender steuerlicher Gegebenheiten deutlich teurer ist, ist dem Dienstradleasing u.E. unterlegen. Letztlich ist eine Kreditfinanzierung ebenfalls mit höheren Kosten verbunden und u.E. bei Weitem nicht so komfortabel umsetzbar. Bei keinem der Substitute ist eine Versicherung gegen Diebstahl oder Schäden standardmäßig inbegriffen, die bei Rädern mit einem Wert von mehreren Tausend Euro u.E. sinnvoll ist. Dies erfordert Zusatzaufwand vonseiten des Kunden, der einen Preis-Leistungs-Vergleich anstellen und einen weiteren Vertrag abschließen muss. **Damit ist das Dienstradleasing allen direkten Substituten in Bezug auf Preis und Convenience überlegen.**

Im weiteren Sinne könnten u.E. zwar auch andere Mobilitätsformen wie PKW, Roller und der öffentliche Nahverkehr als Substitute eingestuft werden. Für Bikeleasing ist es u.E. jedoch sekundär, wieviele Personen die Mobilitätsform wechseln und sich "neu" für das Fahrrad entscheiden. Vielmehr ist die zentrale Frage, wieviel Prozent des Umsatzes, der mit den durchschnittlich über vier Millionen jährlich verkauften Fahrrädern in Deutschland erzielt wird, über die Absatzform des Dienstradleasing abgewickelt wird. Als u.E. überlegene Absatzform sollte der Anteil zukünftig weiter deutlich steigen.

Wettbewerbssituation innerhalb der Branche

Innerhalb der Branche herrscht grundsätzlich ein intensiver Wettbewerb. Dies bezieht sich jedoch nur auf Neukunden. Bestandskunden werden als "verloren" angesehen, uns sind keine "Wechselangebote" mit Prämien etc. bekannt. In den letzten Jahren wurden viele "Best Practices" oder Innovationen einzelner Marktteilnehmer vom Gros der Wettbewerber kopiert, sodass aktuell recht homogene Preis-Leistungs-Verhältnisse zu beobachten sind. Einen Preiskampf nehmen wir nur in bestimmten Marktsegmenten wahr. Während auf breiter Flur keine großen Rabattaktionen oder Preissenkungen erkennbar sind, herrscht insbesondere bei Ausschreibungen von Großkonzernen oder für Landesbeamte ein starker Wettbewerb.

Markteintrittsbarrieren für neue Wettbewerber

Für neue Wettbewerber werden die Eintrittsbarrieren u.E. immer höher. Denn in den letzten Jahren hat das rasante Marktwachstum hin zu einem Multi-Milliardenmarkt einige neue Wettbewerber auf den Plan gerufen, sodass bereits hinreichende Konkurrenz besteht. Während das Geschäftsmodell u.E. zwar inkrementell keine außergewöhnlich hohen Eintrittsbarrieren aufweist, da es (wie Bikeleasing und JobRad zeigen) weder große finanzielle oder personelle Ressourcen noch Spezial-Know-how erfordert, liegt die eigentliche Schwierigkeit u.E. in der erfolgreichen Skalierung des Geschäfts. Dementsprechend erscheint der Markteintritt weiterer neuer Wettbewerber auf den ersten Blick wahrscheinlich, diese dürften u.E. jedoch keine signifikanten Marktanteile gewinnen. Die wesentlichen - und u.E. nicht zu unterschätzenden - Hürden liegen in den folgenden Aspekten:

- **B2B-Produkt ohne Churn:** Wie der obige Preisvergleich zeigt, sind die Angebote der Anbieter preislich weitestgehend homogen, wodurch sich bei grundsätzlicher Kundenzufriedenheit wenig Anreize für einen Anbieterwechsel ergeben. Denn auch die Vertragsleistungen haben sich zunehmend angenähert. Zwar lassen die hohen Margen der führenden Akteure eine preisaggressive, aber dennoch profitable Strategie grundsätzlich zu. Da es sich jedoch um ein B2B-Produkt handelt, das der Arbeitgeber für alle Mitarbeiter abschließt und dieser i.d.R. weniger preissensitiv als der Verbraucher ist, dürfte es für neue Wettbewerber nicht leicht werden, signifikante Marktanteile aufzubauen.

Bei mittelständischen Unternehmen, die keine Ausschreibung der Leistung vornehmen und bei denen nicht mehr der Eigentümer, sondern Mitarbeiter entscheiden, tritt zudem das typische Principal-Agent-Problem auf, sodass nicht immer der beste Anbieter ausgewählt wird oder u.U. kein zusätzlicher Aufwand für einen Anbieterwechsel in Kauf genommen wird.

- **Ein Drittel des Marktes dürfte bereits verteilt sein:** In den vergangenen Jahren erschlossen die bestehenden Anbieter parallel zueinander sukzessive den noch unverteilten Markt. Inzwischen dürfte u.E. knapp ein Drittel des Marktes besetzt sein. Da nicht davon auszugehen (und auch nicht zu beobachten) ist, dass Unternehmen mehrere Leasinganbieter parallel anbinden, ist bereits ein signifikanter Anteil und insbesondere die "low hanging fruits" für neue Anbieter verloren.
- **Fahrradfachhändler (Hauptabsatzkanal) werden keine 30 Leasinganbieter anbinden:** Eine wesentliche Voraussetzung für die Skalierung ist die flächendeckende Anbindung des Fachhandels, der weiterhin rd. 70% aller Fahrradverkäufe abwickelt. Auch reine Online-Händler müssen onboardet werden. Wir gehen nicht davon aus, dass Fachhändler immer neue Leasinganbieter, die keine signifikante Verkaufsvolumina mitbringen, onboarden, da die Fachhändler auch deren Plattformen und Abrechnungssysteme verstehen und bedienen müssen.
- **Fehlende Referenzen, fehlender USP, fehlende Skalenvorteile:** Neuen Wettbewerbern dürfte die Gewinnung signifikanter Marktanteile auch durch fehlende Referenzen sowie die Garantie, mindestens über den gesamten Leistungszeitraum von drei Jahren am Markt zu sein, erschwert werden. Wir haben einige neue Wettbewerber analysiert und konnten keinen USP erkennen, der für die Gewinnung signifikanter Marktanteile oder einen Wettbewerbsvorteil spricht. In der Regel sind zudem weniger Fach- und Onlinehändler angebunden. Darüber hinaus dürften neue Wettbewerber gegenüber ihren Versicherungspartnern aufgrund des geringen Geschäftsvolumens schlechtere Konditionen bekommen. Auch auf der Refinanzierungsseite dürften die Anbieter, die i.d.R. ohne eigene Leasinggesellschaft starten, schlechtere Konditionen erhalten und befinden sich grundsätzlich in einer vollständigen Abhängigkeit, die zwar diversifiziert aber nicht eliminiert werden kann. Dementsprechend bestehen Kostennachteile, was nur eine begrenzte potenzielle Preisaggressivität zulassen würde.

Five Forces



Quelle: Montega

Deep-Dive: Zahlungsströme von Bikeleasing

Bikeleasing verfolgt ein größtenteils **provisionsbasiertes Geschäftsmodell mit transaktionsbezogenen Einnahmen** (Provisionen pro vermitteltem Rad), das lediglich einen geringen Kapitalbedarf und hohe Margen aufweist.

Nachdem sich ein Kunde sein Rad ausgesucht und einen Leasingvertrag abgeschlossen hat, überweist Bikeleasing an den Online- oder Fachhändler den gesamten Kaufpreis. Hieraus ergibt sich zunächst ein hoher Kapitalbedarf, da im ersten Moment keine Einnahmen in gleicher Höhe generiert werden. Um den Kaufpreis zu finanzieren, hat Bikeleasing sich mehrere Refinanzierungsoptionen geschaffen. So kann Bikeleasing das Geschäft

1. an eine externe Leasinggesellschaft verkaufen und eine den Fahrradkaufpreis übersteigende Zahlung erhalten.
2. über seine konzerneigene Leasinggesellschaft abwickeln und an Finanzinvestoren wie Banken, Versicherungen u.Ä. für eine den Fahrradpreis übersteigende Zahlung verkaufen.
3. über seine konzerneigene Leasinggesellschaft abwickeln, ein etwa dem Kaufpreis entsprechendes Darlehen aufnehmen und den Vertrag bis Laufzeitende halten.

Die ersten beiden Fälle sind recht vergleichbar und werfen innerhalb weniger Tage bzw. Wochen nicht nur den zuvor an den Händler gezahlten Kaufpreis, sondern ebenso eine prozentuale Prämie vom Fahrradpreis für Bikeleasing ab.

Stellt man sich beispielhaft einen Kunden vor, der ein Rad mit einem Kaufpreis von 4.000 Euro least und dessen 36 Monatsraten insgesamt eine Summe von 5.000 Euro ergeben, wird Bikeleasing die Forderung sowohl an Finanzinvestoren als auch an eine externe Leasinggesellschaft mit einem Abschlag zum Nennbetrag verkaufen.

Die Höhe dieses Abschlags richtet sich vor allem nach dem Zinsniveau und Risikoprofil, wobei hier der erste Faktor dominiert. Wir gehen davon aus, dass sich der Credit Spread auf ca. 200 BP belaufen dürfte, sodass sich beispielsweise bei einem Zinsniveau von 4% eine Renditeanforderung von 6% ergeben würde. In diesem Fall könnte Bikeleasing den Vertrag unmittelbar zu rd. 4.450 EUR verkaufen, sodass nach Abzug des Fahrradpreises eine Prämie von 450 EUR verbleibt.

Dieser geschilderte Prozess wird wie bereits erwähnt i.d.R. in wenigen Tagen bzw. Wochen abgewickelt, sodass Bikeleasing nahezu umgehend den gesamten Profit aus dem Vertrag vereinnahmt. Zudem zahlt auch der Versicherungspartner kurz nach Abschluss des Leasingvertrags eine Provision für die Vermittlung der beiden verpflichtenden Versicherungen und ggf. für weitere, optional abgeschlossene Versicherungen. Die Versicherungsprovisionen stehen für einen deutlich zweistelligen Anteil des Gesamtgewinns eines Vertrags.

Zudem gehen die Leasingforderungen durch den Verkauf an Dritte auch von der Bilanz ab. Dies vereinfacht die Bilanzanalyse und verkürzt die Bilanzsumme signifikant.

Anders verhält es sich, wenn Bikeleasing die Leasingforderungen nicht verkauft, sondern in den eigenen Büchern behält und eine darlehens- oder Cash-basierte Finanzierung vornimmt. Auch wenn hierbei u.E. ein leicht höherer Gewinn pro Vertrag vereinnahmt wird, ist das Unternehmen bestrebt, möglichst viele Verträge weiterzuverkaufen und möglichst wenige auf der eigenen Bilanz zu halten.

Hintergrund ist aber nicht nur die Verkomplizierung und Aufblähung der Bilanz, sondern insbesondere auch die über 36 Monate gestreckte Vereinnahmung des Gewinns bzw. der Cashflows. Da Brockhaus die Gewinne jedoch zu über den Kapitalkosten liegenden Kapitalrenditen einsetzen kann, bevorzugt das Unternehmen (und wir ebenso) den direkten Abverkauf und damit die unmittelbare Vereinnahmung des Gewinns, um das Geld zeitnah und nicht erst Jahre später einsetzen zu können. Konkret erhält Bikeleasing also bei Verbleib der Forderung über insgesamt 36 Monate die monatlichen Leasingzahlungen und Versicherungsprämien und zahlt gleichzeitig regelmäßig den auf das Darlehen entfallenden Schuldendienst. So vereinnahmt Bikeleasing letztlich kontinuierlich kleine Zahlungsüberschüsse.

Insgesamt hält Bikeleasing nur die Verträge auf der Bilanz, die aus verschiedenen Gründen nicht oder nur zu ungünstigen Konditionen veräußerbar sind. Gründe können beispielsweise in unterschiedlichen Bonitätseinschätzungen des hinter den Leasingforderungen stehenden Unternehmens liegen (bspw. defizitäre Unternehmen). Die bisherigen Ausfallraten der nicht unmittelbar verkauften Leasingforderungen tendieren bei Bikeleasing gegen Null.

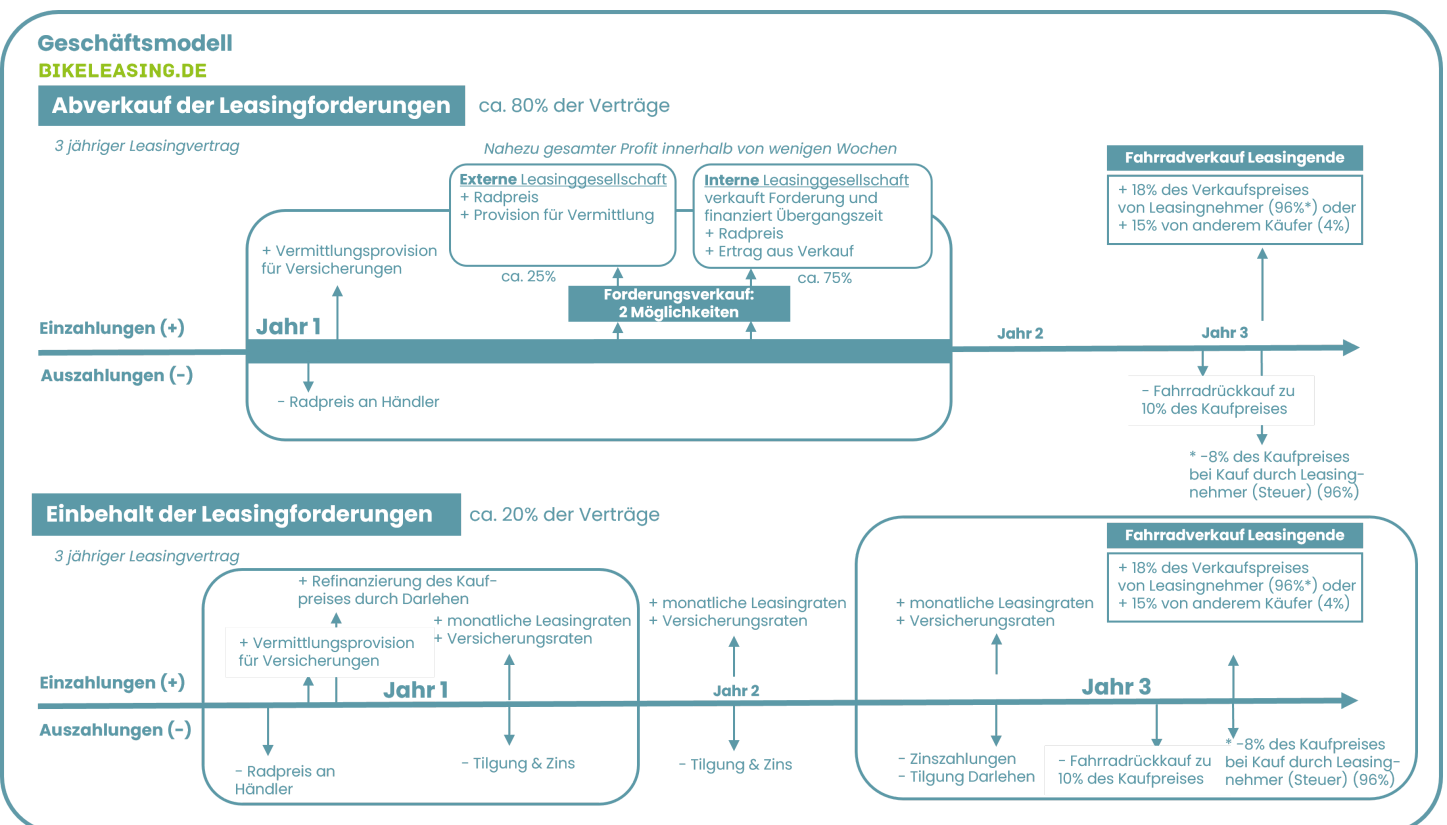
Neben den zuvor geschilderten Zahlungsvorgängen ergibt sich am Ende der dreijährigen Laufzeit **unabhängig von der Art der Refinanzierung** noch ein wesentlicher weiterer Geschäftsvorgang - **der Verkauf bzw. die Verwertung des Dienstrads**. Zunächst kauft Bikeleasing das Rad zu 10% des ursprünglichen Kaufpreises zurück.

Nun ergeben sich **zwei Möglichkeiten bzgl. des endgültigen Verkaufs des Fahrrads:**

- In 96% der Fälle (Stand: 2023) übernimmt der Arbeitnehmer** das Rad und zahlt Bikeleasing 18% des ursprünglichen Kaufpreises. Da das Rad jedoch nach steuerlicher Gesetzgebung nach drei Jahren der Nutzung einen höheren Restwert besitzt, muss der steuerliche Vorteil des günstigen Kaufs versteuert werden. Die Steuerzahlung beläuft sich auf ca. 8% des ursprünglichen Kaufpreises und wird der convenience-halber immer von Bikeleasing gezahlt. Insgesamt heben sich somit die Zahlungsabflüsse und -einkänge nahezu auf und Bikeleasing verdient nur eine **marginale Marge (~+18%-10%-8%)**.
- In 4% der Fälle (Stand: 2023) verkauft Bikeleasing das Rad an Online- oder Fachhändler** für 15% des ursprünglichen Kaufpreises. Aufgrund des B2B-Geschäfts müssen keine Steuern analog des obigen Falls abgeführt werden. Dementsprechend kann Bikeleasing nochmals 5% des Kaufpreises als Rohertrag vereinnahmen. Allerdings entsteht für Bikeleasing ein gewisser Working Capital-Bedarf für den Zeitraum zwischen Ankauf für 10% und Verkauf zu 15%. Zudem besteht für Bikeleasing ein gewisses Preis- und Abnahmerisiko.

Zusammenfassend bestehen also drei verschiedene Refinanzierungsoptionen, wobei der umgehende Verkauf des Leasingvertrags an eine externe Leasinggesellschaft oder Finanzinvestoren wie Banken oder Versicherungen bevorzugt wird. Dieses Geschäft besitzt (ebenso wie die erhaltene Versicherungsprovision) einen provisionsartigen Charakter, ist **hochprofitabel**, sehr **leicht skalierbar** und **nicht kapitalintensiv**.

Davon eindeutig zu trennen ist der endgültige Verkauf des Leasingfahrrads am Ende der Vertragslaufzeit. In der Regel übernimmt der Arbeitnehmer sein Rad und für Bikeleasing fallen wenig administrativer Aufwand und nahezu profitlose Umsätze durch Materialaufwendungen in etwa gleicher Höhe an. Dies ist u.E. kein Negativpunkt, sondern führt lediglich zu einer gewissen Verwässerung der hohen Margen des Vermittlungsgeschäfts am Anfang der Vertragslaufzeit. So lag die Rohmarge im Re-Sale-Geschäft in 2023 bei 7,7%, während die Rohmarge des Vermittlungsgeschäfts bei 83% lag und u.E. in 2024 infolge der Übernahme der Handelsagenturen auf über 90% ansteigen sollte. Sofern der Arbeitnehmer das Rad nicht übernimmt, verkauft Bikeleasing dieses an Händler mit einer Rohmarge von ~33% weiter und lagert sowie finanziert die Räder kurzfristig zwischen. Auch wenn dieses Szenario in 2023 nur auf ~4% der Leasinggeschäfte zutraf, handelt es sich bereits um ca. 2500 zu verwertende Fahrräder, was einen gewissen administrativen Aufwand mit sich bringt und u.E. ein "eigenes Business" innerhalb von Bikeleasing darstellt. So gehen wir z.B. davon aus, dass sich in den nächsten Jahren eine eigene Marktkategorie "Leasingrückläufer" ähnlich wie im PKW-Markt etablieren wird. Trotz einer Rohmarge von ca. 33% wirkt sich auch dieses Geschäft verwässernd auf die Margen auf. Da es sich jedoch insgesamt nur um einen "kosmetischen" Effekt handelt und Bikeleasing auch hierbei Gewinne erzielt, sollte das Wertungsgeschäft am Ende der Laufzeit u.E. nicht negativ, sondern lediglich als weniger attraktiv betrachtet werden.



Quelle: Montega

Mittelfristig deutliches Wachstum von Bikeleasing erwartet

Im Folgenden haben wir dezidiert unsere Prognosen sowie die von uns identifizierten Werttreiber von Bikeleasing dargelegt. Analog der zuvor beschriebenen Geschäftsprozesse bietet sich u.E. eine Zweiteilung des Geschäftsmodells von Bikeleasing in das initiale "Vermittlungsgeschäft" mit hohen Rohmargen von über 90% und das "Verwertungsgeschäft" an, das Rohmargen im hohen einstelligen Prozentbereich erzielt und sich auf den Verkauf der Fahrräder am Ende der Laufzeit bezieht. Da die Verwertungserlöse erst zum Ende der Leasinglaufzeit und damit rd. drei Jahre nach der initialen Vereinnahmung der Provisionen vereinnahmt werden, ergibt sich bei abflachenden Wachstumsraten der vermittelten Diensträder eine sukzessive Verschiebung der Erlöse zugunsten der vergleichsweise niedrigmargigen Umsätze. Diese Dynamik kann ohne eine Zweiteilung u.E. nicht oder nur schwer erfasst werden.

What's it all about: Wachstum der vermittelten Leasingverträge

Den Ausgangspunkt für die zukünftige Umsatz- und Ergebnisentwicklung von Bikeleasing bildet die Anzahl der vermittelten Leasingverträge. Diese wird wiederum von der Anzahl der angeschlossenen Arbeitnehmer und der Nutzungsrate getrieben. In den letzten Jahren hat sich die absolute Anzahl der angeschlossenen Unternehmenskunden und Arbeitnehmer immer weiter beschleunigt, sodass stets Neukundenrekorde aufgestellt wurden. In 2023 wurden über 14.500 Unternehmen mit über 800.000 Arbeitnehmern gewonnen. Dabei hat sich die Zahl der Mitarbeiter pro angeschlossenen Unternehmen in den letzten zwei Jahren kaum verändert und lag bei rd. 55 Beschäftigten. Während wir in 2024 einen Neukundenrekord mit 15.000 neuen Unternehmenskunden prognostizieren, erwarten wir mittelfristig rückläufige Neukundenzahlen, da u.E. bereits ca. 30% der Mitarbeiter in DE an einen Dienstradanbieter angeschlossen sein dürften. In Q1/24 wurden bereits 2.500 neue Unternehmen gewonnen (Q1/23: 1.500), wobei die Sommerquartale i.d.R. überproportional stark ausfallen. Insgesamt gehen wir davon aus, dass Bikeleasing seine Kundenzahl bis 2027 nochmals knapp verdoppeln und damit ca. 13,3% aller Arbeitnehmer in Deutschland angebunden haben wird. Hält Bikeleasing seinen Marktanteil von ca. 25% würde dies implizieren, dass rd. 50% der Arbeitnehmer Zugang zum Angebot des Dienstradleasings haben. Die Nutzungsrate lag in den letzten Jahren recht stabil bei rd. 2,5 vermittelten Leasingverträgen pro Unternehmen und Jahr. Wir haben in unseren Prognosen ledigl. eine gleichbleibende Nutzungsrate unterstellt.

