

29. April 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Delignit AG

Aussichten trotz starker konjunktureller Delle sehr überzeugend

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 3,50 € | Kursziel: 9,00 € (zuvor: 10,00 €)

Analyst: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Blomberg
Branche:	Automobilzulieferung
Mitarbeiter:	467
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0MZ4B0
Ticker:	DLX:GR
Kurs:	3,50 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	10,24 Mio. Stück
Market-Cap:	35,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	30,7 Mio. Euro
Free Float:	39,6 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	6,67 / 3,14 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	14,7 Tsd. Euro / Tag

Trotz Rückschlag neuer Umsatzrekord

Im Geschäftsjahr 2023 hat Delignit den Umsatz um 14 Prozent auf 86,1 Mio. Euro gesteigert und damit einen neuen Rekord markiert. Allerdings hat das Unternehmen damit sowohl unsere zuletzt im August aktualisierte Schätzung (90 Mio. Euro) als auch die ursprüngliche eigene Prognose (88 Mio. Euro) nicht ganz erreicht. Der Ende November auf 84 bis 88 Mio. Euro angepasste Zielkorridor wurde hingegen genau in der Mitte getroffen. Heruntergebrochen auf das zweite Halbjahr hat Delignit somit 37,8 Mio. Euro bzw. 13 Prozent weniger als im Vorjahreszeitraum umgesetzt, während die Erlöse der ersten sechs Monate noch um 50 Prozent gewachsen waren. Die Entwicklung der beiden Halbjahre war mithin genau umgekehrt zum Vorjahr, in dem auf ein sehr schwaches erstes Halbjahr eine rasante Erholung gefolgt war.