Entwicklung der vermittelten Leasingverträge

KPIs Kundenentwicklung & vermittelte Verträge	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Anzahl angeschlossener Unternehmen (in Tsd.)	32	45,5	60	75	90	102	111
<i>Wachstum yoy</i>	57,6%	42,2%	31,9%	25,0%	20,0%	13,3%	8,8%
Anzahl neu angeschlossener Unternehmen (in Tsd.)	11,7	13,5	14,5	15,0	15,0	12,0	9,0
Angeschlossene Kunden	1,7	2,5	3,3	4,1	4,9	5,6	6,1
Mitarbeiter/Unternehmen	53,1	54,9	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0
Neue Leasingverträge (in Tsd.)	82,0	118,0	151,0	187,5	225,0	255,0	277,5
<i>Wachstum yoy</i>	28,1%	43,9%	28,0%	24,2%	20,0%	13,3%	8,8%
Leasingverträge pro Unternehmen	2,56	2,59	2,52	2,50	2,50	2,50	2,50
Anteil BL-Kunden aller Erwerbstätigen in DE	3,8%	5,5%	7,2%	9,0%	10,8%	12,2%	13,3%

Quelle: Unternehmen, Montega

Auf Basis der Kundenentwicklung und der gleichbleibenden Nutzungsrate ergibt sich bis 2027 ebenfalls eine knappe Verdopplung der vermittelten Leasingverträge.

Starkes Wachstum der Provisionserlöse erwartet

Ausgehend von der Anzahl der vermittelten Leasingverträge muss nun die Entwicklung des durchschnittlichen Fahrradpreises bestimmt werden – denn Bikeleasing verdient prozentuale Provisionen, die sich am Verkaufspreis des Fahrrads bemessen. Angesichts aktueller Rabattschlachten und partiell hoher Lagerbestände rechnen wir für 2024 aus Vorsichtgesichtspunkten mit 4,0% geringeren Durchschnittspreisen und gehen anschließend von inflationsbedingten Preissteigerungen i.H.v. 2,0% p.a. aus. Außerdem kann über den Radpreis und die Anzahl der vermittelten Räder das "vermittelte Verkaufsvolumen" errechnet werden, was beispielsweise für die Quantifizierung des umsatzseitigen Marktanteils von Bikeleasing am deutschen Fahrradmarkt nötig ist.

Einen weiteren zentralen Werttreiber stellt die "Umsatzquote" dar, die angibt, wieviel Prozent Provision Bikeleasing in Relation zum Verkaufspreis des Rads vereinnahmt. Wie zuvor beschrieben, setzen sich die Provisionseinnahmen aus der Versicherungsprämie und der "Provision" für die Vermittlung des Leasingvertrags zusammen. Während Erstere konstant bleiben dürfte, zeigte sich in einer sinkenden prozentualen Provision für die Vermittlung des Leasingvertrags jüngst die Zinssensitivität des Geschäftsmodells. Hintergrund ist, dass die Käufer der Leasingverträge bzw. -forderungen eine Renditeanforderung besitzen, die u.E. ca. 200BP über den jeweiligen Geldmarktzinsen liegt. Steigen die Zinsen, muss der Käufer also auch seinen Kaufpreis nach unten anpassen, da er eine höhere Rendite auf die erworbene Leasingforderung erzielen muss. Bikeleasing konnte seinerseits wiederum nicht die Preise erhöhen, da in den "Rahmenverträgen", die mit den Unternehmen geschlossen wurden, i.d.R. fixe Preise (bzw. sog. Leasingfaktoren) vereinbart wurden.

Dementsprechend fielen die Provisionseinnahmen pro vermitteltem Rad, da Arbeitnehmer die Verträge zu gleichen Preisen abschließen konnten, Bikeleasing beim Weiterverkauf der Leasingforderungen jedoch geringere Preise erhielt. Im letzten Jahr wurden nun bereits über 80% der Verträge auf variable "Preise" (Leasingfaktoren) umgestellt, die sich am Zinsumfeld orientieren.

Damit wurde die **Zinssensitivität des Geschäftsmodells nahezu vollständig eliminiert**, was u.E. eine **enorme operative Verbesserung darstellt und ein Kernrisiko von Bikeleasing beseitigt**. Zur Verdeutlichung: Nach unseren Berechnungen beläuft sich der **negative Ergebniseffekt einer um 100BP höheren Renditeanforderung bei dem von Bikeleasing in 2023 vermittelten Geschäftsvolumen auf ca. 10,4 Mio. EUR**.

Im laufenden Jahr wird Bikeleasing weitere verbleibende Verträge auf flexible Preise umstellen (MONe: spätestens wenn ein Mitarbeiter des Unternehmens ein neues Rad leasen möchte), sodass u.E. die Höhe der Provision und damit letztlich die "Umsatzquote" steigen sollte. Nach 16,4% in 2023 bzw. 17,3% in 2022 erwarten wir zukünftig eine konstante Umsatzquote von 17,0%.

Mit den geschilderten Werttreibern lässt sich nun die Umsatzentwicklung des Vermittlungsgeschäfts prognostizieren. Wie bereits erwähnt fallen hierbei kaum direkte Kosten an. Zudem wird sich die Rohmarge durch den Wegfall der an die externen Handelsagenturen gezahlten Provisionen nochmals deutlich verbessern, sodass die Rohmarge in 2024 92,5% nach 83,0% im Vorjahr erreichen dürfte (Q1/24: 89,1%; Q1/23: 84,7%). Die von uns prognostizierte Verbesserung ist nahezu gänzlich auf die Akquisition der externen Handelsagenturen und die dadurch eingesparten Provisionen zurückzuführen. Eine weitere Skalierung der Rohmarge prognostizieren wir nicht.

Forecast Vermittlungsgeschäft

KPIs Vermittlungsgeschäft (in Mio. EUR)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Durchschnittlicher Preis/Dienstrad (in EUR)	3.672	3.900	4.081	3.918	3.996	4.076	4.158
Fahrradpreissteigerung yoy		6,2%	4,6%	-4,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Neue Leasingverträge (in Tsd.)	82,0	118,0	151,0	187,5	225,0	255,0	277,5
Vermitteltes Verkaufsvolumen (in Mio. EUR)	301,1	460,2	616,2	734,6	889,1	1.029,2	1.143,3
Umsatzquote (Umsatz/verm. Verkaufsvolumen)		17,3%	16,4%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Umsatz Vermittlungsgeschäft		79,7	101,2	124,9	151,2	175	194,4
Umsatz/Rad		675,4	670,4	666,0	679,3	692,9	706,8
Umsatzwachstum yoy			27,0%	23,4%	22,4%	15,6%	11,0%
Rohmarge		78,9%	83,0%	92,5%	92,5%	92,5%	92,5%
Rohertrag Vermittlungsgeschäft		62,9	84,0	115,5	139,8	161,8	179,8
Implizierte Materialaufwendungen		16,8	17,2	9,4	11,5	13,3	14,7

Quelle: Unternehmen, Montega

Überproportionale Steigerung der Verwertungserlöse erwartet

Nachdem wir die Systematik hinter den von uns prognostizierten Umsätzen und Roherträgen aus dem Vermittlungsgeschäft skizziert haben, erläutern wir nachstehend unsere Prognosen bzgl. des Verwertungsgeschäfts. Auch wenn dieses unattraktiver erscheint und die Margen verwässert, erzielt Bikeleasing hier positive Ergebnisbeiträge.

Die Diensträder werden i.d.R. nach der Leasingdauer von drei Jahren zurückgekauft und anschließend wieder verkauft. Der von Bikeleasing gezahlte Rückkaufpreis beträgt einheitlich 10% des ursprünglichen Verkaufspreises. Sofern der Arbeitnehmer das Rad übernimmt, was 2023 in 96% der Fälle zutraf, erhält Bikeleasing 18% des ursprünglichen Kaufpreises. Übernimmt der Arbeitnehmer das Rad nicht (2023: 4% der Fälle) wird es an Fach- oder Onlinehändler für 15% des Kaufpreises verkauft. Somit sind sowohl Verkaufs- als auch Kaufpreise bekannt. Auch die Verkaufszahlen und Durchschnittspreise der vermittelten Fahrräder von vor drei Jahren sind bekannt. Daher muss lediglich der Anteil der von den Arbeitnehmern übernommenen Räder prognostiziert werden.

Von hoher Bedeutung ist ebenso, dass bei Verkauf an Leasingnehmer ein steuerlicher Vorteil entsteht, den diese pauschal versteuern müssen. Denn laut Steuergesetzgebung ist ein Fahrrad nach drei Jahren Nutzungsdauer noch 40% des ursprünglichen Kaufpreises wert. Da der Leasingnehmer das Rad jedoch zu 18% kaufen kann, muss die Differenz von 22% mit einem Pauschalsteuersatz von 30% versteuert werden. Die Pauschalsteuer wird von Bikeleasing für die Leasingnehmer abgeführt und wird ebenso wie der Kaufpreis des Rads im Materialaufwand erfasst. Im Falle der Übernahme durch den Arbeitnehmer erzielt Bikeleasing u.E. eine Rohmarge von ~8,4%, bei Verkauf an Händler eine Rohmarge von ca. 33%.

Neben den "regulären" Rückläufern am Ende der Laufzeit kommen ebenfalls eine kleine Zahl an "Sonder-Rückläufern" zurück, die Bikeleasing in bestimmten Fällen vor Ende der dreijährigen Leasinglaufzeit zurückkaufen muss und anschließend an Händler weiterverkauft. Die Kaufpreise sind hierbei u.E. teils signifikant höher als 10% des ursprünglichen Kaufpreises. Im vergangenen Jahr hat Bikeleasing eine Abschreibung auf Leasingrückläufer i.H.v. 6,2 Mio. EUR vorgenommen, die u.E. größtenteils auf diese Sonder-Rückläufer zurückzuführen ist. In den nächsten Jahren planen wir mit einem Anstieg dieser Verkaufserlöse in Einklang mit der restlichen Geschäftsentwicklung.

Wie in der nachstehenden Abbildung erkennbar, wird das Rückläufergeschäft in den nächsten Jahren stark wachsen und steht 2027 bereits für ein Umsatzvolumen von 156,2 Mio. EUR. Auch zukünftig gehen wir davon aus, dass das Gros der Arbeitnehmer ihr Dienstrad übernehmen wird und es anschließend entweder teurer weiterverkauft oder weiter nutzt. Auf Ebene der Rohermarge gehen wir in 2024 angesichts der angespannten Marktlage von einer Rohmarge von 6,5% aus. Zukünftig rechnen wir mit einem leicht negativen Ergebniseffekt der Sonder-Rückläufer, sodass wir langfristig eine Rohmarge von 8,0% im Rückläufergeschäft annehmen.

Forecast Rückläufergeschäft

KPIs Rückläufergeschäft (in Mio. EUR)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz Leasingrückläufer		26,9	45,0	64,0	97,9	131,1	156,2
Wachstum yoy			67,0%	42,4%	52,8%	33,9%	19,2%
Verwertungserlöse reguläre Rückläufer		19,9	38,9	53,8	82,3	110,2	131,3
Wachstum yoy			95,6%	38,4%	52,8%	33,9%	19,2%
Verwertungserlöse Sonder-Rückläufer		7	6,1	10,2	15,6	20,9	24,9
Anteil übernommen Arbeitnehmer (zu 18%)		91,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%
Anteil Verwertung an Händler (zu 15%)		9,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Zu verwertende Bikes reguläre Rückläufer (in Tsd.)		2.970	2.560	3.280	4.720	6.040	7.500
Rohermarge			7,7%	6,5%	8,0%	8,0%	8,0%
Rohrertrag Rückläufergeschäft			3,5	4,2	7,8	10,5	12,5

Quelle: Unternehmen, Montega

Abschließend haben wir alle Inputfaktoren zusammengefügt und die "operativen Kosten" zwischen Rohrertrag und EBITDA modelliert. Aufgrund des starken Wachstums hat Bikeleasing in den letzten Jahren über 100 Mitarbeiter pro Jahr aufgebaut. Auch zukünftig gehen wir von einer ähnlichen Entwicklung aus, prognostizieren aber eine leichte Skalierung der Personalkostenquote. Infolge des dynamischen Wachstums sollten sich auch die sonstigen Aufwendungen erhöhen, jedoch insgesamt unterproportional zum Rohrertrag und dem Umsatz ansteigen. Die Forderungsausfälle sollten in Einklang mit der Geschäftsentwicklung ansteigen und damit auf niedrigem Niveau verbleiben. Die sonstigen betrieblichen Erträge enthalten u.a. periodenfremde Erträge, die durch die rechnungslegungstechnischen Besonderheiten von Bikeleasing entstehen.

Forecast Bikeleasing

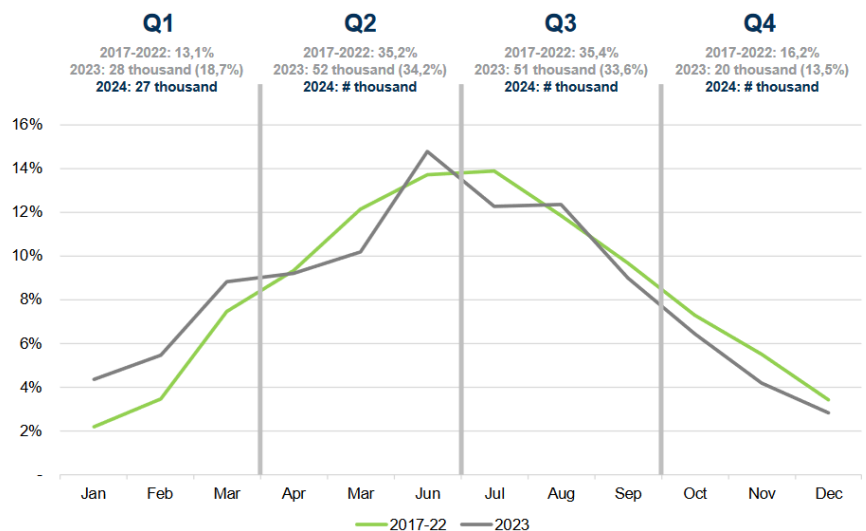
KPIs Bikeleasing (in Mio. EUR)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Gesamtumsatz Bikeleasing	66,3	106,6	146,2	188,9	250,7	307,8	352,4
Umsatzwachstum yoy		60,8%	37,1%	29,2%	32,7%	22,7%	14,5%
Umsatzanteil Rückläufergeschäft		25,3%	30,8%	33,9%	39,0%	42,6%	44,3%
Aktivierete Eigenleistungen				0,3	0,3	0,3	0,3
Gesamtleistung				189,2	251,0	308,0	352,6
Materialaufwand				69,5	101,8	134,1	158,7
Rohrertrag		65,1	93,1	119,7	149,2	173,9	193,9
Wachstum yoy			43,0%	28,5%	24,7%	16,6%	11,5%
Rohermarge		63,3%	63,3%	63,3%	59,5%	56,5%	55,0%
Perso				21,0	23,5	26,5	28,2
in % vom Rohrertrag				17,5%	15,7%	15,2%	14,5%
sbA				18,0	20,0	21,0	22,5
in % vom Rohrertrag				15,0%	13,4%	12,1%	11,6%
sbE				3,0	3,6	3,8	4,3
in % vom Rohrertrag				2,5%	2,4%	2,2%	2,2%
Operative Kostenquote (Nenner: Rohrertrag)		32,5%	32,3%	30,1%	26,7%	25,1%	23,9%
Sonstiges (Forderungsausfälle)		-0,3	-0,9	-1,2	-1,5	-1,9	-2,2
EBITDA	33,6	43,9	63,1	82,5	107,8	128,3	145,4
Wachstum yoy		30,8%	43,6%	30,8%	30,6%	19,1%	13,3%
EBITDA-Marge	50,7%	41,2%	43,1%	43,7%	43,0%	41,7%	41,3%
EBITDA/Rad	409,8	372,4	417,8	440,1	479,0	503,3	523,8

Quelle: Unternehmen, Montega

Insgesamt erwarten wir in den nächsten Jahren eine anhaltend dynamische Entwicklung in Bezug auf Umsatz und EBITDA. Dabei wird auch das EBITDA pro Rad mittelfristig weiter ansteigen. Hierzu tragen 2024 insbesondere die wegfallenden Provisionsaufwendungen bei.

Q1/24 - Kein Ende des Wachstums, sondern Rückkehr zu normaler Saisonalität

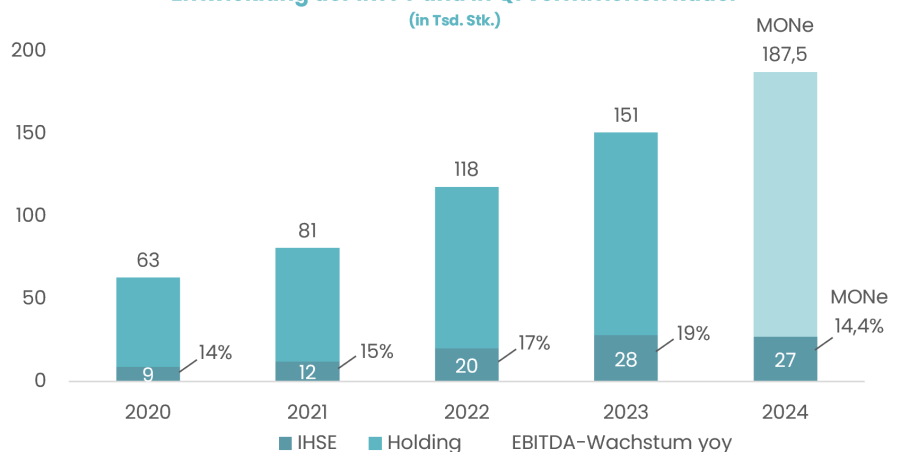
Im ersten Quartal 2024 ging die Anzahl der vermittelten Räder leicht von 28.000 auf 27.000 (-4,0% yoy) zurück. Dabei ist für eine unterjährige Bewertung der Geschäftsentwicklung von Bikeleasing vor allem die ausgeprägte Saisonalität zu berücksichtigen. So war insbesondere 2023 von einer geringen Verfügbarkeit von Fahrrädern und langen Lieferzeiten geprägt, wodurch viele Bikeleasing-Kunden ihre Bestellungen vorzogen. In der Folge stand das traditionell schwache Q1/23 für rd. 19% der vermittelten Räder und fiel damit um knapp 50% stärker aus, als der 7-Jahresdurchschnitt von rd. 13%. Wie auf der Grafik zu erkennen ist, stand der April sowohl in 2023 als auch im langfristigen Durchschnitt für je ~9% der im Geschäftsjahr vermittelten Räder. Im Rahmen der Q1-Zahlen hat Brockhaus bekanntgegeben, **dass die Radzahl im April '24 gegenüber dem Vorjahresmonat um 30,0% yoy gestiegen ist**. Da der Vorjahresmonat im Einklang mit dem 7-Jahresdurchschnitt steht, kann eine **Verzerrung durch eine niedrige Vorjahresbasis ausgeschlossen werden**. Ein **Sondereffekt durch überdurchschnittlich gutes Wetter** kann u.E. ebenso **ausgeschlossen** werden, da im April weder überdurchschnittlich viele Sonnenstunden noch atypisch geringer Niederschlag zu verzeichnen, sondern lediglich eine höhere Durchschnittstemperatur als gewöhnlich gegeben war. Anhand der gegebenen Daten wurden im April 2023 9,0% der im Gesamtjahr verbuchten 151 Tsd. Stück vermittelt (ergibt 13,6 Tsd. im April), sodass sich die Zahl der im April 2024 vermittelten Rädern bei dem kommunizierten Wachstum von 30,0% yoy auf 17,7 Tsd. Stück (ca. 66% von Q1) beläuft. Dies impliziert, dass in den ersten vier Monaten des Jahres 2024 und damit vor eigentlichem Beginn der Fahrradsaison bereits knapp 24% der von uns prognostizierten Stückzahl für das Gesamtjahr vermittelt wurde. Wir erwarten in den nächsten Quartalen eine Fortsetzung der im April gezeigten Wachstumsraten. Hierbei sollte Bikeleasing auch vom zuletzt beschleunigten Neukundenwachstum profitieren.



Quelle: Unternehmen

In den vergleichsweise niedrigen Q1-Absatzzahlen sehen wir daher **kein Indiz für ein nachhaltig abflachendes Wachstum, sondern eine Rückkehr zur normalen Saisonalität, was durch den starken April und das hohe Neukundenwachstum untermauert wird**.

Entwicklung der im FY und in Q1 vermittelten Räder



Quelle: Unternehmen, Montega

Umsatz- und Ergebnistreiber von Bikeleasing

Abschließend haben wir die wesentlichen Umsatz- und Margentreiber von Bikeleasing dargestellt.

Top Line-Treiber:

- Gewinnung weiterer Neukunden (Unternehmen und dahinterstehende Mitarbeiter)
- Steigerung der Nutzungsrate
- Steigerung der Provision pro Vertrag (Steigerung der Umsatzquote)
- Steigerung des durchschnittlichen Bike-Preises führt zu mehr Umsatz pro Rad
- Steigerung des durchschnittlichen Verkaufspreises bei Leasingrückläuferverkauf an Händler

Bottom Line-Treiber:

- Entfallende Provisionen durch Übernahme der Handelsagenturen führt zu Rohmargenausweitung (MONE: ca. 90 bis 100 EUR pro Bike)
- Einführung eines vom Zinsniveau abhängigen variablen Leasingfaktors (Ende 2023 bereits 80% aller Verträge umgestellt)
- Verbesserte Finanzierungsbedingungen durch höheres Geschäftsvolumen
- Skalierung von Personal- und sonstigen Kosten
- Steigerung des Anteils nicht vom Arbeitnehmer übernommener Räder

Bikeleasing Optionalität Nr. 1: Auslandsexpansion innerhalb Europas

Brockhaus verfolgt mit seiner Tochter Bikeleasing drei klare strategische Ziele mit folgender Priorisierung:

- 1. Gewinnung möglichst vieler Neukunden**
- 2. Steigerung der Nutzungsrate der Bestandskunden**
- 3. Auslandsexpansion und Anbindung weiterer Mitarbeiter-Benefits**

Dabei stellen die Auslandsexpansion sowie die Anbindung weiterer Mitarbeiter-Benefits zwei signifikante Optionalitäten für weiteres Wachstum dar, die wir im Folgenden genauer quantifizieren. Nach Angaben des Managements werden die Möglichkeiten einer weiteren geographischen Expansion aktuell genauestens eruiert. **Nach unseren Berechnungen bieten die noch unerschlossenen Staaten Westeuropas insgesamt etwa das 1,5-fache Potenzial von Deutschland.**

Bikeleasings Geschäftsmodell profitiert maßgeblich von den in Deutschland und Österreich geschaffenen regulatorischen Gegebenheiten, die das Dienstradleasing ermöglichen und zum günstigsten Weg des Fahrraderwerbs machen. In vielen anderen Nationen der EU sind seit einigen Jahren zwar immense positive politische Impulse und Subventions- und Förderungspakete zur Attraktivitätssteigerung des Fahrrads zu erkennen, zumeist fehlen jedoch noch die (steuer)gesetzlichen Grundlagen für die Begünstigung von Diensträdern, die aktuell in Deutschland oder Österreich gegeben sind. Spätestens wenn diese erlassen werden, wird Bikeleasing u.E. in den jeweiligen Markt eintreten.

Grundsätzlich ist hervorzuheben, dass Deutschland als bevölkerungsreichstes europäisches Land und Fahrradnation den mit Abstand größten europäischen Markt und sogar einen der Top-Märkte weltweit darstellt.

Wir halten das jeweilige Potenzial aller westeuropäischen Märkte inkl. der skandinavischen Länder analysiert und die Anzahl der verkauften Fahrräder, die Bevölkerungs- und Erwerbstätigenzahl sowie den E-Bike-Verkaufsanteil erhoben. Letzterer ist insbesondere für das Gesamtmarktvolumen entscheidend, da E-Bikes um ein Vielfaches teurer sind, als herkömmliche Fahrräder und damit deutlich mehr Umsatz- und Gewinnpotenzial bergen. Gleichzeitig gibt ein niedriger E-Bike-Anteil u.E. Aufschluss auf den Reifegrad des Markts und lässt teils Raum für eine Vervielfachung des aktuellen Marktvolumens.

Neben Österreich und Deutschland konnten wir in **Belgien, den Niederlanden, UK, Schweden und Finnland ähnliche steuerliche Regelungen identifizieren**, die einen Markteintritt erlauben würden. Insbesondere in Belgien, den Niederlanden und UK sind jedoch schon zahlreiche Wettbewerber aktiv und u.E. ein Großteil des Marktes erschlossen. Ein organischer Markteintritt von Bikeleasing ist hier u.E. angesichts der bestehenden Markteintrittsbarrieren, die wir zuvor erläutert haben, unwahrscheinlich. Ein anorganischer Eintritt dürfte u.E. lediglich eine Frage des Kaufpreises sein.

In Schweden und Finnland sind zwar auch einige Anbieter aktiv, der Markt scheint aber vergleichsweise jung und unerschlossen zu sein, was einen Markteintritt im Vergleich attraktiver machen würde. Beide Länder sind in Bezug auf Bevölkerung und Absatzzahlen klein und stehen gemessen am Absatz für je ~7% des deutschen Marktes. Dazu kommt, dass der für Bikeleasing aufgrund der vom Fahrradverkaufspreis abhängigen Provisionen wichtige E-Bike-Anteil mit 21,7% und 23,0% deutlich geringer als in Deutschland ausfällt (53%). Dadurch ist das Marktvolumen der Länder nochmals geringer und beläuft sich gemäß Daten von Statista Market Insights zusammengenommen aktuell auf ca. **10% des deutschen Markts.**

Das größte Geschäftspotenzial sehen wir in den bevölkerungsreichen Nationen Frankreich, Italien und Spanien, in denen aktuell noch keine vergleichbaren steuerlichen bzw. rechtlichen Grundlagen für das Dienstradleasing vorzufinden sind. Gemessen an den Verkäufen ist Frankreich etwas mehr als halb so groß wie Deutschland, während Italien knapp 40% der Größe Deutschlands entspricht. Dabei sehen wir den französischen Markt aufgrund der höheren E-Bike-Quote von 34% gegenüber Italien (15%) als attraktiver an. Unter der Prämisse, dass sich die E-Bike-Verkaufsquoten der beiden Länder der in Deutschland anpassen, besteht allein in diesen beiden Ländern zusammen **etwa das gleiche Marktpotenzial wie in Deutschland.** Ohne eine signifikante Steigerung der Durchschnittspreise beträgt das Potenzial der beiden Länder 75% des deutschen Marktes. Auch Spanien gehört mit 1,4 Mio. verkauften Fahrrädern zu den attraktivsten Märkten (30% von DE), wobei der E-Bike-Verkaufsanteil aktuell mit nur 17% noch gering ist. Das kurzfristige Marktpotenzial schätzen wir auf ca. 25% des deutschen Marktes. Wir erwarten, dass sich die E-Bike-Verkaufszahlen der drei Märkte zukünftig überproportional entwickeln, was ein höheres Marktpotenzial implizieren würde.

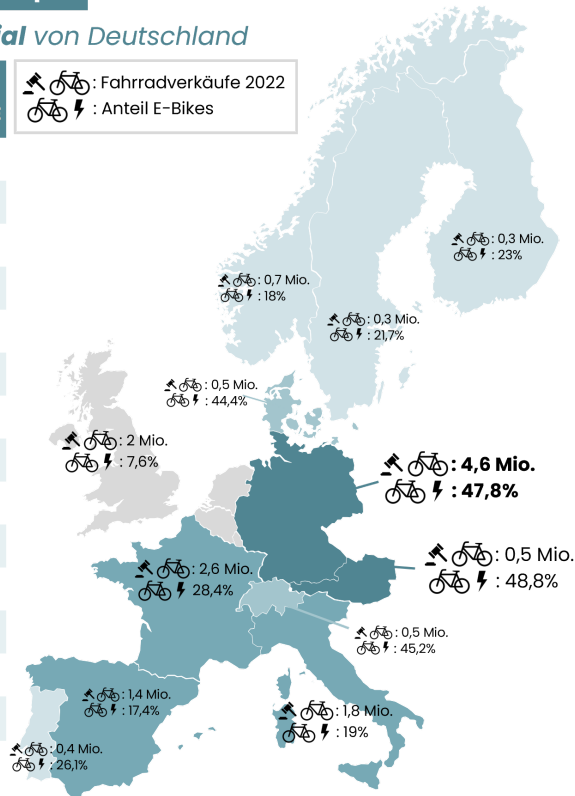
Trotz ihrer geringen Größe bewegen sich **Dänemark und die Schweiz in der Kategorie der Länder mit mittlerem Potenzial** und weisen ähnliches Potenzial wie Österreich auf, wo Bikeleasing seit 2021 aktiv und Marktführer ist. Mit jeweils 0,5 Mio. verkauften Rädern sind die Absatzzahlen zwar vergleichsweise gering, die Durchschnittspreise jedoch aufgrund des hohen E-Bike-Anteils und Wohlstands der Bevölkerung sehr hoch. Beide Märkte sind damit vergleichsweise weit entwickelt und dürften **jeweils ~10% des Marktpotenzials von Deutschland bieten.**

Ein vergleichsweise **niedriges Potenzial sehen wir auch in Norwegen sowie Portugal**. Bei einem Markteintritt in Norwegen könnten sich ggf. aufgrund der fehlenden EU-Mitgliedschaft (dafür EWR) zusätzliche Herausforderungen ergeben. In Portugal bewegen sich die Durchschnittspreise aufgrund des nur halb so hohen E-Bike-Anteils auf deutlich niedrigerem Niveau, sodass das Marktpotenzial auch aufgrund der niedrigen Absatzzahlen nur etwa 5% von Deutschland beträgt.

Expansionspotenzial Europa

Europa bietet das **~1,5x Marktpotenzial** von Deutschland

Land	Einwohnerzahl	Anzahl Fahrräder	Fahrradverkäufe		Potenzial im
			2022	Verkaufsanteil E-Bikes	Vergleich zu DE
Deutschland	83,2	82,8	4,6	47,8%	n.a.
Frankreich	67,8	31,8	2,6	28,4%	40%
UK	67,7	n.a.	2,0	7,6%	20%
Italien	59,1	29	1,8	19,0%	35%
Spanien	48,1	n.a.	1,4	17,4%	25%
Niederlande	17,5	23,9	0,9	57,0%	20%
Norwegen	5,4	3	0,7	18,0%	10%
Belgien	11,6	5,5	0,7	47,8%	15%
Österreich	9,0	6,5	0,5	48,8%	10%
Dänemark	5,9	5,3	0,5	44,4%	10%
Schweiz	9,0	n.a.	0,5	45,2%	10%
Portugal	10,3	n.a.	0,4	26,1%	5%
Schweden	10,4	6	0,3	21,7%	6%
Finnland	5,5	n.a.	0,3	23,0%	4%



Quelle: Statista Market Insights, Statistisches Bundesamt, ZIV, Montega

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Bikeleasing mit seinem bewährten Vertriebskonzept sowie seiner hochautomatisierten und kundenfreundlichen Plattform signifikantes Geschäftspotenzial im europäischen Ausland vorfindet, das je nach den gesetzlichen Gegebenheiten gehoben werden kann. Aktuell fehlen in den drei bedeutendsten Auslandsmärkten Frankreich, Spanien und Italien noch entsprechende Regelungen. Das kurzfristige Marktpotenzial entspricht in den von Bikeleasing noch unerschlossenen und von uns als relevant eingeschätzten Ländern etwa dem 1,5-fachen von Deutschland. Bei Einführung einer vergleichbaren steuerlichen Grundlage ist jedoch u.E. mit einer Zunahme des E-Bike-Anteils und der Durchschnittspreise zu rechnen, sodass sich das jeweilige Marktpotenzial in Abhängigkeit des anfänglichen Preisniveaus und E-Bike-Anteils nochmals deutlich vergrößern könnte.

Abschließend weisen wir darauf hin, dass wir in unseren Prognosen aufgrund des ungewissen Markteintritts keine Umsätze aus einer weiterführenden geographischen Expansion abgebildet haben.

Bikeleasing Optionalität Nr. 2: Roll-Out auf andere Mitarbeiter-Benefits

Neben der Internationalisierung verspricht auch eine Erweiterung der Produktpalette um weitere Mitarbeiter-Benefits deutliches Wachstumspotenzial.








Mit der im April 2024 erfolgten Übernahme des jungen Multi-Benefit-Anbieters Probonio durch die Brockhaus-Tochter Bikeleasing, **wird sich voraussichtlich bereits in der zweiten Jahreshälfte 2024 die Optionalität des Roll-Outs auf andere Benefits materialisieren.**

Der Kaufpreis wurde zu 50% in bar (2,1 Mio. EUR) und zu 50% mit Bikeleasing-Anteilen beglichen, denen ein Wert von 2,0 Mio. EUR zugesprochen wurde (0,26% von Bikeleasing). **Die implizierte Bewertung von Bikeleasing liegt damit bei 796,5 Mio. EUR, sodass sich der Anteilswert von BKHT auf 413,8 Mio. EUR bzw. 39,61 EUR pro Aktie beläuft.** Die partielle Zahlung mit eigenen Anteilen sowie die Vereinbarung eines Earn-outs, dessen Höhe sich anhand der Anzahl der neu auf der Probonio-Plattform aktivierten Kunden in den Jahren 2025, 2026 und 2027 bemisst, unterstreicht einmal mehr, dass Brockhaus bei Übernahmen hohen Stellenwert auf finanzielle Anreize und eine direkte unternehmerische Erfolgsbeteiligung legt. Wir glauben, dass intelligente, angemessene Incentives einen der Schlüsselfaktoren für nachhaltigen unternehmerischen Erfolg darstellt und werten den Schritt daher positiv.

Das Software-Unternehmen Probonio wurde 2022 gegründet und verfolgt ein SaaS-Geschäftsmodell mit überwiegend wiederkehrenden Umsätzen. Dabei zahlen Unternehmen je nach Benefit eine monatliche Fee zwischen 1,60 EUR und 4,80 EUR pro Mitarbeiter. Bei Bedarf kann ebenso ein individueller Benefit-Korb zusammengestellt werden, der u.E. einen attraktiven Discount aufweisen dürfte. Auch das All-in-One-Paket dürfte für viele Kunden mit 9,00 EUR/Monat/Nutzer attraktiv sein. Die initiale Einrichtung ist gänzlich kostenlos und wird es u.E. auch zukünftig bleiben. Es fällt keine Grundgebühr an und ist zukünftig u.E. ebenso nicht zu erwarten.

Im Gegenzug nimmt Probonio seinen Unternehmenskunden nahezu sämtlichen administrativen Aufwand rund um das Thema Mitarbeiter-Benefits ab, bietet stetige Rechtssicherheit in Bezug auf die steuerlichen Regelungen, besitzt Schnittstellen zu allen gängigen Lohnbuchhaltungssystemen und stellt eine ansprechende, performante digitale Plattform inkl. App bereit, die das Herzstück des Unternehmens bildet. Mit dieser lassen sich alle angebotenen Mitarbeiter-Benefits zentral verwalten. Das Front End der Plattform ist nach unseren Eindrücken state-of-the-art, sodass wir uns sogar vorstellen könnten, dass Bikeleasing an das Probonio-Front End angeschlossen wird. Entsprechende Funktionalitäten zur Einbindung von Bikeleasing sind ebenfalls schon vorhanden, da Probonio auch das Benefit des Dienstradleasings abdeckt.

Nachfolgend haben wir eine Übersicht über die angebotenen Benefits inkl. Preisen und ihrer Relevanz dargestellt. Der wesentliche Unterschied zwischen den "neuen" Benefits und dem Dienstradleasing besteht darin, dass dem **Arbeitgeber** Kosten entstehen. Da Bikeleasing jedoch kontinuierlich von Kunden auf die Anbindung weiterer Benefits angesprochen wird und im Vorfeld Kundenbefragungen durchgeführt hat, kann davon ausgegangen werden, dass ein signifikanter Teil der angebotenen Unternehmenskunden Zahlungsbereitschaft für weitere Benefits mitbringt.

Benefit	Preis/Monat/Nutzer	Arbeitnehmervorteile	Arbeitgeberkosten	Relevanz
 Sachbezüge	2,40 €	bis zu 50€ monatlich	Kosten	★★★
 Essenszuschuss	4,80 €	bis zu 108,45€ monatlich	Kosten	★★★
 Mobilitätsbudget	ab 2,40 €	variiert	Kosten	★★
 Internetpauschale	1,60 €	bis zu 50€ monatlich	Kosten	★★
 Dienstfahrrad	1,80 €	variiert	keine Kosten	★★★
 Betriebliche Altersvorsorge	kostenfrei	variiert	n.a.	★☆☆
 Kombi-Paket (alle Benefits)	9,00 €	variiert	Kosten	★★★

Quelle: Unternehmen, Montega

Als gängigste Benefits gelten u.E. der Sachbezug und der Essenszuschuss. Diese dürften für nahezu alle Mitarbeiter attraktiv sein. Ersterer ist sehr leicht umsetzbar, da in der Probonio-App weit über 100 verschiedene Gutscheine (z.B. Rewe, Aral, IKEA, H&M uvm.) zur Verfügung stehen, die teils Grundbedürfnisse wie Lebensmittel abdecken und nicht nur für zusätzliche Konsumausgaben eingesetzt werden können. Dementsprechend dürfte jeder Mitarbeiter einen passenden Gutschein finden, den er lediglich in der App auswählen und aktivieren muss. Anstelle eines Gutscheins ist wahlweise auch die Bezahlung einer Fitnessstudio-Mitgliedschaft von bis zu 50,00 EUR pro Monat möglich. Hierbei arbeitet das Unternehmen mit dem Urban Sports Club zusammen.

Auch der Essenszuschuss ist im Alltag komfortabel nutzbar. Der Arbeitnehmer scannt den Beleg in der App ein, eine KI erkennt den Rechnungsbetrag und zieht hiervon bis zu 7,23 EUR ab. Bei einer Mahlzeit für 10,00 EUR erhält der Arbeitnehmer also 7,23 EUR steuerfrei am Ende des Monats mit seiner Lohnabrechnung und zahlt lediglich die verbleibenden 2,77 EUR.

Das Mobilitätsbudget (z.B. Bezahlung des 49€-Tickets) dürfte u.E. bereits von vielen Unternehmen angeboten werden, wodurch wir hier eine mittlere Relevanz sehen.

Die Internetpauschale stellt u.E. ein vergleichsweise unbekanntes Benefit dar, ist jedoch ebenfalls einfach umsetzbar und dürfte angesichts der heute zum Standard gehörenden Home Office-Regelungen auch rein argumentativ zunehmend sinnvoll erscheinen. Konkret können Internetkosten von bis zu 50 EUR monatlich steuer- und sozialversicherungsfrei bezuschusst werden. Dafür muss lediglich einmal jährlich eine Rechnung in der Probonio-App hochgeladen werden. Die Erstattung erfolgt monatlich mit der Gehaltszahlung.

Anhand des Pricings haben wir eine Szenario-Rechnung angefertigt, die das kurz- und mittelfristige Ertragspotenzial von Probonio durch den Roll-Out auf die bestehende Kundenbasis skizziert. Dabei haben wir unterschiedliche Nutzungsraten der Kunden von 1% bis 20% sowie unterschiedliche EBITDA-Margen zugrundegelegt. Im Folgenden ein Überblick über unsere weiteren Annahmen:

- **Ein Kunde zahlt im Durchschnitt 4,00 Euro pro Monat** (1,60 EUR Minimalpreis für günstigstes Benefit, 9,00 EUR Maximalpreis für Komplettpaket; beliebteste Benefits sind mit 2,40 EUR für den Sachbezug bzw. 4,80 EUR für den Essenzuschuss bepreist)
- **Die EBITDA-Marge liegt bei 85%, 70% bzw. 55%**
- **Die Cash-Conversion (bezogen auf das EBITDA) liegt nachhaltig bei 65%** (30% Steuer, 5% CAPEX)

In der nachfolgenden Abbildung haben wir das jeweilige Umsatz- und EBITDA-Potenzial berechnet. Darüber hinaus haben wir auch das Brockhaus Technologies zurechenbare EBITDA sowie die entsprechenden Cash-Earnings dargestellt. Vereinfachend haben wir Working Capital-Bewegungen ignoriert, die Intensität sollte u.E. gering sein.

Mögliches Probonio Umsatz- & Ergebnis-Potenzial (in Mio. EUR)

Durchschnittlicher Preis/Monat/Nutzer: 4€ Kundenbasis: 3.400.000 Cash Conversion: 65%

EBITDA-Marge: 85%

Nutzungsrate	Umsatz	EBITDA	BKHT-EBITDA	BKHT Cash-Earnings
1%	1,6	1,4	0,7	0,5
5%	8,2	6,9	3,6	2,3
10%	16,3	13,9	7,2	4,7
20%	32,6	27,7	14,4	9,4

EBITDA-Marge: 70%

Nutzungsrate	Umsatz	EBITDA	BKHT-EBITDA	BKHT Cash-Earnings
1%	1,6	1,1	0,6	0,4
5%	8,2	5,7	3,0	1,9
10%	16,3	11,4	5,9	3,9
20%	32,6	22,8	11,9	7,7

EBITDA-Marge: 55%

Nutzungsrate	Umsatz	EBITDA	BKHT-EBITDA	BKHT Cash-Earnings
1%	1,6	0,9	0,5	0,3
5%	8,2	4,5	2,3	1,5
10%	16,3	9,0	4,7	3,0
20%	32,6	18,0	9,3	6,1

Quelle: Montega

Auf Basis unserer Berechnungen könnte Probonio bereits bei einer 5%-igen Nutzungsrate je nach erzielter EBITDA-Marge einen EBITDA-Beitrag von 4,5 bis 6,9 Mio. EUR generieren. Dies entspricht etwa 5,3% bis 8,1% des von uns für 2024 erwarteten Bikeleasing-EBITDA. Auf Ebene der Brockhaus Technologies zurechenbaren Cash Earnings würde dies zusätzliche 1,5 bis 2,3 Mio. EUR p.a. implizieren. Dadurch würde sich die Free Cashflow Yield bezogen auf den heutigen EV um 0,5 bis 0,8PP erhöhen. Mittel- bis langfristig halten wir eine Nutzungsrate von 10-20% für realistisch. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass Probonio eine Rohmarge von über 90% erzielen kann. Da eine entsprechende Kundenbasis bereits vorhanden ist, dürften vor allem in der Anfangsphase überwiegend die eingehenden Anfragen der Bikeleasing-Kunden abgearbeitet werden und anschließend zu einem systematischen aktiven Upselling umgeschaltet werden. Dabei wird das initiale Onboarding einen gewissen Personalaufwand erfordern. Anschließend dürfte sich der Betreuungsaufwand u.E. jedoch enorm reduzieren. Der Churn sollte auf geringem Niveau liegen, da Unternehmen, die initial Essenzuschüsse oder Sachbezüge einführen i.d.R. nicht innerhalb weniger Monate oder nach einem Jahr kündigen dürften.

Dementsprechend glauben wir, dass die "normalisierte" EBITDA-Marge im oberen Bereich von 55% bis 85% liegt, gerade in der Skalierungsphase jedoch niedriger ausfallen wird. Dabei sei darauf hingewiesen, **dass wir eine stetige Erhöhung der Bikeleasing-Kundenbasis erwarten, was das Potenzial für Probonio weiter erhöht.** Darüber hinaus können die Produkte aber auch unabhängig von Bikeleasing abgesetzt werden. **Abschließend sei erwähnt, dass unsere Prognosen keine Probonio-Umsätze enthalten.** So könnte beispielsweise die finale Preisgestaltung entgegen unserer Erwartung umgestellt werden. Probonio stellt damit eine "Optionalität" dar.

Warum Probonio einen perfekten strategischen Fit aufweist

Bei Betrachtung der strategischen Prioritäten von Bikeleasing kommen wir zu dem Schluss, dass sich die Übernahme von Probonio **nicht nur positiv auf das strategische Ziel der Anbindung weiterer Benefits**, sondern auf **sämtliche** Zielsetzungen auswirkt.

- 1. Gewinnung möglichst vieler Neukunden:** Durch den Wandel zum Multi-Benefit-Anbieter verfügt Bikeleasing nach unseren Informationen gegenüber allen anderen Wettbewerbern über **einen wesentlichen USP und eine noch bessere Value Proposition.** Damit könnte das Unternehmen auch vermehrt bei Großkunden punkten und Ausschreibungen zu attraktiven Konditionen gewinnen. Zwar hat der Branchenprimus JobRad mit Lofino bereits Mitte 2022 ein vergleichbares Unternehmen akquiriert, eine konsequente Integration Lofinos ist u.E. jedoch nicht erfolgt. Auch eine Veränderung der Positionierung im Wettbewerb als One-Stop-Shop für Mitarbeiter-Benefits oder ein Roll-Out auf die bestehende Kundenbasis ist nicht erfolgt. Wir haben daher den Eindruck, dass der Managementfokus weiter vollends auf dem Dienstradleasing liegt. An dieser Stelle zeigt sich u.E. besonders gut, welchen Mehrwert die M&A- und Integrations-Expertise von Brockhaus Technologies für seine Töchter stiftet. Wie bereits erwähnt gehen wir davon aus, dass Probonio aktuell mit Hochdruck auf allen Unternehmensebenen integriert wird und eine breitere Positionierung als One-Stop-Shop bzw. Multi-Benefit-Anbieter angestrebt wird, sodass aus Kundensicht auch gegenüber JobRad ein (mindestens temporärer) wesentlicher USP und Wettbewerbsvorteil besteht.
- 2. Steigerung der Nutzungsrate der Bestandskunden:** Aktuell kann Bikeleasing den weit überwiegenden Teil der 3,4 Mio. angeschlossenen Mitarbeiter (konkret: alle Mitarbeiter, die noch nie ein Rad geleast haben) nicht direkt ansprechen. Vielmehr ist Bikeleasing primär auf die zuständigen Unternehmensvertreter angewiesen, die das Dienstradleasing über verschiedene Kanäle innerhalb des Unternehmens bekanntmachen bzw. bewerben. Durch die Akquisition von Probonio besitzt Bikeleasing mit der zugehörigen Benefit-App nun einen direkten Kommunikationsweg, über den das Dienstradleasing **direkt** beworben werden kann. Hierbei profitiert Bikeleasing enorm von der hohen Take-Rate Probonios (regelmäßig >90% der Arbeitnehmer), sodass nahezu alle Mitarbeiter der Probonio nutzenden Unternehmen direkt angesprochen werden können. Die hohe Take-Rate innerhalb eines Unternehmens von über 90% dürfte aufgrund der hohen Relevanz der Benefits (primär: Essenszuschuss, Sachbezüge) und der unmittelbaren Ersparnis für die Mitarbeiter auch zukünftig erreicht werden. Somit verbessert Probonio die Targeting-Möglichkeiten von Mitarbeitern, die zwar bei angebundnen Unternehmen beschäftigt sind, jedoch noch kein Dienstrad beziehen, enorm und dürfte daher die Dienstradnutzungsrate bei Bestandskunden erhöhen.
- 3. Auslandsexpansion und Anbindung weiterer Mitarbeiter-Benefits:** Die Übernahme könnte den Startschuss für eine Internationalisierung darstellen, da in vielen anderen europäischen Nationen einige der von Probonio angebotenen Benefits verfügbar sind. Somit könnte Bikeleasing in Ländern wie Frankreich, Spanien oder Italien mit der Anbindung von Unternehmenskunden beginnen und ausgewählte, dort zulässige Benefits anbieten. Dies ist zwar bereits für sich genommen äußerst attraktiv, da es den TAM signifikant vergrößert und margenstarke, wiederkehrende Umsätze generiert. Geht man jedoch noch einen Schritt weiter und rechnet damit, dass andere europäische Länder zukünftig eine ähnliche steuergesetzliche Grundlage für das Dienstradleasing schaffen, würde sich Bikeleasing bereits in der **"Pole Position"** befinden und hätte nicht nur Teams vor Ort, sondern ebenfalls eine passende Kundenbasis, auf die das Dienstradleasing äußerst leicht und ohne klassische Kundengewinnungskosten ausgerollt werden könnte.

Die Übernahme von Probonio belegt, dass BKHT nicht nur in der Lage ist, hervorragende neue Technologie-Unternehmen zu akquirieren, sondern auch **innerhalb** der bestehenden Töchter anorganisch neue und synergetische Wachstumsfelder zu erschließen.

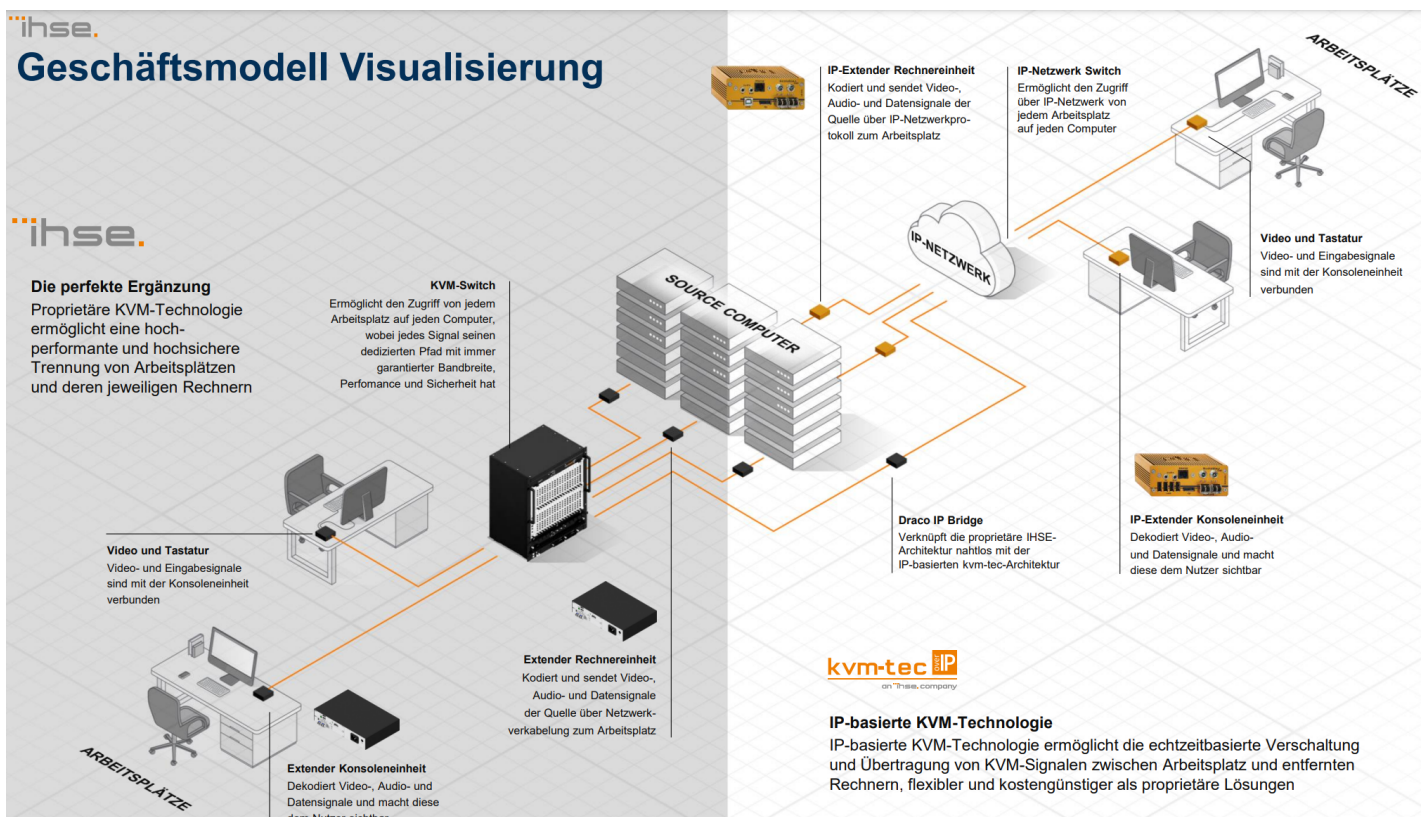
IHSE - Bilderbuch-Hidden Champion aus dem deutschen Mittelstand

IHSE ist ein weltweit führendes Technologie-Unternehmen aus dem Bereich der KVM-Technik (KVM: Keyboard, Mouse, Video). Dabei handelt es sich grundsätzlich um die Übertragung von Audio- oder Videodaten und anderen Signalen zwischen Servern und Benutzern. IHSEs Produkte ermöglichen vor allem:

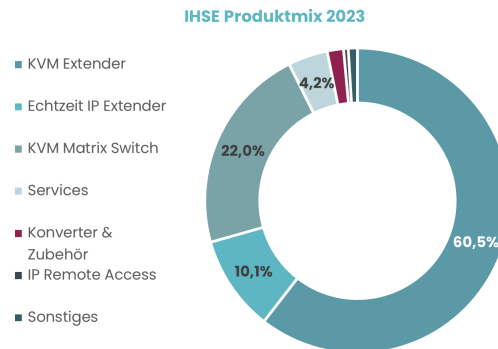
- Hochsichere und verschlüsselte Daten- bzw. Signalübertragung
- Überbrücken von Entfernungen zwischen Server und Nutzer von bis zu 160km bei gleichzeitiger Eliminierung von Latenz (Zeitliche Verzögerung von Signalen wie bspw. Tastatureingaben oder Mausbewegungen bzw. -klicks, die standardmäßig bereits ab wenigen Metern beginnt und wahrnehmbar ist)
- Steuerung mehrerer Computer von einem Arbeitsplatz aus oder Steuerung eines Computers von mehreren Arbeitsplätzen aus

Dabei ist IHSE im absoluten **High-End-Bereich des KVM-Markts** positioniert. Die Produkte weisen daher u.a. eine deutlich höhere Performanz, Belastungsfähigkeit und Sicherheit auf, als Standardprodukte, die von Dutzenden Anbietern produziert werden. Da IHSE-Produkte oftmals in "mission-critical"-Situationen Anwendung finden, in denen Menschenleben oder hohe Geldbeträge auf dem Spiel stehen, ist das Unternehmen regelmäßig mit höchstmöglichen Kundenanforderungen konfrontiert. Ein Ausfall der Systeme während des jahrelangen Dauerbetriebs, Sicherheitslücken, Latenz oder Signalverluste sind für IHSEs Kunden keine Option, sodass diese eine hohe Zahlungsbereitschaft mitbringen. Hierbei kommt der Gesellschaft zugute, dass selbst High-End-KVM-Technik nur einen geringen Gesamtbudgetanteil der Kunden ausmacht. So belief sich der größte Einzelauftrag der Unternehmensgeschichte (gewonnen 2023) auf ein Volumen von ~7 Mio. EUR und umfasste die Neuausstattung einer gesamten ausländischen Flugsicherheitsbehörde mit über 1.500 Arbeitsplätzen an 21 Standorten. An diesem Auftrag lässt sich auch der Produktnutzen verdeutlichen: Denn die Fluglotsen werden künftig bei höchster Sicherheit und Performanz rd. 74% mehr Flugzeuge simultan überwachen können, was zu deutlichen Effizienzgewinnen führt.

Übergeordnet existieren zwei unterschiedliche "KVM-Typen". Die herkömmliche Variante sieht die Datenübertragung über gesonderte, proprietäre Netzwerke vor, während KVM-over-IP auf der Nutzung des IP-Netzwerks (Internet Protocol) basiert. Je nach Anwendungsfall variiert die Vorteilhaftigkeit, wobei proprietäre KVM-Technologie insbesondere bei den typischen "mission-critical"-Situationen in Kontrollzentren jeglicher Art zum Einsatz kommt, während KVM-over-IP-Lösungen bspw. von Industriekunden oder im Broadcasting genutzt wird, wo die Schnelligkeit der Umsetzung, die Flexibilität und die geringeren Kosten geschätzt werden. Auf der nachfolgenden Abbildung sind die beiden "KVM-Arten" (dunkel eingefärbt links: proprietär; weiß eingefärbt rechts: KVM-over-IP) sowie die erforderlichen einzelnen Produkte (Extender & Switch) dargestellt. IHSE bietet beide Technologien an und hat jüngst auch hybride KVM-Produkte entwickelt, die beide "KVM-Arten" verbinden.



Im Wesentlichen verkauft IHSE die beiden Produktarten Extender (70,6% Umsatzanteil 2023) und Switches (22,0% Umsatzanteil 2023). Wie die Namen vermuten lassen, dienen Extender am Arbeitsplatz bzw. Server zur Verschlüsselung und Verlängerung der Signale und Daten über Entfernungen von bis zu 160km, wohingegen physische oder digitale Switches die Steuerung mehrerer Computer von einem Arbeitsplatz et vice versa erlauben.



Quelle: Unternehmen

IHSE bedient mehr als ein Dutzend Endmärkte und weist u.E. eine deutlich tiefere Marktdurchdringung als seine engsten Konkurrenten auf, die sich teils nur auf bestimmte Schlüsselbranchen konzentrieren. In der folgenden Tabelle haben wir sämtliche Endmärkte mit einem beispielhaften Anwendungsfall und Referenzkunden aufgelistet.

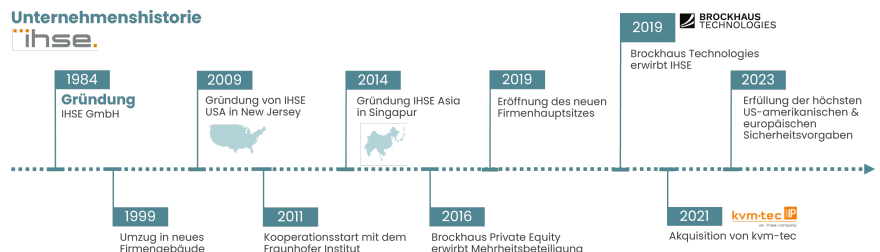
IHSE-Technologie: hochperformant, schnell, störungsfrei, sicher

Vertical	Anwendungsfall	Referenz
Film und Fernsehen	Schnelles und hochauflösendes Anzeigen und Bearbeiten von Videomaterial	HBO, ZDF, Sky Radio
Flugsicherung / Flughäfen	Schnelle Datenauswertung, -aufbereitung und -koordination für die Boden- und Rollverkehrsführung	Fraport, Jersey Flughafen
Government & Defense	Fehlerfreie, sichere, schnelle Datenübertragung bei Veranstaltungen, koordinierten Operationen und Katastrophen- oder Bedrohungsfällen	NATO Kommandozentrale, Antwerpen Einsatzleitwagen
Industrie	Sofortige Reaktion auf unerwartete Ereignisse, Anpassung an komplexe Umgebungen und Verhinderung von Datenmissbrauch	Flughafen Frankfurt, NATO Air Operations Center
Schifffahrt	Systemanpassung an komplexe Anforderungen auf See	Royal Caribbean Cruise Lines
Bildungseinrichtungen	Möglichkeit der schnellen Datenübertragung und -austausch von unterschiedlichen Endgeräten	EU-Parlament Brüssel, Royal Academy of Music
Kultur / Veranstaltungen	Einbindung von Gästen per Endgerät	The Crystal (London)
Bankwesen	Zugriff auf eine Vielzahl von ausgelagerten Rechnern	
Krankenhäuser	Zugriff auf komplexe medizinische Daten und Verfahrensanwendungen	St. George's Hospital, Kinderklinik Wisconsin
Versorgungs- und Transportwesen	Verarbeitung, Zugriff und Überwachung großer sicherheitsrelevanter Datenmengen	Sydney Trains Rail, Eiffage Energie
E-sports / Gaming	Live-Präsentationen und Sendeübertragung verschiedener Video- und Audiosignale	live-legends Berlin, Singapur Star Pac
Autonomes Fahren	Steuerung, Überwachung und Verwaltung städtischer Personenverkehrsnetze	Bundesministerium für Digitalisierung und Verkehr

Quelle: Unternehmen, Montega

Die Entwicklung zu einem global gefragten Innovationsführer

Das in Oberteuringen in Baden-Württemberg ansässige Unternehmen produziert und entwickelt seine Produkte am Hauptsitz in Deutschland und ist darüber hinaus an acht weiteren Standorten auf drei Kontinenten vertreten. Ende 2023 beschäftigte das Unternehmen 152 Mitarbeiter, von denen rund zwei Drittel in Oberteuringen arbeiten.



Quelle: Unternehmen, Montega

Seit der Gründung 1984 gilt IHSE als einer der Innovationsführer der Branche und hat 2009 mit der Gründung der US-Tochter als JV eine umfassende Internationalisierungsstrategie eingeleitet. Nach dem Einstieg des dritten Brockhaus PE-Fonds in 2016 wurden die verbleibenden 50% der Anteile des US-Joint Ventures erworben, die Asien-Expansion vorangetrieben und die Vertriebsstrategie weiterentwickelt.

Gleichzeitig wurde das Managementteam deutlich erweitert sowie ein neuer, deutlich größerer Firmenhauptsitz zwecks Erweiterung der Produktionskapazitäten gebaut und bezogen. Nach der mehrheitlichen Übernahme durch Brockhaus Technologies Ende 2019 wurde 2021 die wichtige Add-on-Akquisition des österreichischen Wettbewerbers kvm-tec vollzogen, die sich seit Gründung in 2006 ausschließlich auf hochsichere, flexible IP-basierte KVM-Technologie spezialisiert hat. **Da IHSE traditionell aus dem Bereich der proprietären KVM-Technik kommt**, stellte kvm-tec eine hervorragende technologische und produktseitige Ergänzung dar. Zudem erhielt IHSE Zugang zur breiten und teils komplementären Kundenbasis von kvm-tec. Das Unternehmen beschäftigte zum Zeitpunkt der Übernahme (Kaufpreis: 10,2 Mio. EUR) 28 Mitarbeiter, erzielte 2021 einen Umsatz von 4,1 Mio. EUR bei u.E. knapp zweistelliger EBITDA-Marge sowie einer Rohmarge von ca. 50%. Wir sehen die Transaktion als strategische Make-or-Buy-Entscheidung und nicht als ausschließlich finanziell motivierte Übernahme an, da IHSE u.E. andernfalls über Jahre hinweg selbst KVM-over-IP-Lösungen entwickelt hätte, um ein lückenloses KVM-Produktportfolio anbieten zu können. Seit der Übernahme wurde kvm-tec nahezu vollständig integriert und zahlreiche Produktinnovationen (u.a. zur Verzahnung der beiden Technologietypen, sog. hybride KVM-Lösungen) hervorgebracht.

Neben der Übernahme von kvm-tec markiert die Erfüllung der höchsten EU- und US-Sicherheitsstandards (NIAP PP 4.0 & EAL4+) seit Ende 2022 einen weiteren Meilenstein in der Unternehmensgeschichte. Dies eröffnet IHSE signifikantes Geschäftspotenzial im hochprofitablen Bereich Government & Defense. Zwar konnten kleine Teilbereiche der beiden Sektoren schon zuvor bedient werden, insbesondere kritische Infrastruktur und bestimmte Defense-Bereiche konnten jedoch nicht beliefert werden. Angesichts des aktuellen "Defense Booms" und der Tatsache, dass neben IHSE lediglich ein amerikanischer Hersteller die entsprechenden Sicherheitsanforderungen erfüllt, dürfte hier ein Monopol aufgebrochen werden und IHSE als deutsches Unternehmen in der EU zum "Haus-und-Hof-Lieferanten" für KVM-Technik werden.

High-End-KVM-Markt profitiert von Digitalisierung und Cybercrime

Als global tätiger Innovationsführer im High-End-Bereich profitiert IHSE bereits seit Jahrzehnten von mehreren Megatrends. Hierzu zählt nicht nur die fortschreitende Digitalisierung, die immer mehr Anwendungsfälle in verschiedensten Industrien schafft, sondern auch die immer größer werdenden Datenmengen, die in hoher Geschwindigkeit kodiert, übermittelt und wieder dekodiert werden müssen. Auch die kontinuierlich zunehmende Cyber-Kriminalität sorgt bei IHSEs Kunden für einen stetigen Bedarf an hochsicheren KVM-Systemen.

Verlässliche Marktdaten sind schwer identifizierbar, da das globale Marktvolumen von aktuellen Marktstudien je nach Quelle auf mehrere hundert Millionen USD bis hin zu mehreren Milliarden USD beziffert wird. Auch das erwartete Wachstum variiert stark und bewegt sich zwischen niedrig einstelligen und zweistelligen Wachstumsraten. Brockhaus geht davon aus, dass sich der gesamte KVM-Markt auf einen hohen dreistelligen bis knapp vierstelligen Mio.-USD-Betrag beläuft. Hiervon steht der für IHSE relevante High-End-Bereich jedoch nach Unternehmensangaben nur für 25-33% des Gesamtmarkts und damit für bis zu 200 bis 250 Mio. USD.

Wettbewerbsseitig wird der Markt für Standard-KVM-Produkte von deutlich mehr Playern als im High-End-Bereich adressiert. In letzterem haben wir hingegen nur drei wesentliche Wettbewerber ausgemacht, die ebenfalls von Brockhaus als relevant eingestuft werden. Hierzu zählen das deutsche Unternehmen Guntermann & Drunck, Adder Technology (UK) und Thinklogical (US). Nachfolgend haben wir die wichtigsten Informationen zu jedem relevanten Wettbewerber zusammengestellt:

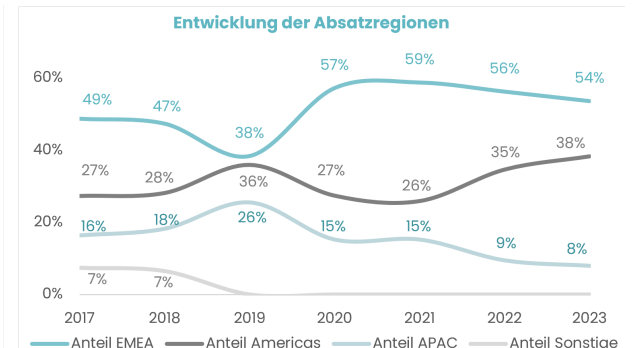
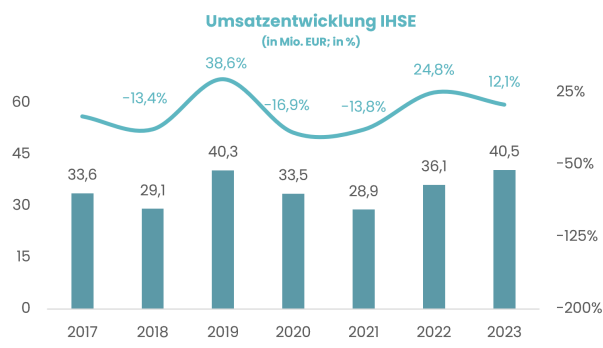
- Guntermann & Drunck (G&D):** Das 1985 gegründete Unternehmen gehört zu den Pionieren der KVM-Technologie und bietet nach eigenen Angaben sowohl proprietäre als auch IP-basierte KVM-Produkte an. G&D ist mindestens auch im europäischen Ausland sowie Nordamerika aktiv, wo das Unternehmen eine Tochtergesellschaft unterhält. Nachdem G&D im Juli 2016 vom PE-Investor Borromin erworben wurde, veräußerte dieser das Unternehmen rd. vier Jahre später im Dezember 2020 an den französischen PE-Investor Naxicap (AuM: 6,7 Mrd. EUR). Seit Kauf hat Naxicap keine größeren Akquisitionen durchgeführt, sondern lediglich einen kleinen Anbieter von Multi Display Managern im Medizinbereich hinzugekauft. Eine aktive M&A-Strategie dürfte aufgrund der oligopolistischen Marktstruktur ohnehin nur in verwandten Geschäftsbereichen umsetzbar sein. Daneben könnte auch eine Ausdehnung der adressierten Branchen stattfinden, da in den letzten Jahresabschlüssen von **G&D stets nur von den vier Endmärkten Flugsicherung, Maritime, Broadcast und Industrie** gesprochen wurde. Laut Website werden nun auch die Branchen Öl & Gas sowie Defense bedient. In H2/23 ging der seit über zehn Jahren amtierende CEO, der bereits seit 2008 zusammen mit den Namensgebern als Director Sales & Marketing arbeitete. Ein externer CEO sowie ein langjähriger G&D-Mitarbeiter, der in den Vorstand berufen wurde, bilden nun mit dem bisherigen CFO das neue Managementteam.

- Thinklogical:** Das Unternehmen ist seit 2017 Teil des börsennotierten US-amerikanischen Milliardenkonzerns Belden Inc. und stellt mit einem Umsatz, der u.E. im mittleren zweistelligen Mio.-Bereich liegen dürfte, einen äußerst kleinen Teil des Konzerns dar. Im aktuellen Geschäftsbericht befindet sich keine Angabe zur Tochter Thinklogical oder KVM-Technologie im Allgemeinen. Im Gegensatz zu IHSE fokussiert sich Thinklogical **gänzlich auf proprietäre KVM-Technologie** und bedient **ausschließlich die Verticals Government & Defense, Media & Entertainment sowie kritische Infrastruktur**. Wie bereits erwähnt, war Thinklogical bis Ende 2022 Monopolist in Bezug auf viele Government & Defense- bzw. Infrastrukturprojekte. Diese Märkte sind u.E. überproportional profitabel und damit hochattraktiv. Auch wenn keine aktuellen Finanzzahlen zu Thinklogical verfügbar sind, wurden die Eckdaten des Geschäftsjahres 2016 im Zuge der Übernahme durch Belden bekannt, das Anfang 2017 rd. 160 Mio. USD für 100% der Anteile an den PE-Investor Riverside Capital zahlte. In 2016 erzielte Thinklogical einen Umsatz von 51 Mio. USD bei einem EBITDA von 17 Mio. USD und einem Jahresüberschuss von 12 Mio. USD. Auf Basis dieser Zahlen ergeben sich nahezu identische Kaufpreis-Multiples der Thinklogical- (EV/EBITDA: 9,4x) und IHSE-Transaktion (EV/EBITDA: 9,6x).
- Adder Technology:** Das britische Unternehmen fokussiert sich **ausschließlich auf IP-basierte KVM-Technologie** und ist weltweit mit zehn weiteren Büros vertreten. Ähnlich wie IHSE adressiert auch Adder eine Vielzahl von Branchen, darunter Flugsicherung, Government & Defense, Industrie, Medien, Transport, Healthcare und Energie. Nach eigenen Angaben verfügt das Unternehmen über eine eigene Produktlinie für den Government & Defense-Markt. Die Gesellschaft wird vom Gründer geführt.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Thinklogical und Adder jeweils nur eine Technologie-Art bedienen und damit über ein wesentlich eingeschränkteres Produktportfolio verfügen. Dabei ist Thinklogical der spezialisierteste Wettbewerber mit einem hohen Branchenfokus. G&D bietet dagegen beide KVM-Typen an, bedient u.E. aber nur ausgewählte Endmärkte und verfügt nicht über wichtige Sicherheitszertifizierungen, um an entsprechenden Ausschreibungen teilzunehmen. Insgesamt verfügt IHSE damit u.E. über das breiteste Produktportfolio am Markt und weist eine sehr hohe Marktdurchdringung auf.

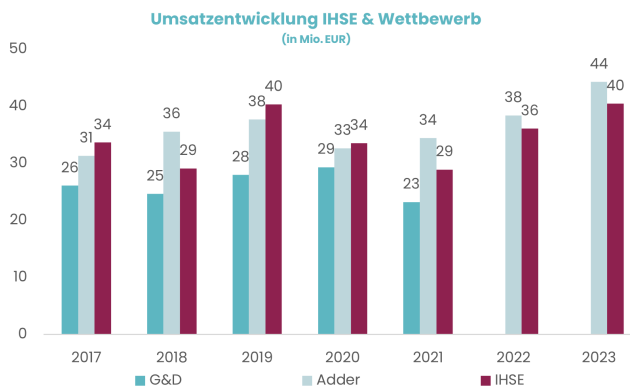
Covid-Krise abgehakt: Nachhaltiges Wachstum auf neue Rekord-Niveaus erwartet

IHSE hat seinen Umsatz zwischen 2009 und 2023 durchschnittlich um 13,2% pro Jahr gesteigert. Dabei verlief das Wachstum aufgrund des starken Projektcharakters der Kundenaufträge nie linear, sondern schwankte seit jeher - jedoch mit einem klaren Aufwärtstrend. Wie in der nachfolgenden Grafik ersichtlich, erzielte das Unternehmen in den Jahren vor Corona ein deutliches Wachstum, litt jedoch anschließend unter Umsatzeinbußen infolge der Covid-Krise. Erschwerend wirkten sich auch die Abkopplungstendenzen der chinesischen Kunden aus, infolge derer nahezu das gesamte China-Geschäft wegbrach, das zuvor u.E. etwa 10% bis 20% des Umsatzes ausmachte. Nach zwei rückläufigen Covid-Jahren konnte IHSE seine Umsätze organisch und durch den Zukauf von kvm-tec (Umsatz FY2021: ~4,1 Mio. EUR) stark steigern. In Bezug auf die Absatzregionen lässt sich neben der abnehmenden Bedeutung des asiatischen Raums eine sehr positive Geschäftsentwicklung in den USA beobachten, die sich durch die neuen Geschäftschancen im Bereich Government & Defense mittelfristig forcieren dürfte.



Quelle: Unternehmen

Vergleicht man die Umsatzentwicklung von IHSE mit der der wesentlichen Wettbewerber, ist zwar eine etwas geringere Volatilität, jedoch ebenso ein starker Rückgang während der Corona-Krise zu erkennen. Dabei hat sich G&D bereits vor 2020 weniger dynamisch entwickelt, während die auf KVM-over-IP-Lösungen spezialisierte Adder u.E. auch vom Trend zu IP-basierten Lösungen profitiert haben dürfte und ihr Umsatzvolumen noch stärker als IHSE steigern konnte. Detaillierte Finanzdaten zu Thinklogical sind nicht verfügbar, wobei die Gesellschaft gemessen am 2016er-Umsatz (51 Mio. USD) auch nach Währungsumrechnung den größten Marktanteil innehatte.

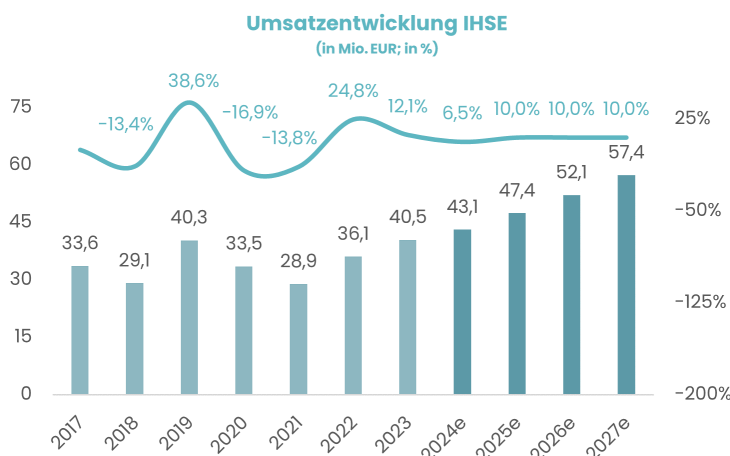


Quelle: Unternehmen, CapitalIQ, Bundesanzeiger

In den nächsten Jahren erwarten wir eine Fortsetzung des aktuellen Wachstumstrends, wobei Umsatzrückgänge in einzelnen Jahren erwartet werden können. Da der Auftragsbestand i.d.R. eine Reichweite von drei Monaten oder weniger aufweist, besteht nur eine geringe Visibilität auf die kurzfristige Umsatzentwicklung. In 2024 rechnen wir mit einem Erlöswachstum von 6,5% yoy und in den nachfolgenden Jahren mit einer durchschnittlichen CAGR von 10%. Dies stützen wir im Wesentlichen auf folgende Punkte:

- **Erschließung der Verticals Government & Defense** durch die erhaltenen Sicherheitszertifizierungen. So beziffert das Management das Marktvolumen auf ca. 55 Mio. USD. Wir gehen davon aus, dass IHSE in den nächsten Jahren mindestens einen Marktanteil von 20 bis 30% gewinnen kann, was zu einem zusätzlichen jährlichen Umsatzpotenzial von rd. 10 bis 15 Mio. USD führt. Dabei sollte IHSE auch der Dual-Source-Ansatz helfen, der aus Risikogesichtspunkten standardmäßig verfolgt wird, historisch aber aufgrund fehlender Anbieter nicht umgesetzt werden konnte.
- Die **fortschreitende Automatisierung** in allen Industrien sowie die **zunehmende Konnektivität** im privaten und öffentlichen Raum (z.B. Smart Cities) erfordern zukünftig deutlich mehr Kontrollräume, in denen IHSE mit seinen Produkten präsent ist und die stetig **steigenden Sicherheitsbedürfnisse** erfüllt. Während Kontrollräume historisch insbesondere in der Flugsicherung oder im Broadcasting verbreitet waren, finden sich diese heute beispielsweise auch in den Fabs der Halbleiterproduzenten. Auch Entwicklungen wie das autonome Fahren, bei dem IHSE bereits heute in Pilotprojekten vertreten ist, benötigen High-End-KVM-Produkte.
- Erschließung weiterer Märkte, insbesondere in den Wachstumsregionen Asien (ex China) und Nahost

Dementsprechend dürfte IHSE bis 2027 ein Umsatzvolumen von 57,4 Mio. EUR erreichen, was einer Steigerung von insgesamt 16,9 Mio. EUR gegenüber 2023 entspricht. Produktionsseitig verfügt das Unternehmen bereits durch die 2019 bezogene und wesentlich größere Firmenzentrale über **hohe freie Produktionskapazitäten, die u.E. ein Umsatzvolumen von min. 60 bis 70 Mio. EUR ohne wesentliche CAPEX ermöglichen**. Auch die zuletzt durchgeführten Automatisierungsmaßnahmen in der Produktion wirken sich nicht nur positiv auf die Produktionskosten, sondern ebenfalls auf die maximale Produktionskapazität aus. Im Zuge des planmäßigen zweiwöchigen Produktionsstopps ging der Umsatz in Q1/24 um 12,5% yoy auf 7,3 Mio. EUR zurück, wobei das Vorjahr noch positiv von einem Großauftrag beeinflusst war. Aufgrund der hohen Volatilität des Geschäfts ist ein Quartal grundsätzlich nicht als Run-Rate für ein gesamtes Jahr anzusehen. Ende März 2024 belief sich der Auftragsbestand von IHSE auf 5,1 Mio. EUR und stieg bis Ende April auf 8,2 Mio. EUR an. Dabei konnten durch die erhaltenen Zertifizierungen weitere Aufträge für Kunden bzw. Einrichtungen mit höchster Sicherheitsstufe gewonnen werden, was unsere obige Einschätzung bestätigt.

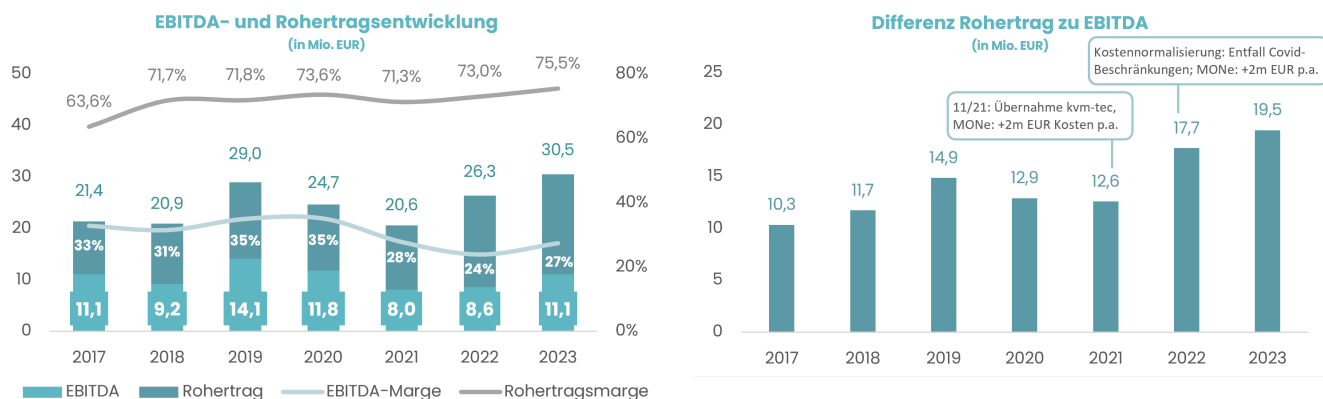


Quelle: Unternehmen, Montega

Hohe Rohmargen und Kostendisziplin ermöglichen Rückkehr zu historischen EBITDA-Margen

IHSE konnte in der Vergangenheit durch seine exzellente Positionierung in einer attraktiven Marktnische hohe EBITDA-Margen von bis zu 35% erzielen. Den Ausgangspunkt hierfür bildet eine hohe Rohmarge, die seit 2018 kontinuierlich über 70% liegt und zuletzt auf 75,5% gesteigert werden konnte. Dies werten wir als Beleg für die u.E. hohe bestehende Preissetzungsmacht sowie der hohen Produkt- und Management-Qualität. So werden das Sourcing und die verwendeten Bauteile laufend optimiert, was auf die Rohermarge einzufließt.

In den nachstehenden Grafiken haben wir die Roh- und EBITDA-Beiträge inkl. Margen von IHSE dargestellt. Ergänzend ist rechts die Entwicklung der "operativen Kosten" unterhalb des Rohertrags dargestellt, welche die Summe der Personalkosten und sbA abzgl. der sbE darstellen.



Quelle: Unternehmen, Montega

Wie auf der linken Abbildung zu erkennen ist, verzeichnete IHSE in den GJ 2017 bis 2019 EBITDA-Margen von über 30% und bereitete das Unternehmen mit dem Bezug einer neuen, deutlich größeren Firmenzentrale sowie der Vergrößerung des Teams um rd. 25% auf die nächste Wachstumsstufe vor. Statt Wachstum traf IHSE 2020 die Covid-Krise, die trotz der diversifizierten Endkundenstruktur zu einer deutlichen Eintrübung der Auftragslage führte. Das Management hat sich daraufhin strategisch gegen den Abbau von Mitarbeitern entschieden und weiter in Prozessverbesserungen, Zertifizierungen und F&E investiert, um das Geschäft im Aufschwung mit einer schlagkräftigen Mannschaft und Cutting-Edge-Produkten weiter auszubauen.

Dies führte trotz erzielten Einsparungen zunächst zu Margeneinbußen (von 35% in 2020 auf 28% in 2021 und 24% in 2022), die durch die Übernahme von kvm-tec nochmals verstärkt wurden, da das Unternehmen sowohl eine geringere Roh- als auch EBITDA-Marge als IHSE erzielte. Mit dem steigenden Umsatzvolumen in 2023 ist die Marge zuletzt auf 27% geklettert.

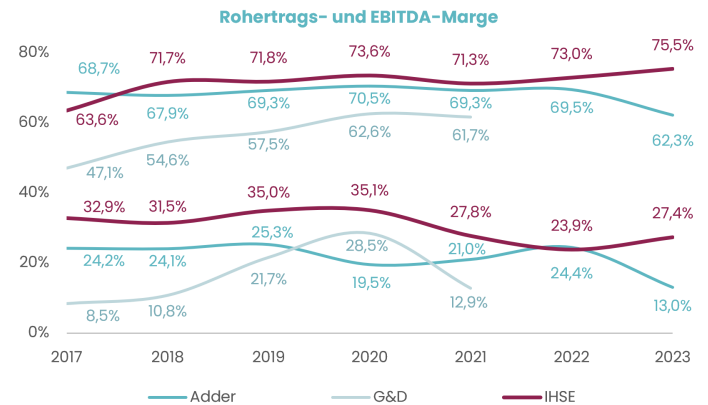
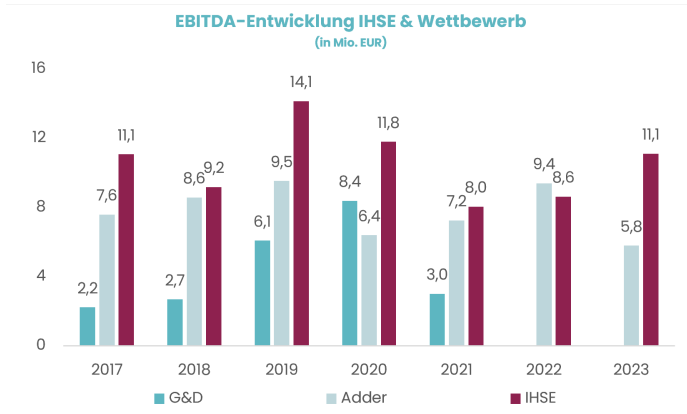
Auf der rechten obigen Abbildung ist zu erkennen, dass die operativen Aufwendungen zwischen 2017 und 2021 nur leicht anstiegen, was u.E. auf den höheren Personalbestand zurückzuführen ist. Der Anstieg in 2022 auf 17,7 Mio. EUR ist maßgeblich durch die Übernahme der kvm-tec getrieben, die u.E. für mind. 2 Mio. EUR Kosten steht. Dazu haben sich nach dem Wegfall der Corona-Beschränkungen u.a. die Reise- und Messeaktivitäten normalisiert, was ebenfalls zu einer Erhöhung der sonstigen Aufwendungen geführt haben dürfte.

In den operativen Kosten stellen die Personalaufwendungen den größten Kostenblock dar. Hierbei macht sich auch die hohe Forschungs- und Entwicklungsintensität des Geschäfts bemerkbar, da in 2023 knapp ein Viertel (34 von 152 Mitarbeitern) der Belegschaft im Bereich F&E beschäftigt war. In den letzten Jahren hat IHSE seine F&E-Aktivitäten deutlich ausgebaut und die Zahl der F&E-Mitarbeiter sowohl organisch als auch durch die Übernahme von kvm-tec seit 2020 mehr als verdoppelt (von 14 auf 34).

Insgesamt hat IHSE seine Mitarbeiterzahl zwischen 2017 und 2020 um rd. ein Viertel von 100 auf 125 Mitarbeiter erhöht. Seit 2020 ist die Beschäftigtenzahl auf organischer Basis konstant (ca. 125), hinzu kamen lediglich die kvm-tec-Mitarbeiter, von denen ein erheblicher Teil in der Entwicklung tätig ist.

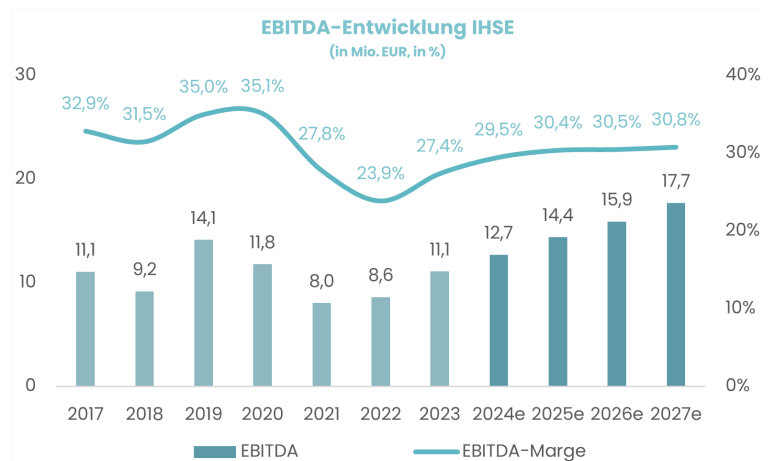
Wir gehen davon aus, dass IHSE mittelfristig insbesondere im Bereich Vertrieb und durch die Eröffnung neuer lokaler Teams einige weitere Mitarbeiter einstellen wird. Dies wird u.E. jedoch in Einklang mit der Geschäftsentwicklung stehen und so zu einer nahezu konstanten Personalkostenquote führen. Auch die sonstigen Aufwendungen, die beispielsweise Reise- und Messekosten enthalten, dürften in Relation zum Umsatz nahezu konstant bleiben.

Vergleicht man die Margenprofile von IHSE mit denen der relevanten Wettbewerber wird deutlich, dass **IHSE seit mindestens 2017 über Best-in-Class-Margen verfügt**. Sowohl die konstanten Rohmargen von über 70% als auch EBITDA-Margen von über 25% werden von Wettbewerbern i.d.R. nicht erreicht. G&D weist die niedrigsten Margen auf, konnte diese jedoch bis 2020 kontinuierlich steigern. Bei dem Konkurrenten Adder Technology lässt sich u.E. zuletzt eine starke Rabattierung und damit ein Umsatz- statt Gewinndenken erkennen. Dies schließen wir aus dem starken Umsatzwachstum von 38 auf 44 Mio. EUR bei gleichzeitigem Verfall der Rohertragsmarge von 69,5% auf 62,3%. Ursache könnte jedoch auch ein deutlich verschlechterter Produktmix sein. Der US-Konkurrent Thinklogical erzielte 2016 eine EBITDA-Marge von ~33%, was angesichts der überproportional profitablen Endmärkte und dem Monopolcharakter wenig verwunderlich ist.



Quelle: Unternehmen, Bundesanzeiger, Capital IQ

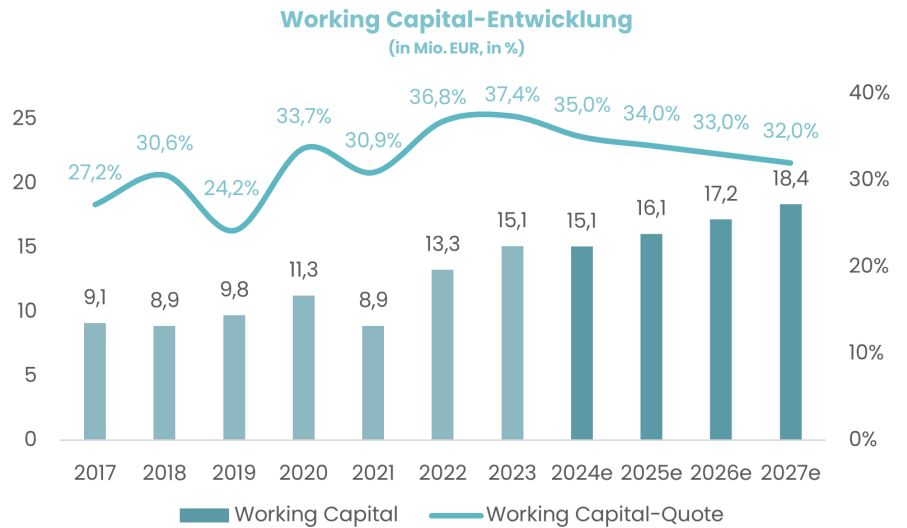
Auf Basis der geschilderten Kosten- und Umsatzentwicklung erwarten wir die nachfolgend dargestellte Ergebnisentwicklung. Dabei weisen wir nochmals darauf hin, dass wir aufgrund der geringen Visibilität und hohen Volatilität mit through-the-cycle-Umsätzen und -Margen arbeiten. Dementsprechend wird IHSE in Bezug auf Top und Bottom Line in einzelnen Jahren über bzw. unter den von uns prognostizierten Niveaus liegen. Konkret wird IHSE u.E. regelmäßig die historischen Rekordmargen von 35% erreichen, jedoch auch Margen im Bereich von unter 30% erzielen.



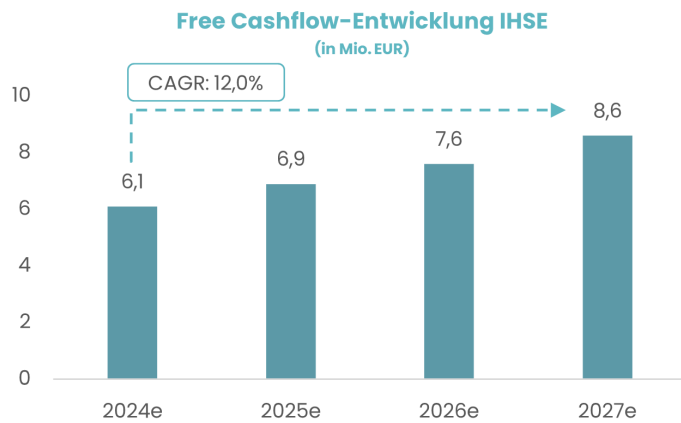
Quelle: Unternehmen, Montega

Niedrige CAPEX und normalisierende Working Capital-Intensität führen zu hohen Free Cashflows

Da IHSE mit dem in 2019 bezogenen Standort auch mittelfristig über ausreichend Produktionskapazitäten verfügt und das Geschäftsmodell lediglich geringe Investitionen erfordert, da F&E-Kosten über die GuV laufen, erwarten wir auch mittelfristig keine signifikanten CAPEX (MONE: 2,9% vom Umsatz). Die Working Capital-Intensität von IHSE, die infolge des Projektgeschäfts stichtagsbedingt stark schwanken kann, liegt aktuell mit 37,4% auf einem Hochpunkt und dürfte sich sukzessive dem historischen Durchschnittsniveau annähern (rd. 30%). Die Hauptursache in der zuletzt gestiegenen Working Capital-Quote liegt u.E. im vergleichsweise hohen Bestand von RHB-Stoffen.



Bei einer von uns unterstellten Steuerquote von 30% und der prognostizierten CAPEX-, EBITDA- und Working Capital-Entwicklung ergeben sich in den nächsten Jahren die nachfolgend dargestellten Free Cashflows. Das durchschnittliche jährliche FCF-Wachstum beläuft sich auf 12,0%.



Bilanz von M&A-Strategie und Leasinggeschäftsmodell geprägt

Die Bilanzstruktur der Brockhaus Technologies AG spiegelt zunächst die M&A-Strategie und das Leasinggeschäftsmodell der Tochter Bikeleasing und auf den zweiten Blick das nicht kapitalintensive Geschäftsmodell des Unternehmens wider.

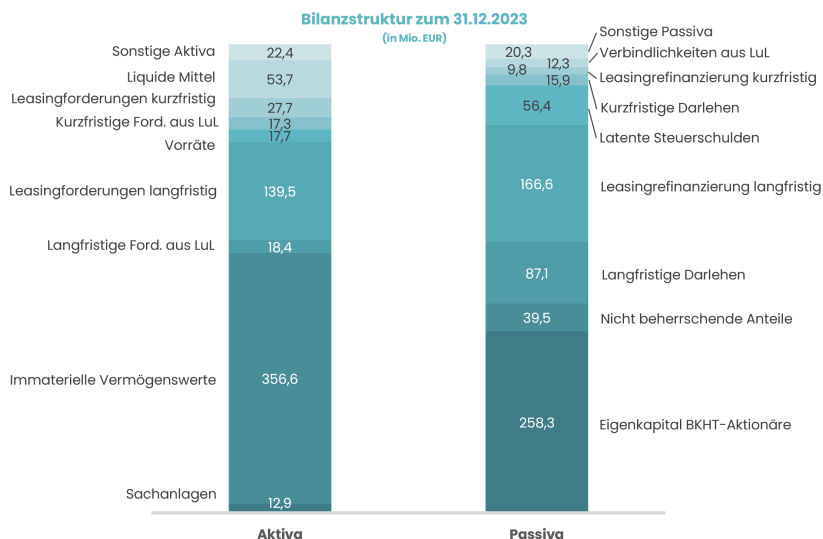
Die Aktivseite der Bilanz ist insbesondere von den hohen immateriellen Vermögenswerten (356,6 Mio. EUR; 53,5%) geprägt, die sich ihrerseits zu über 60% aus Goodwill zusammensetzen, der aus den getätigten Übernahmen resultiert. Die restlichen immateriellen Vermögenswerte entfallen nahezu gänzlich auf PPA-Assets wie Kundenbeziehungen, Marken, Vertriebsrechte und Basistechnologie (130,5 Mio. EUR), die mit verschiedenen Laufzeiten abgeschrieben werden und ebenfalls im Rahmen der Übernahmen entstanden.

Den zweitgrößten Posten bilden die kurz- und langfristigen Leasingforderungen (167,2 Mio. EUR; 25,1%), die der Tochter Bikeleasing zurechenbar sind und entstehen, wenn Verträge nicht an Dritte verkauft, sondern beispielsweise über Darlehen refinanziert werden. Letztere sind auf der Passivseite als Verbindlichkeiten aus Leasingrefinanzierung erfasst und belaufen sich auf 176,2 Mio. EUR (26,5%).

Mit 12,9 Mio. EUR stehen die Sachanlagen lediglich für 1,9% der Bilanzsumme und umfassen zu rd. zwei Drittel Nutzungsrechte für Gebäude, Maschinen und BGA.

Das Gros der kurzfristigen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (17,3 Mio. EUR) sowie sämtliche langfristigen Forderungen aus LuL i.H.v. 18,4 Mio. EUR entfallen auf Bikeleasing und umfassen u.a. Versicherungsprämien, die über die Leasinglaufzeit monatlich vereinnahmt werden. Daneben entfallen 17,7 Mio. EUR bzw. 2,7% der Bilanzsumme auf Vorräte, wovon Leasingrückläufer für 6,8 Mio. EUR stehen und 8,8 Mio. EUR auf Rohstoffe und Verbrauchsgüter (MONE: IHSE) entfallen. 2,2 Mio. EUR sind den (un)fertigen Erzeugnissen zuzurechnen. Die sonstigen Aktiva i.H.v. 22,4 Mio. EUR umfassen insbesondere den Earn-Out aus dem Verkauf der Palas (8,9 Mio. EUR).

Die Passivseite der Konzernbilanz ist insbesondere vom Eigenkapital (EK-Quote: 44,7%) und den darin enthaltenen nicht beherrschenden Anteilen (39,5 Mio. EUR) geprägt. Lang- und kurzfristige Darlehen in Höhe von 103,0 Mio. Euro (15,5%), die u.a. Akquisitionsdarlehen von Bikeleasing und IHSE umfassen, bilden eine weitere wesentliche Bilanzposition. Die latenten Steuern i.H.v. 56,4 Mio. EUR stehen im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen und werden sich über die nächsten Jahre auflösen. Darüber hinaus bestehen Verbindlichkeiten aus LuL i.H.v. 12,3 Mio. EUR, die weitgehend auf Bikeleasing entfallen sowie sonstige Passiva i.H.v. 20,3 Mio. EUR.

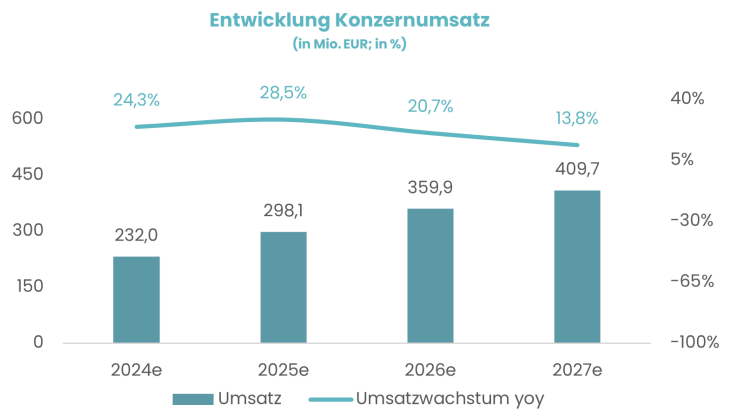


Quelle: Unternehmen

Deutlich steigende Konzernergebnisse und Skalierung der Holdingkosten erwartet

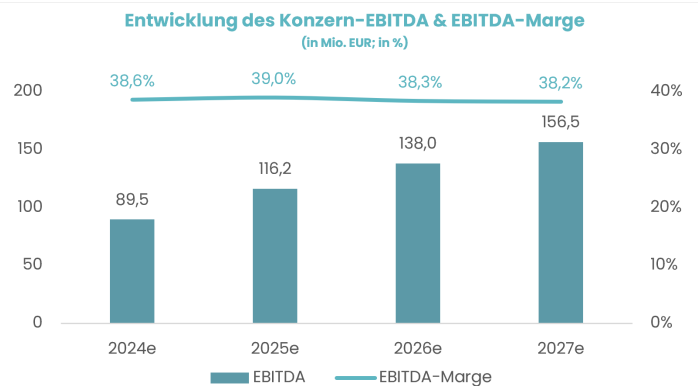
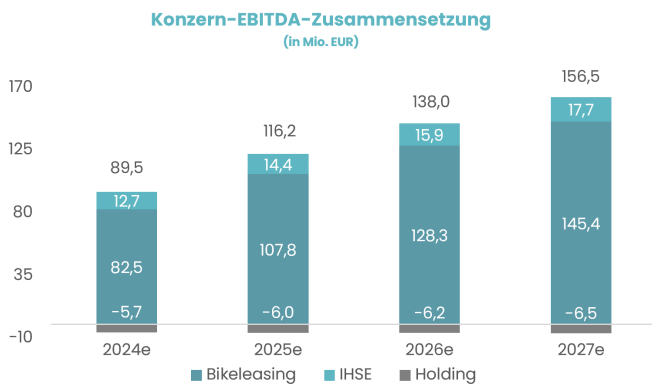
Nachdem wir die von uns erwartete operative Entwicklung der beiden Töchter aufgezeigt haben, müssen lediglich noch die zukünftigen Holdingkosten prognostiziert werden. Seit dem IPO beschäftigte die Holding kontinuierlich nur 10 bzw. 11 Mitarbeiter (davon zwei Vorstände), bei nahezu konstanten Personalaufwendungen von 3,6 bis 4,0 Mio. EUR. Daneben fielen in der Vergangenheit noch sonstige Aufwendungen für Mieten, Abschlusserstellung, Beratungsleistungen und Ähnliches i.H.v. 1,1 bis 3,4 Mio. EUR an. Insgesamt erwarten wir zukünftig keinen weiteren signifikanten Personalaufbau und rechnen mit einer inflationsbasierten Gehaltssteigerung von 5,0% pro Jahr. Auf Basis der sonstigen Kosten gehen wir davon aus, dass die normalisierten Aufwendungen (ohne M&A-bezogene Kosten) aktuell bei 1,5 Mio. EUR liegen dürften. Da wir keine M&A-Transaktionen modellieren, planen wir ausgehend von 1,5 Mio. EUR mit einer jährlichen Kostensteigerung von 3,0%.

Auf Basis der skizzierten Umsatz- und Ergebnisentwicklung der beiden Töchter erwarten wir in den nächsten Jahren folgende Top Line-Entwicklung des Konzerns:



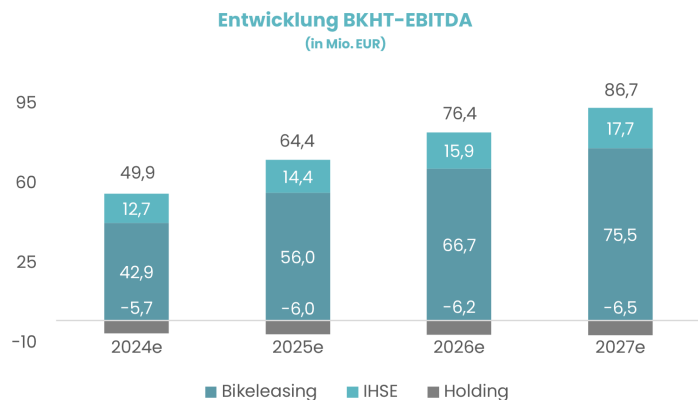
Quelle: Montega

Auf Ebene des EBITDA erwarten wir in den nächsten Jahren ebenfalls eine deutliche Steigerung, die insbesondere durch Bikeleasing getrieben ist. Die EBITDA-Marge wird u.E. aufgrund der überproportional steigenden Verwertungserlöse von Bikeleasing, die eine vergleichsweise geringe Rohmarge aufweisen, mittelfristig leicht sinken.



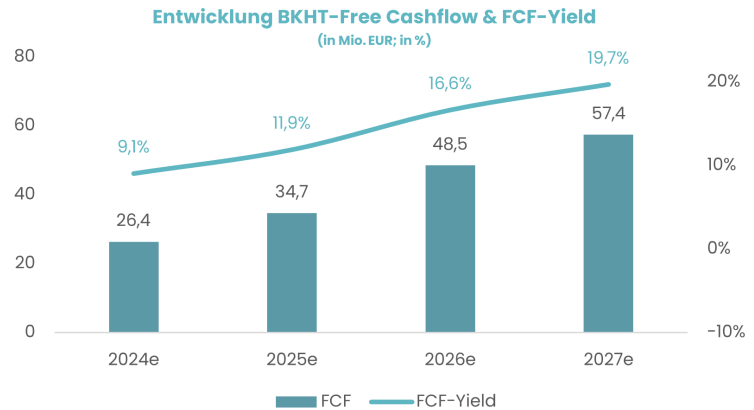
Quelle: Montega

Das **auf BKHT entfallende EBITDA** wird sich dementsprechend ebenfalls stark erhöhen.



Quelle: Montega

Auf Ebene des Free Cashflows unterstellen wir zukünftig eine jährliche Vollausschüttung der von uns erwarteten Minderheitsanteile der Tochter Bikeleasing. In den nächsten Jahren erwarten wir trotz der in 2024 und 2025 erhöhten CAPEX für ein Softwareprojekt und den Bau eines neuen neuen Gebäudes bei Bikeleasing sowie eines Working Capital-Aufbaus ein deutliches Wachstum der auf Brockhaus Technologies entfallenden Free Cashflows. Dabei liegt die aktuelle Free Cashflow Yield auf Basis des von uns berechneten EVs bei 9,1% und wird u.E. bis 2027 auf 19,7% ansteigen.



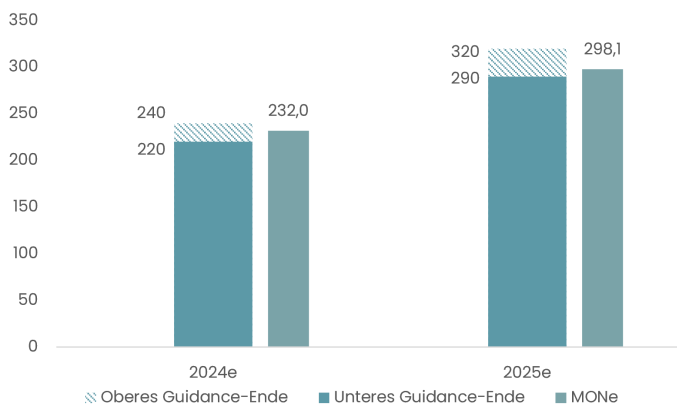
Quelle: Montega

Guidance 2024 & Mittelfrist-Prognose von Brockhaus Technologies

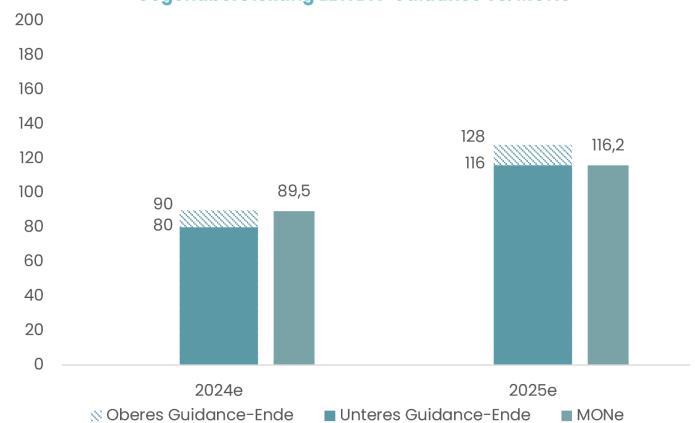
Die aktuelle Unternehmens-Guidance für 2024 sieht eine Umsatzsteigerung um 18% bis 29% yoy auf 220 bis 240 Mio. EUR bei einem bereinigten EBITDA von 80 bis 90 Mio. EUR vor. Damit erwartet BKHT eine überproportionale EBITDA-Steigerung um 29% bis 45% gegenüber dem Vorjahr. Die Bandbreite impliziert eine EBITDA-Marge von 33,3% bis 40,9%. Wir gehen für 2024 von einem Konzernumsatz i.H.v. 232,0 Mio. EUR bei einem EBITDA von 89,5 Mio. EUR aus und erwarten somit eine Erfüllung in der oberen Hälfte bzw. am oberen Ende der Guidance. Darüber hinaus hat Brockhaus Mitte 2023 eine Mittelfrist-Guidance 2025 veröffentlicht. Diese sieht eine Umsatzsteigerung auf 290 bis 320 Mio. EUR bei einer bereinigten EBITDA-Marge von 40% vor. Dementsprechend soll das ber. Konzern-EBITDA bei 116 bis 128 Mio. EUR liegen.

Wir erwarten, dass Brockhaus Technologies seine Mittelfrist-Guidance sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig **ohne Akquisitionen, ohne den Eintritt in weitere Länder bei Bikeleasing und ohne Beiträge von Probonio erfüllen wird**. Die vorgenannten Faktoren bieten daher weiteres Upside-Potenzial.

Umsatz-Guidance BKHT vs. MONE



Gegenüberstellung EBITDA-Guidance vs. MONE



Quelle: Unternehmen, Montega

Fazit

Mit Brockhaus Technologies bietet sich derzeit die außergewöhnliche Chance, ein bereits hochprofitables Unternehmen mit einem erwarteten zweistelligen jährlichen Gewinnwachstum zu einem einstelligen EV/EBITDA-Multiple und einer knapp zweistelligen Free Cashflow Yield für das laufende Jahr zu erwerben. Die beiden Tochterunternehmen sind in attraktiven Wachstumsmärkten aktiv und verfügen über eine aussichtsreiche Wettbewerbssituation. Das Management besitzt rd. 30% der Aktien und ist damit langfristig und in Einklang mit den Aktionären incentiviert. Darüber hinaus verfolgt Brockhaus eine erprobte, disziplinierte M&A-Strategie und verfügt über einen guten, jahrzehntelangen PE-Track Record.

SWOT

Der zukünftige Geschäftserfolg von Brockhaus Technologies ist vor allem von der M&A-Strategie sowie der operativen Entwicklung von Bikeleasing abhängig. Dementsprechend stellen diese Faktoren sowohl die größten Chancen als auch Risiken dar. Die größten Stärken von Brockhaus sehen wir in der hohen Business-Qualität der beiden Tochtergesellschaften und der hohen M&A-Expertise des Managements. Die größten Schwächen sehen wir in der komplexen Rechnungslegung sowie der hohen Volatilität von Umsatz und Ergebnis der Tochter IHSE.

Stärken

- Hohe M&A-Expertise des Managements
- Hohe Business-Qualität der beiden Tochtergesellschaften
- Bikeleasing: Kein Churn und daher sehr hoher Customer Lifetime Value
- Gleichgerichtete Interessen von Aktionären und Management durch Insider Ownership von rd. 30%

Schwächen

- Niedrige Marktkapitalisierung und geringes Handelsvolumen
- Komplexe Rechnungslegung durch Leasinggeschäftsmodell und hohe Minderheitsanteile
- IHSE: Geschäftsentwicklung ist von geringer Visibilität und hoher Volatilität gezeichnet

Chancen

- Umsetzung weiterer wertschöpfender Akquisitionen
- Bikeleasing: Internationalisierungspotenzial durch Eintritt in weitere europäische Märkte
- Bikeleasing: Roll-Out anderer Mitarbeiter-Benefits auf bestehende Kundenbasis
- IHSE: Aufbruch eines bestehenden Monopols im Bereich Government & Defense

Risiken

- Umsetzungsrisiken aus der M&A-Strategie (u.a. Overpay-Risiko, DD-Risiko)
- Bikeleasing: Beendigung der steuerlichen 0,25%-Regelung Ende 2030
- Bikeleasing: Zunehmende Preiskämpfe vonseiten anderer Wettbewerber

Bewertung

Wir haben die Bewertung der Brockhaus Technologies AG anhand eines DCF-Modells durchgeführt, dessen Annahmen im Folgenden dargestellt sind. Dabei wurde die Geschäftsentwicklung der beiden Töchter aufgrund ihrer heterogenen Geschäftsmodelle dezidiert prognostiziert sowie Annahmen zu den Holdingkosten getroffen, die in das Modell eingehen. Zur Plausibilisierung haben wir Similar Transactions herangezogen.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die positive mittelfristige Top Line-Entwicklung des Konzerns, die von beiden Tochterunternehmen getrieben werden dürfte. So halten wir angesichts der starken zugrundeliegenden Trends mittelfristig ein Umsatzwachstum im zweistelligen Prozentbereich für realisierbar. Dabei sollte Bikeleasing überproportional wachsen. Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% verwendet.

Trotz der klar definierten und elementaren M&A-Strategie können wir in unseren Planungen lediglich das organische Wachstumspotenzial von Brockhaus berücksichtigen. Wir gehen jedoch davon aus, dass das Unternehmen kontinuierlich weitere Übernahmen tätigen wird, was zu einer Skalierung der Holdingkosten und einer weiteren Diversifizierung der Technologiegruppe beitragen wird.

Ergebnisseitig erwarten wir in 2024 eine deutliche Verbesserung infolge der in 2023 übernommenen Handelsagenturen sowie der Steigerung der vermittelten Diensträder. Auch mittelfristig erwarten wir ein zweistelliges Gewinnwachstum p.a., das einerseits durch IHSE getragen wird, der bei steigenden Umsätzen eine EBITDA-Margenausweitung auf die historischen Niveaus von über 30% gelingen sollte. Andererseits wird das steigende Geschäftsvolumen von Bikeleasing zu signifikanten Ergebnissteigerungen führen, auch wenn sich der Umsatzmix aufgrund des mittelfristig überproportionalen Wachstums der Verwertungserlöse leicht verändern und eine gewisse Verwässerung der EBITDA-Margen nach sich ziehen wird. Darüber hinaus wird sich auch die gänzliche Rückzahlung der verbleibenden Akquisitionsdarlehen von Bikeleasing (Zinsen 2023: 4,4 Mio. EUR) sowie die kontinuierliche Skalierung der Holdingkosten positiv auf die Ergebnisentwicklung von Brockhaus auswirken.

Auf Ebene des Working Capitals erwarten wir eine leicht abnehmende Quote, sodass bei dem prognostizierten Wachstum insgesamt ein WC-Aufbau von rund 10 Mio. EUR pro Jahr entsteht. Da sowohl IHSE als auch Bikeleasing nur äußerst geringe CAPEX für ihr weiteres Wachstum benötigen (ca. 1-3% des Konzernumsatzes) und ebenfalls nur geringe Leasingzahlungen anfallen (<2 Mio. EUR p.a.), verfügt Brockhaus trotz des hohen Wachstums über eine attraktive Free Cashflow Conversion und wird in den nächsten Jahren signifikante Free Cashflows generieren. Diese sollten für weitere Übernahmen sowie für opportunistische Aktienrückkäufe und kontinuierliche Dividendenzahlungen eingesetzt werden. Von hoher Bedeutung für den durch die DCF-Bewertung ermittelten fairen Wert ist die Tatsache, dass wir eine Vollausschüttung der auf Minderheitsgesellschafter entfallenden Bikeleasing-Gewinne angenommen haben. Dies führt dazu, dass unser DCF-Modell lediglich die auf Brockhaus Technologies entfallenden Free Cashflows und damit die ökonomische Realität widerspiegelt.

Das verwendete Beta von 1,4 reflektiert den Holding-Charakter der Gesellschaft, die geringe Liquidität der Aktie sowie die operativen und strategischen Ausführungsrisiken. Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Marktrisikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 25% (ohne Berücksichtigung der IFRS 16 Verbindlichkeiten) und Fremdkapitalkosten i.H.v. 6,5% ergibt sich ein WACC von 9,92%.

Für die Brockhaus Technologies AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie von 70,98 Euro.

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
Umsatz	232,0	298,1	359,9	409,7	466,4	531,6	590,2	602,0
Veränderung	24,3%	28,5%	20,7%	13,8%	13,8%	14,0%	11,0%	2,0%
EBIT	65,8	91,9	114,8	136,1	155,3	176,2	194,9	180,6
EBIT-Marge	28,4%	30,8%	31,9%	33,2%	33,3%	33,1%	33,0%	30,0%
NOPAT	46,1	64,3	80,4	95,3	108,7	123,3	136,4	135,4
Abschreibungen	23,7	24,3	23,2	20,4	18,1	18,1	18,7	7,2
in % vom Umsatz	10,2%	8,2%	6,4%	5,0%	3,9%	3,4%	3,2%	1,2%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-7,6	-11,7	-10,9	-8,9	-11,2	-12,2	-10,8	-2,3
- Investitionen	-11,1	-9,3	-4,9	-5,2	-5,6	-6,4	-7,1	-7,2
Investitionsquote	4,8%	3,1%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Übriges	-24,7	-32,8	-38,7	-43,5	-48,3	-53,1	-57,5	-50,7
Free Cash Flow (WACC-Modell)	26,4	35,0	49,1	58,0	61,6	69,8	79,8	82,4
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Present Value	25,2	30,4	38,8	41,7	40,3	41,5	43,2	512,2
Kumuliert	25,2	55,5	94,3	136,0	176,3	217,8	260,9	773,2

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	773,2
Terminal Value	512,2
Anteil vom Tpv-Wert	66%
Verbindlichkeiten	74,1
Liquide Mittel	42,6
Eigenkapitalwert	741,6

Aktienzahl (Mio.)	10,45
Wert je Aktie (Euro)	70,98
+Upside / -Downside	185%
Aktienkurs (Euro)	24,90

Modellparameter

Fremdkapitalquote	25,0%
Fremdkapitalzins	6,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,40
WACC	9,9%
ewiges Wachstum	2,0%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2024-2027	20,8%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2024-2030	16,8%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2031	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2024-2027	31,1%
Mittelfristige EBIT-Marge	2024-2030	32,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2031	30,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
10,42%	62,46	64,82	66,10	67,47	70,46
10,17%	64,54	67,08	68,47	69,94	73,19
9,92%	66,74	69,48	70,98	72,58	76,11
9,67%	69,08	72,05	73,67	75,41	79,25
9,42%	71,57	74,78	76,55	78,43	82,64

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2031e

WACC	29,50%	29,75%	30,00%	30,25%	30,50%
10,42%	64,88	65,49	66,10	66,71	67,32
10,17%	67,19	67,83	68,47	69,11	69,74
9,92%	69,64	70,31	70,98	71,65	72,33
9,67%	72,26	72,97	73,67	74,38	75,08
9,42%	75,06	75,80	76,55	77,29	78,03

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

Similar Transactions

Neben dem DCF-Modell können ebenso vergleichbare Transaktionen zur Ermittlung des fairen Werts herangezogen werden. Diese haben wir zur Plausibilisierung herangezogen.

Similar Transactions Bikeleasing

Obwohl in den letzten Jahren mehrere Übernahmen im Wettbewerbsumfeld von Bikeleasing getätigt wurden, sind lediglich bei einem PE-Deal Kaufpreise und Geschäftszahlen bekannt. Konkret erwarb der niederländische PE-Investor Rivean Capital (europ. mid-market mit 5 Mrd. AuM) Mitte 2023 die Holding der beiden Dienstradleasinganbieter Company Bike und Mein Dienstrad. Die Bewertung lag gemäß mehrerer Medienartikel, die sich auf mit dem Deal vertraute Personen beriefen, bei rd. 250 Mio. EUR, sodass sich ein Umsatz-Multiple von 1,8x ergibt. Verkäufer war die Deutsche Private Equity. Das Target soll 2022 mit rd. 200 Mitarbeitern einen Umsatz i.H.v. 140 Mio. EUR erzielt haben. Dies dürfte sich u.E. auf den HGB-Umsatz beziehen, der u.a. die Verkaufspreise aller vermittelten Bikes enthält. Gemäß IFRS werden die Verkaufspreise der vermittelten Fahrräder nicht im Umsatz erfasst, sodass für Bikeleasing ein HGB-Umsatz geschätzt werden muss, um das Bewertungsmultiple zu übertragen. Anhand der Abschlüsse von JobRad ist zu erkennen, dass die Fahrradpreise rd. 90% des Gesamtumsatzes ausmachen. Da für Bikeleasing die Anzahl der vermittelten Fahrräder und der Durchschnittspreis bekannt sind, kann zunächst der Gesamtpreis der vermittelten Fahrräder berechnet werden. Dieser lag 2023 bei 616,2 Mio. EUR. Unterstellt man, dass der Gesamtpreis der vermittelten Räder analog zum Wettbewerber JobRad ebenso für 90% der Umsätze steht, ergibt sich für Bikeleasing ein approximativer HGB-Umsatz i.H.v. 685 Mio. EUR. Bei einem gleichen Umsatz-Multiple von 1,8x ergäbe sich für Bikeleasing ein Wert von 1,2 Mrd. EUR, sodass der 52%-ige Anteil von Brockhaus einen Wert von 642 Mio. EUR aufweisen würde.

Similar Transactions IHSE

Anfang 2017 wurde der direkte amerikanische Wettbewerber Thinklogical für rd. 160 Mio. USD vom PE-Investor Riverside Capital an den belgischen Großkonzern Belden verkauft. In 2016 erzielte Thinklogical einen Umsatz von 51 Mio. USD bei einem EBITDA von 17 Mio. USD und einem Jahresüberschuss von 12 Mio. USD. Auf Basis dieser Zahlen ergibt sich ein Kaufpreis-Multiple i.H.v. 9,4x EV/EBITDA, der nahezu identisch mit dem von Brockhaus Technologies für IHSE gezahlten Multiple ist (EV/EBITDA: 9,6x). Auf Basis unserer EBITDA-Erwartung für 2024 i.H.v. 12,7 Mio. EUR würde IHSE ein Wert von rd. 119,3 Mio. EUR zugesprochen werden. Ob es sich bei dem für Thinklogical gezahlten Kaufpreis letztlich um den EV oder den Equity Value handelt, ist nicht bekannt. Sofern sich dieser auf den EV bezog, müsste bei IHSE noch die Nettoverschuldung vom ermittelten Wert abgezogen werden. Diese belief sich u.E. Ende 2023 auf ca. 20 Mio. EUR, was einen Equity Value von rd. 100 Mio. EUR impliziert.

Unternehmenshintergrund

Brockhaus Technologies (BKHT) ist eine deutsche Technologiegruppe, die sich nach dem Vorbild der US-amerikanischen "Roper Technologies" auf die Akquisition und Weiterentwicklung von **skalierbaren B2B Technologie- und Innovations-Champions** mit nachhaltigen **Wettbewerbsvorteilen, hohen Margen und starkem Wachstumspotenzial** spezialisiert hat.

Diese M&A-Strategie hat der CEO, Gründer und Großaktionär Marco Brockhaus zuvor im Rahmen zweier von ihm aufgelegten bzw. einer beratenen Private Equity-Fondsgeneration mit einem Gesamtvolumen von ca. 300 Mio. EUR über 20 Jahre hinweg sehr erfolgreich umgesetzt. Die Fonds erzielten deutlich zweistellige IRRs von 23%, 26% und 33% und verbesserten sich bei jeder Fondsgeneration. Auch der heutige COO Dr. Marcel Wilhelm und der amtierende Finanzchef Harald Henning arbeiteten bereits im Rahmen der PE-Fonds mit Marco Brockhaus zusammen und hatten ebenfalls maßgeblichen Anteil am Erfolg der Fonds. Um ein Vehikel mit **permanenter Kapitalbasis und ohne Exit-Druck** zu schaffen wurde die heutige Brockhaus Technologies geschaffen. Dies ermöglicht es dem Management, hervorragende Unternehmen nicht nach wenigen Jahren bzw. gegen Ende einer Fondslaufzeit, sondern rein anhand wirtschaftlicher Überlegungen verkaufen und damit beliebig lange halten zu können.

Die eingangs skizzierte M&A-Strategie und der Beteiligungsfokus weichen fundamental vom Ansatz sämtlicher anderer börsennotierter Beteiligungsgesellschaften in Deutschland ab, die sich zumeist auf einseitig wachsende Industrie-Unternehmen mit einseitigen EBIT-Margen oder Turn-Around-Situationen spezialisiert haben.

Dementsprechend sollte der Brockhaus-Case auf zwei Ebenen betrachtet werden:

- Dem Potenzial der beiden bestehenden Portfolio-Unternehmen Bikeleasing und IHSE
- Dem Potenzial aus der disziplinierten, erprobten und wertschaffenden M&A-Strategie

In den letzten Jahren hat sich Brockhaus nahezu gänzlich entschuldet und verfügt angesichts des selbst gesteckten maximalen Verschuldungsgrads von 2,5x Net Debt/EBITDA u.E. über eine hohe Finanzierungskapazität von ca. 150 Mio. EUR. Insgesamt erkennen wir beim Brockhaus-Management nicht nur einen klaren Fokus auf die Kapitalallokation, sondern auch die notwendige Expertise und eine ausgereifte Strategie, was die Grundlage für weitere wertschaffende M&A-Transaktionen bildet.

Segmentbetrachtung

Segment Financial Technologies (Umsatzanteil 2023: 78%)

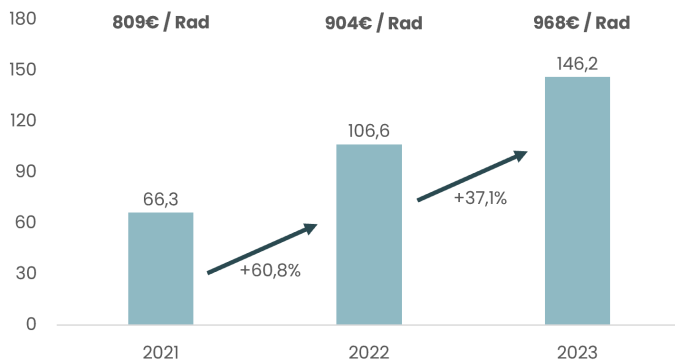
Bikeleasing (Akquisition Ende 2021) agiert als **Vermittler von Mitarbeiter-Benefits und verfolgt ein überwiegend provisionsbasiertes Geschäftsmodell**. Aktuell fokussiert sich Bikeleasing noch gänzlich auf das Benefit Dienstradleasing (zweitgrößter Anbieter in DE mit ~25% Marktanteil), wird jedoch u.E. ab H2/2024 rd. ein Dutzend weitere Benefits anbieten. Der junge Dienstradleasingmarkt ist von einer hohen Dynamik mit deutlich zweistelligen Wachstumsraten geprägt. Das Geschäftsmodell ist überaus skalierbar, da die digitale Plattform von Bikeleasing, die das zentrale Element darstellt, hochautomatisiert ist und hohe Rohmargen erzielt werden. Daneben ist das Geschäftsmodell nicht kapitalintensiv und benötigt kaum Investitionen, was auch bei hohem Wachstum eine Innenfinanzierung ermöglicht und gleichzeitig zu signifikanten Free Cashflows führt.

Was ist Dienstradleasing? Über Bikeleasing können sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ähnlich zur Firmenfahrzeug-Regelung über eine Gehaltsumwandlung (und einen Überlassungsvertrag) ein Dienstrad beziehen, das auch privat uneingeschränkt nutzbar ist und über 36 Monate (Österreich 48 Monate) abbezahlt wird. In Anlehnung an die 1%-Regelung für PKWs wurde in Deutschland 2019 die vorteilhafte 0,25%-Regelung für Diensträder beschlossen. Diese Regelung gilt mindestens bis Ende 2030 und führt dazu, dass Arbeitnehmer i.d.R. **zwischen 30% und 40% gegenüber dem herkömmlichen Fahrradkauf sparen** und den Kaufpreis gleichzeitig auf 36 Monate strecken können. Ebenso ist eine komplette Kostenübernahme vonseiten des Arbeitgebers möglich, sodass das Dienstrad aus Arbeitnehmersicht steuer- und kostenfrei ist. Bikeleasing ist für die Unternehmen selbst kostenlos (außer das Unternehmen möchte die Diensträder partiell oder vollständig bezahlen). Es werden ausschließlich die vereinbarten Leasing- und Versicherungsraten abgeführt, um die das Bruttogehalt des Mitarbeiters vermindert wird, sodass insgesamt keine Belastungen für das Unternehmen anfallen.

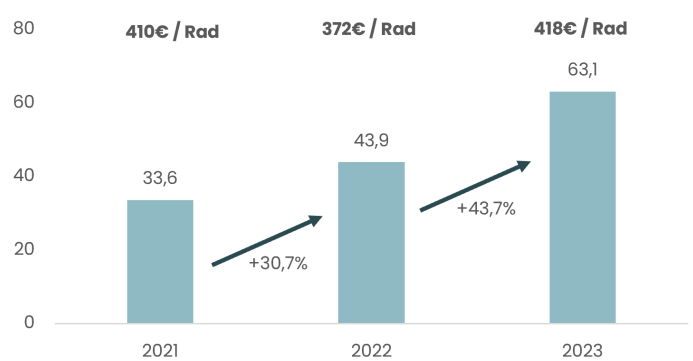
Ende Q1/24 waren 3,4 Mio. Arbeitnehmer und damit rd. 7,2% aller Beschäftigten in Deutschland an die hochautomatisierte digitale B2B-Plattform angeschlossen, was u.E. ein enormes Asset darstellt. Bikeleasing verdient dabei an jedem vermitteltem Fahrrad Provisionen, die für das Rad selbst sowie den verpflichtenden Verkauf von Versicherungen anfallen. Durch den schnellen Abverkauf der Leasingforderungen an verschiedenste Finanzinvestoren wird eine hohe Kapitalintensität vermieden (Working Capital-Quote 2023: ~18%).

Zwischen 2021 und 2023 konnte der Umsatz von 66,3 Mio. EUR auf 146,2 Mio. EUR mehr als verdoppelt und gleichzeitig durchgehend ein positiver Free Cashflow erzielt werden. Mit einer durchschnittlichen ber. EBITDA-Marge von 45% (2021 bis 2023) arbeitet Bikeleasing hochprofitabel und konnte das EBITDA innerhalb von nur zwei Jahren von 33,6 Mio. EUR auf 63,1 Mio. EUR nahezu verdoppeln.

Umsatzentwicklung
(in Mio. EUR)



EBITDA-Entwicklung
(in Mio. EUR)

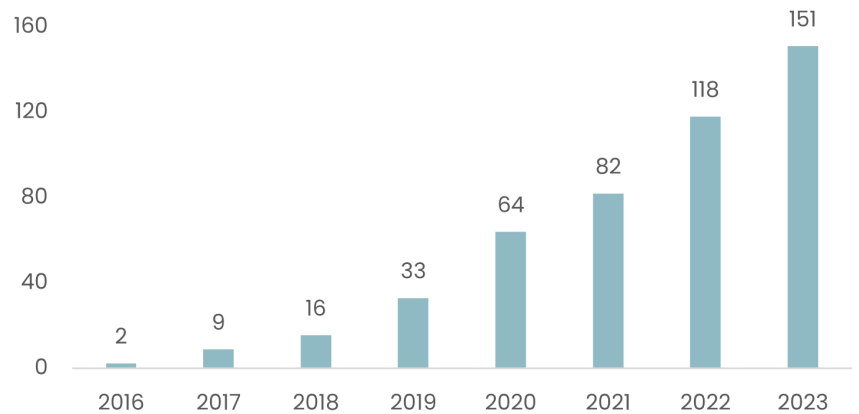


Quelle: Unternehmen

Durch Bikeleasings Geschäftsmodell und den damit einhergehenden rechnungslegungstechnischen Besonderheiten sollten neben den typischen Finanzkennzahlen wie Umsatz, Rohertrag und EBITDA u.E. weitere operative Kennzahlen zur Beurteilung der Geschäftsentwicklung herangezogen werden. Hierzu zählen wir insbesondere die **Entwicklung der vermittelten Leasingverträge sowie die Entwicklung der angeschlossenen Unternehmen und Arbeitnehmer.**

Denn die Anzahl der vermittelten Leasingverträge (bzw. Fahrräder) stellen u.E. den direktesten Weg zur Beurteilung des Erfolgs von Bikeleasing dar. Nachstehend ist die Entwicklung seit 2016 dargestellt.

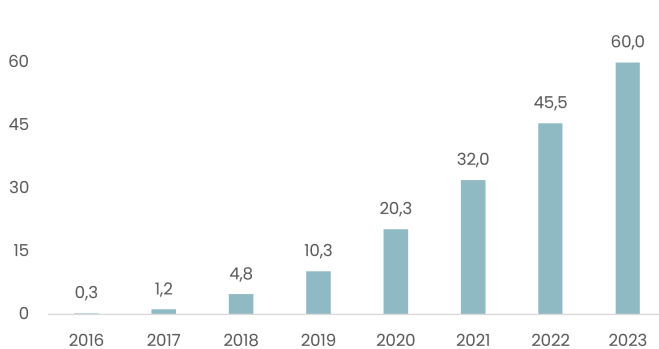
Entwicklung der vermittelten Leasingverträge
(in Tsd.)



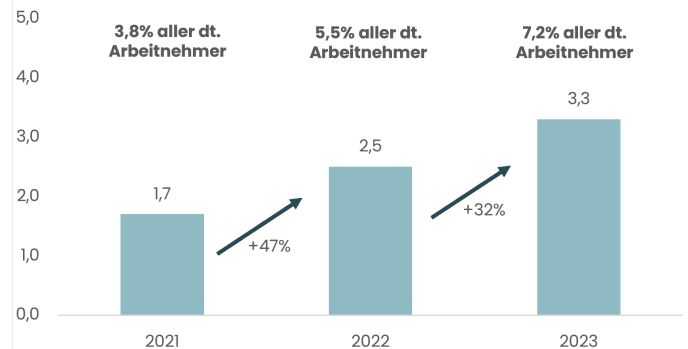
Quelle: Unternehmen

Insbesondere in den ersten Jahren des Unternehmens speiste sich das Wachstum nahezu gänzlich aus den Neukunden, während die Bedeutung der Bestandskunden mit steigendem Kundenvolumen auch für die vermittelten Leasingverträge zunahm.

Entwicklung der angeschlossenen Unternehmen
(in Tsd.)



Angeschlossene Arbeitnehmer
(in Mio.)



Segment Security Technologies (Umsatzanteil 2023: 22%)

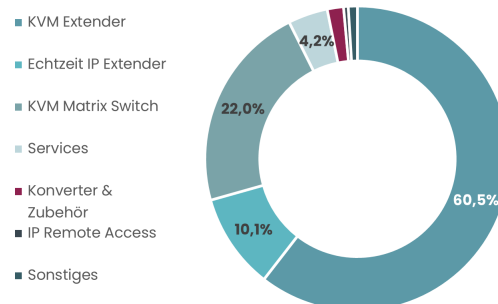
IHSE ist ein weltweit führendes Technologie-Unternehmen aus dem Bereich der KVM-Technik (KVM: Keyboard, Mouse, Video). Dabei handelt es sich grundsätzlich um die Übertragung von Audio- oder Videodaten und anderen Signalen zwischen Servern und Benutzern. IHSEs Produkte ermöglichen vor allem:

- Hochsichere und verschlüsselte Daten- bzw. Signalübertragung
- Überbrücken von Entfernungen zwischen Server und Nutzer von bis zu 160km bei gleichzeitiger Eliminierung von Latenz (Zeitliche Verzögerung von Signalen wie bspw. Tastatureingaben oder Mausbewegungen bzw. -klicks, die standardmäßig bereits ab wenigen Metern beginnt und wahrnehmbar ist)
- Steuerung mehrerer Computer von einem Arbeitsplatz aus oder Steuerung eines Computers von mehreren Arbeitsplätzen aus

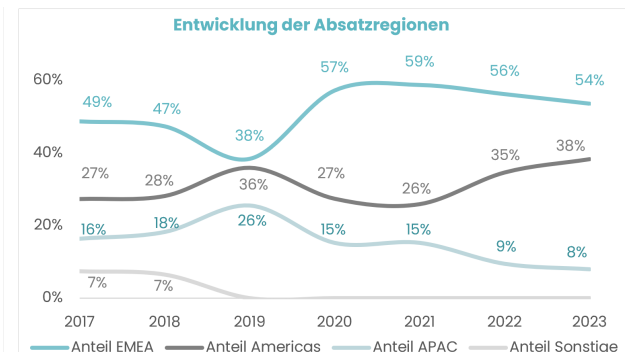
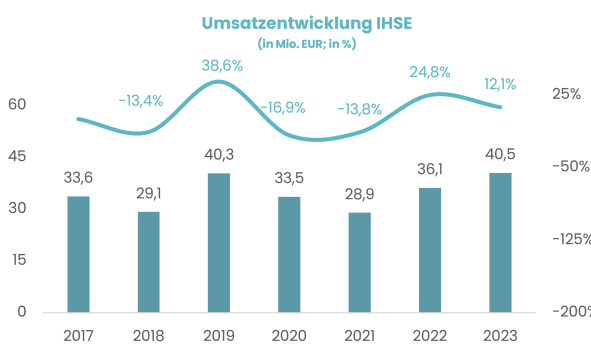
Dabei ist IHSE im absoluten **High-End-Bereich des KVM-Markts** positioniert und konkurriert lediglich mit drei weiteren Anbietern. Die High-End-Produkte weisen u.a. eine deutlich höhere Performanz, Belastungsfähigkeit und Sicherheit auf, als Standardprodukte, die von Dutzenden Anbietern produziert werden. Da IHSE-Technologie oftmals in "mission-critical"-Situationen Anwendung findet, in denen Menschenleben oder hohe Geldbeträge auf dem Spiel stehen, ist das Unternehmen regelmäßig mit höchsten Kundenanforderungen konfrontiert. Ein Ausfall der Systeme während des jahrelangen Dauerbetriebs, Sicherheitslücken, Latenz oder Signalverluste sind für IHSEs Kunden keine Option, sodass diese eine hohe Zahlungsbereitschaft mitbringen. Hierbei kommt der Gesellschaft zugute, dass selbst High-End-KVM-Technik nur einen geringen Gesamtbudgetanteil der Kunden ausmacht.

Im Wesentlichen verkauft IHSE die beiden Produktarten Extender (70,6% Umsatzanteil 2023) und Switches (22,0% Umsatzanteil 2023). Wie die Namen vermuten lassen, dienen Extender am Arbeitsplatz bzw. Server zur Verschlüsselung und Verlängerung der Signale und Daten über Entfernungen von bis zu 160km, wohingegen physische und digitale Switches die Steuerung mehrerer Computer von einem Arbeitsplatz et vice versa erlauben.

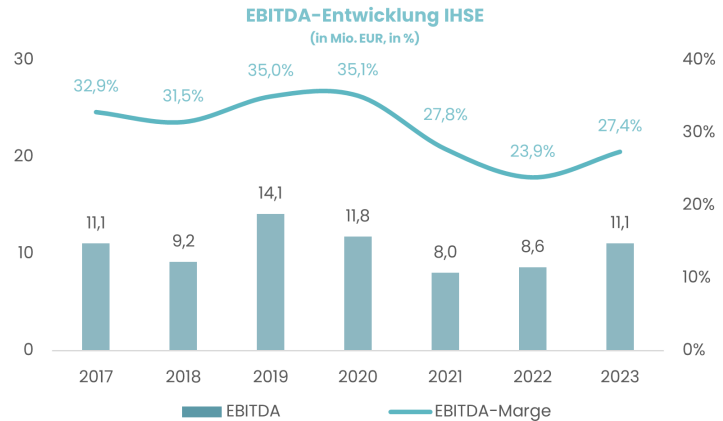
IHSE Produktmix 2023



IHSEs Umsatz ist zwischen 2009 und 2023 durchschnittlich mit 13,2% pro Jahr gewachsen. Dabei verlief das Wachstum aufgrund des starken Projektcharakters der Kundenaufträge nie linear, sondern schwankte seit jeher - mit einem klaren Aufwärtstrend. Vor Corona erzielte IHSE ein deutliches Wachstum, litt jedoch anschließend unter Umsatzeinbußen infolge der Covid-Krise. Erschwerend wirkten sich auch die Abkopplungstendenzen der chinesischen Kunden aus, infolge derer nahezu das gesamte China-Geschäft wegbrach, das zuvor u.E. etwa 10% des Umsatzes ausmachte. Nach zwei rückläufigen Covid-Jahren konnte IHSE seine Umsätze organisch und durch den Zukauf von kvm-tec (Umsatz FY2021: ~4,1 Mio. EUR) stark steigern. In Bezug auf die Absatzregionen lässt sich neben der abnehmenden Bedeutung des asiatischen Raums eine sehr positive Geschäftsentwicklung in den USA beobachten. Diese dürfte sich durch die Erfüllung der höchsten Sicherheitsstandards in den USA (sowie EU und DE) seit Ende 2022 und den sich dadurch ergebenden Geschäftschancen im Bereich Government & Defense mittelfristig forcieren.



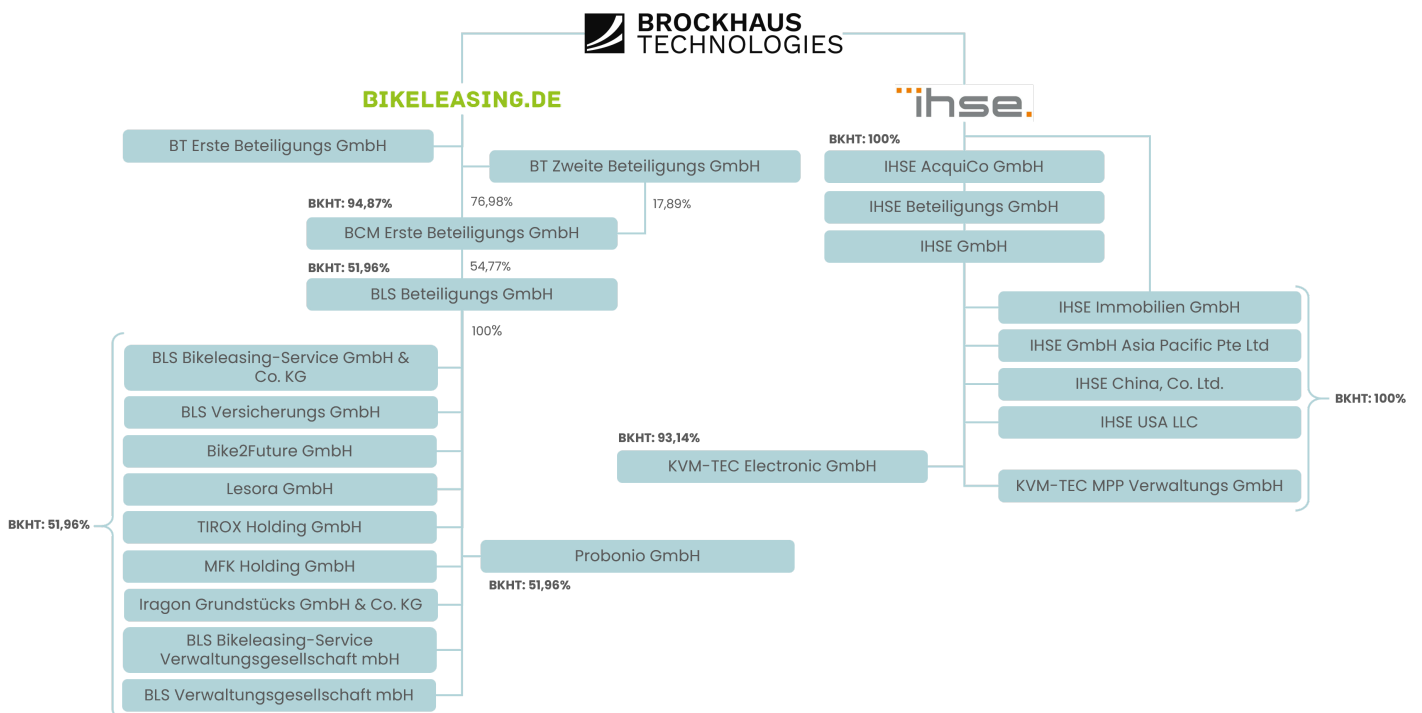
Profitabilitätsseitig konnte IHSE in der Vergangenheit durch seine exzellente Wettbewerbsposition in einer attraktiven Marktnische hohe EBITDA-Margen von bis zu 35% erzielen. Damit liegt das Unternehmen seit Jahren sowohl in Bezug auf Roh- als auch auf EBITDA-Marge über den Profitabilitätsniveaus seiner direkten Wettbewerber. Im Zuge der Corona-Krise musste IHSE zuletzt Profitabilitätsseinbußen infolge niedrigerer Umsätze hinnehmen, die durch die Abkopplungstendenzen Chinas und dem dadurch verursachten überwiegenden Verlust des Chinageschäfts, noch verstärkt wurden. Vor Covid stand das China-Geschäft für rd. 10% der Umsätze. Dieser negative Effekt kaschierte dementsprechend teilweise die jüngste starke Erholung der Geschäftsentwicklung. In den nächsten Jahren dürfte IHSE bei starkem Umsatzwachstum auf sein historisches Margenniveau zurückfinden.



Quelle: Unternehmen

Organisationsstruktur Brockhaus Technologies AG

In der Organisationsstruktur des Konzerns nimmt die Brockhaus Technologies AG als übergeordnete Holding die zentrale Rolle ein. Darunter befinden sich nicht operativ tätige Gesellschaften, die die Beteiligungen an IHSE bzw. Bikeleasing verwalten. Durch die komplexe Transaktionsausgestaltung bei Bikeleasing ist ein typisches "ring-fencing" erkennbar. Die operativen Gesellschaften sind unter der BLS Beteiligungs GmbH aufgehängt. Eine ähnliche Struktur ist bei IHSE zu erkennen, die u.a. verschiedene Auslandsgesellschaften unterhält.



Quelle: Unternehmen, Montega

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

Die Brockhaus Technologies AG (vormals Brockhaus Capital Management AG) entstand in ihrer heutigen Form im Jahr 2017. Die Zielsetzung liegt im Aufbau einer langfristig ausgerichteten, diversifizierten Technologiegruppe. Nach zwei vorbörslichen Finanzierungsrunden kam das Unternehmen im Jahr 2020 im Rahmen eines IPOs an die Börse. Zuvor hatte der CEO Marco Brockhaus seit dem Jahr 2000 insgesamt drei PE-Fonds mit einem Gesamtvolumen von rund 300 Mio. EUR aufgelegt bzw. beraten. Sowohl der amtierende COO Dr. Marcel Wilhelm (Eintritt 2006; Teil der Geschäftsführung seit 2012) als auch der aktuelle Finanzchef Harald Henning (Eintritt 2014) stießen bereits früh zur Brockhaus Private Equity und trugen ebenso maßgeblich zum Erfolg der PE-Fonds bei.

Obwohl die Fonds deutlich zweistellige Renditen erzielten und Brockhaus sicherlich weitere Fondsgenerationen auflegen hätte können, entschied sich der CEO dazu, mit der Brockhaus Technologies AG ein Vehikel mit **permanenter Kapitalbasis ohne Exit-Druck** zu schaffen. Dies ermöglicht es BKHT, hervorragende Unternehmen nicht nach wenigen Jahren bzw. gegen Ende einer Fondslaufzeit, sondern rein anhand wirtschaftlicher Überlegungen verkaufen und damit beliebig lange halten zu können. Im Rahmen des IPOs wurden rd. 3,6 Mio. neue Aktien zu einem Preis von 32,00 EUR platziert (Bruttoemissionserlös 115 Mio. EUR), während die Altaktionäre keine Aktien abgaben. Die eingeworbenen Mittel dienten M&A-Zwecken, da die bestehende Unternehmensgruppe mit den beiden Beteiligungen IHSE und Palas (Exit in 2022) profitabel arbeitete.

- 2000 Gründung der heutigen Brockhaus Technologies unter "Eagle Fonds Verwaltungs- und Treuhand-GmbH" (in Verbindung mit dem ersten PE-Fonds)
- 2017 Umfirmierung in Brockhaus Capital Management AG und Änderung des Geschäftszweckes aufgrund der Beendigung des ersten PE-Fonds BPE I
- 2017 Durchführung einer ersten Finanzierungsrunde (45 Mio. EUR)
- 2018 Akquisition der Palas GmbH
- 2019 Durchführung einer zweiten Finanzierungsrunde (~80 Mio. EUR) zur Finanzierung der anschließenden Übernahme der IHSE
- 2019 Akquisition der IHSE-Gesellschaften
- 2020 IPO (Bruttoemissionserlös 115 Mio. EUR) an der Frankfurter Wertpapierbörse
- 2021 Umfirmierung in Brockhaus Technologies AG
- 2021 Akquisition Bikeleasing und Erwerb der kvm-tec als strategisches Add-on für IHSE
- 2022 Erfolgreicher Verkauf der Palas
- 2022 IHSE erfüllt als zweiter westlicher Hersteller die höchsten Sicherheitsanforderungen in Europa & USA
- 2023 Verkauf IHSE-Immobilie (Erlös: 10 Mio. EUR)
- 2023 Bikeleasing internalisiert Vertrieb durch Übernahme von vier Handelsagenturen
- 2023 Brockhaus kauft 4,6% seiner Aktien via Tender-Offer zu 22,00 EUR/Aktie zurück
- 2024 Brockhaus beschließt Dividendenstrategie und schlägt Dividende i.H.v. 0,22 EUR vor
- 2024 Bikeleasing schließt Add-on-Akquisition von Probonio und Wandel zum One-Stop-Shop für ein Dutzend Mitarbeiter-Benefits ab

Management

Die Brockhaus Technologies AG wird derzeit von einem zweiköpfigen Vorstandsteam geleitet. Dieses wird durch drei weitere Manager ergänzt, die zusammen mit dem Vorstand das Executive Committee bilden.



Marco Brockhaus (CEO) ist als Gründer seit 2017 als Vorstandsvorsitzender der Brockhaus Technologies AG tätig. Nach seinem Studium zum Diplom-Kaufmann an der Julius-Maximilians-Universität in Würzburg startete er seine Karriere 1995 als Analyst bei Rothschild und arbeitete anschließend mehrere Jahre bei dem britischen VC- und Private Equity Investor 3i. Anschließend gründete er im Jahr 2000 die Brockhaus Private Equity GmbH und beriet dort in drei Private Equity-Fonds ein Vermögen von rund 300 Millionen Euro. Darüber hinaus besetzte er diverse Aufsichtsrats- und Beiratspositionen in verschiedenen Industrien und war zwischen 2011 und 2014 als Vorstandsmitglied des Bundesverbands Deutsches Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BKV) im Fachbereich Mittelstand aktiv.



Dr. Marcel Wilhelm (COO) ist ebenfalls seit 2017 Teil des Vorstands der Brockhaus Technologies AG und verantwortet die Bereiche Recht und Administration. Zuvor arbeitete der promovierte Jurist bereits seit 2006 bei der Brockhaus Private Equity und wurde 2012 zum Geschäftsführer benannt. Herr Dr. Wilhelm ist auf Unternehmens- und Steuerrecht spezialisiert und leitete vor seiner Tätigkeit bei Brockhaus das Team für internationale Kunden bei Rödl & Partner.

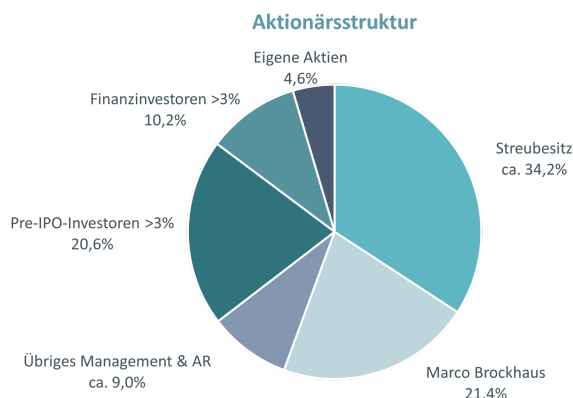
Aktionärsstruktur

Die Aktien der Brockhaus Technologies AG sind seit 2020 im Prime Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet. Die Gesellschaft hat 10.947.637 Aktien ausgegeben, wobei 499.971 Aktien (4,6%) im Dezember 2023 zu 22,00 EUR/Aktie zurückgekauft wurden.

Nach Unternehmensangaben halten die fünf Mitglieder des Executive Committees rd. 23% der Anteile, wobei der Gründer & CEO Marco Brockhaus mit 21,4% größter Einzelaktionär der BKHT ist. Weitere ~7% der Anteile werden vom Management der beiden Tochtergesellschaften gehalten, wovon 3,9% auf den Bikeleasing-Gründer und Geschäftsführer Bastian Krause entfallen.

Darüber hinaus halten die im Folgenden genannten fünf Family Offices einen kumulierten Anteil von 20,6%, die ihre Anteile u.E. auch nach dem Börsengang nahezu unverändert belassen haben. Zu den Pre-IPO-Investoren zählt u.a. die familiengeführte hanseatische Investmentgesellschaft von Dr. Cornelius Liedtke, die 3,3% der Aktien hält. Die ABACON Invest GmbH, das Family Office der Familie Büll, hält 5,7% der Aktien und ist historisch mit der Familie Liedtke durch den Aufbau des Immobilienunternehmens Büll & Liedtke verbunden. Daneben hält die Investmentgesellschaft Vesta GmbH 3,3% der Anteile, die u.E. der Unternehmerfamilie Fissler-Pechtl zurechenbar ist. Mit der SFCMG Beteiligungs-GmbH & Co. KGaA (4,8%; zurechenbar: Andreas Peiker) und der ORGENTEC Holding GmbH (3,7%; zurechenbar: Familie Dr. Wigbert Berg) sind zwei weitere, langfristig orientierte Family Offices Teil des Aktionariats.

Auf Seite der Finanzinvestoren liegen sowohl die DWS (6,9%) als auch Paladin Asset Management (3,3%) über der Meldeschwelle. Die übrigen Anteile (ca. 34,2%) befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen, Montega

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
Umsatz	232,0	298,1	359,9	409,7	466,4	531,6	590,2	602,0
Veränderung	24,3%	28,5%	20,7%	13,8%	13,8%	14,0%	11,0%	2,0%
EBIT	65,8	91,9	114,8	136,1	155,3	176,2	194,9	180,6
EBIT-Marge	28,4%	30,8%	31,9%	33,2%	33,3%	33,1%	33,0%	30,0%
NOPAT	46,1	64,3	80,4	95,3	108,7	123,3	136,4	135,4
Abschreibungen	23,7	24,3	23,2	20,4	18,1	18,1	18,7	7,2
in % vom Umsatz	10,2%	8,2%	6,4%	5,0%	3,9%	3,4%	3,2%	1,2%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-7,6	-11,7	-10,9	-8,9	-11,2	-12,2	-10,8	-2,3
- Investitionen	-11,1	-9,3	-4,9	-5,2	-5,6	-6,4	-7,1	-7,2
Investitionsquote	4,8%	3,1%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Übriges	-24,7	-32,8	-38,7	-43,5	-48,3	-53,1	-57,5	-50,7
Free Cash Flow (WACC-Modell)	26,4	35,0	49,1	58,0	61,6	69,8	79,8	82,4
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Present Value	25,2	30,4	38,8	41,7	40,3	41,5	43,2	512,2
Kumuliert	25,2	55,5	94,3	136,0	176,3	217,8	260,9	773,2

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	773,2
Terminal Value	512,2
Anteil vom Tpv-Wert	66%
Verbindlichkeiten	74,1
Liquide Mittel	42,6
Eigenkapitalwert	741,6

Aktienzahl (Mio.)	10,45
Wert je Aktie (Euro)	70,98
+Upside / -Downside	185%
Aktienkurs (Euro)	24,90

Modellparameter

Fremdkapitalquote	25,0%
Fremdkapitalzins	6,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,40
WACC	9,9%
ewiges Wachstum	2,0%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2024-2027	20,8%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2024-2030	16,8%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2031	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2024-2027	31,1%
Mittelfristige EBIT-Marge	2024-2030	32,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2031	30,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
10,42%	62,46	64,82	66,10	67,47	70,46
10,17%	64,54	67,08	68,47	69,94	73,19
9,92%	66,74	69,48	70,98	72,58	76,11
9,67%	69,08	72,05	73,67	75,41	79,25
9,42%	71,57	74,78	76,55	78,43	82,64

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2031e

WACC	29,50%	29,75%	30,00%	30,25%	30,50%
10,42%	64,88	65,49	66,10	66,71	67,32
10,17%	67,19	67,83	68,47	69,11	69,74
9,92%	69,64	70,31	70,98	71,65	72,33
9,67%	72,26	72,97	73,67	74,38	75,08
9,42%	75,06	75,80	76,55	77,29	78,03

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

G&V (in Mio. Euro) Brockhaus Technologies AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	60,3	142,7	186,6	232,0	298,1	359,9
Bestandsveränderungen	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Gesamtleistung	61,5	143,5	187,7	233,0	299,1	360,9
Materialaufwand	14,2	51,7	69,3	80,5	114,4	148,4
Rohrertrag	47,3	91,7	118,4	152,6	184,8	212,5
Personalaufwendungen	21,8	26,6	33,1	40,0	43,5	47,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	26,9	19,5	30,6	25,3	27,5	29,2
Sonstige betriebliche Erträge	2,0	1,5	4,1	3,4	4,0	4,3
EBITDA	0,4	46,7	57,9	89,5	116,2	138,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,1	2,2	3,2	3,6	4,0	4,1
EBITA	-1,7	44,5	54,7	85,9	112,3	134,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	7,6	15,2	17,0	20,1	20,4	19,1
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-9,3	29,3	37,6	65,8	91,9	114,8
Finanzergebnis	-6,1	-10,0	-19,2	-14,2	-14,7	-16,7
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-15,4	19,3	18,4	51,6	77,2	98,1
Außerordentliches Ergebnis						
EBT	-15,4	19,3	18,4	51,6	77,2	98,1
EE-Steuer	3,4	8,9	9,1	15,5	23,2	29,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-18,8	10,5	9,3	36,1	54,0	68,7
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-18,8	10,5	9,3	36,1	54,0	68,7
Anteile Dritter	-2,9	9,4	12,7	24,7	32,8	38,7
Jahresüberschuss	-15,9	1,0	-3,3	11,4	21,3	30,0

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

G&V (in % vom Umsatz) Brockhaus Technologies AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-0,3%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	2,3%	0,7%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%
Gesamtleistung	102,0%	100,5%	100,6%	100,4%	100,3%	100,3%
Materialaufwand	23,6%	36,3%	37,1%	34,7%	38,4%	41,2%
Rohrertrag	78,4%	64,3%	63,4%	65,8%	62,0%	59,0%
Personalaufwendungen	36,1%	18,7%	17,7%	17,2%	14,6%	13,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	44,6%	13,7%	16,4%	10,9%	9,2%	8,1%
Sonstige betriebliche Erträge	3,2%	1,0%	2,2%	1,5%	1,3%	1,2%
EBITDA	0,7%	32,7%	31,0%	38,6%	39,0%	38,3%
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,5%	1,6%	1,7%	1,6%	1,3%	1,1%
EBITA	-2,8%	31,2%	29,3%	37,0%	37,7%	37,2%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	12,6%	10,6%	9,1%	8,7%	6,8%	5,3%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	-15,4%	20,5%	20,2%	28,4%	30,8%	31,9%
Finanzergebnis	-10,1%	-7,0%	-10,3%	-6,1%	-4,9%	-4,6%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-25,5%	13,5%	9,9%	22,3%	25,9%	27,3%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-25,5%	13,5%	9,9%	22,3%	25,9%	27,3%
EE-Steuer	5,6%	6,2%	4,9%	6,7%	7,8%	8,2%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-31,1%	7,3%	5,0%	15,6%	18,1%	19,1%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-31,1%	7,3%	5,0%	15,6%	18,1%	19,1%
Anteile Dritter	-4,8%	6,6%	6,8%	10,7%	11,0%	10,7%
Jahresüberschuss	-26,3%	0,7%	-1,8%	4,9%	7,1%	8,3%

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

Bilanz (in Mio. Euro) Brockhaus Technologies AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	398,9	356,9	356,6	342,7	324,2	306,6
Sachanlagen	16,2	7,6	12,9	14,2	17,5	16,8
Langfristige Leasingforderungen	82,1	130,9	139,5	124,9	134,9	155,9
Anlagevermögen	497,2	495,5	509,0	481,7	476,6	479,3
Vorräte	12,6	10,9	17,7	20,6	26,7	32,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20,0	29,3	35,7	43,4	53,1	61,6
Liquide Mittel	30,3	70,8	53,7	72,5	123,0	191,2
Sonstige Vermögensgegenstände	54,4	49,0	50,1	60,2	69,4	77,6
Umlaufvermögen	117,3	160,1	157,2	196,7	272,3	363,1
Bilanzsumme	614,5	655,5	666,2	678,4	748,9	842,5
PASSIVA						
Eigenkapital	222,0	272,7	258,3	292,1	343,1	407,6
Anteile Dritter	32,9	42,6	39,5	39,5	39,5	39,5
Rückstellungen	10,4	5,9	4,1	4,1	4,1	4,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	135,6	90,9	85,5	65,0	60,4	55,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	11,3	14,1	12,3	15,3	19,5	23,1
Sonstige Verbindlichkeiten	202,2	229,3	266,5	262,4	282,4	312,3
Verbindlichkeiten	359,6	340,2	368,3	346,7	366,4	395,4
Bilanzsumme	614,5	655,5	666,2	678,4	748,9	842,5

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Brockhaus Technologies AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	64,9%	54,5%	53,5%	50,5%	43,3%	36,4%
Sachanlagen	2,6%	1,2%	1,9%	2,1%	2,3%	2,0%
Langfristige Leasingforderungen	13,4%	20,0%	20,9%	18,4%	18,0%	18,5%
Anlagevermögen	80,9%	75,6%	76,4%	71,0%	63,6%	56,9%
Vorräte	2,0%	1,7%	2,7%	3,0%	3,6%	3,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,3%	4,5%	5,4%	6,4%	7,1%	7,3%
Liquide Mittel	4,9%	10,8%	8,1%	10,7%	16,4%	22,7%
Sonstige Vermögensgegenstände	8,9%	7,5%	7,5%	8,9%	9,3%	9,2%
Umlaufvermögen	19,1%	24,4%	23,6%	29,0%	36,4%	43,1%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	36,1%	41,6%	38,8%	43,1%	45,8%	48,4%
Anteile Dritter	5,4%	6,5%	5,9%	5,8%	5,3%	4,7%
Rückstellungen	1,7%	0,9%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
Zinstragende Verbindlichkeiten	22,1%	13,9%	12,8%	9,6%	8,1%	6,6%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,8%	2,1%	1,8%	2,3%	2,6%	2,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	32,9%	35,0%	40,0%	38,7%	37,7%	37,1%
Verbindlichkeiten	58,5%	51,9%	55,3%	51,1%	48,9%	46,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Brockhaus Technologies AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-18,8	10,5	9,3	36,1	54,0	68,7
Abschreibung Anlagevermögen	2,1	2,2	3,2	3,6	4,0	4,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	7,6	15,2	17,0	20,1	20,4	19,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	1,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,7	9,3	26,0	0,7	0,7	0,8
Cash Flow	-4,5	37,2	55,6	60,5	79,1	92,6
Veränderung Working Capital	-24,3	23,1	8,0	-7,8	-11,7	-10,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-6,2	34,9	34,8	52,7	67,4	81,7
CAPEX	-3,0	-4,4	-6,0	-11,1	-9,3	-4,9
Sonstiges	-141,5	56,2	-5,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-144,5	51,8	-11,2	-11,1	-9,3	-4,9
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	-2,3	-3,1	-4,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	58,0	-41,2	-8,0	-20,5	-4,6	-4,5
Sonstiges	-1,8	-4,3	-33,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	56,2	-45,4	-41,3	-22,8	-7,7	-8,7
Effekte aus Wechselkursänderungen	1,3	0,2	0,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-94,5	41,2	-17,7	18,9	50,5	68,2
Endbestand liquide Mittel	30,3	71,8	53,7	72,5	123,0	191,2

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

Kennzahlen Brockhaus Technologies AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohrertragsmarge (%)	78,4%	64,3%	63,4%	65,8%	62,0%	59,0%
EBITDA-Marge (%)	0,7%	32,7%	31,0%	38,6%	39,0%	38,3%
EBIT-Marge (%)	-15,4%	20,5%	20,2%	28,4%	30,8%	31,9%
EBT-Marge (%)	-25,5%	13,5%	9,9%	22,3%	25,9%	27,3%
Netto-Umsatzrendite (%)	-31,1%	7,3%	5,0%	15,6%	18,1%	19,1%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	-3,2%	8,4%	11,3%	20,1%	28,5%	36,3%
ROE (%)	-7,1%	0,4%	-1,1%	3,8%	6,4%	7,8%
ROA (%)	-2,6%	0,2%	-0,5%	1,7%	2,8%	3,6%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	105,3	20,2	31,9	-7,5	-62,5	-135,2
Net Debt / EBITDA	250,7	0,4	0,6	-0,1	-0,5	-1,0
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,3
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-9,2	30,5	28,7	41,7	58,2	76,9
Capex / Umsatz (%)	5%	3%	3%	5%	3%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	-	17%	18%	19%	18%	18%
Bewertung						
EV/Umsatz	4,8	2,0	1,6	1,3	1,0	0,8
EV/EBITDA	694,6	6,2	5,0	3,3	2,5	2,1
EV/EBIT	-	10,0	7,8	4,4	3,2	2,5
EV/FCF	-	9,6	10,1	7,0	5,0	3,8
KGV	-	249,0	-	22,8	12,3	8,7
KBV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	0,6

Dividendenrendite

Disclaimer

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 27.05.2024):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn

Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, PeerGroup-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de / Tel: +49 40 4 1111 37 80

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: 27.05.2024)

Brockhaus Technologies AG

1, 8, 9

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs (EUR)	Kursziel (EUR)	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	27.05.2024	24,90	71,00	+185%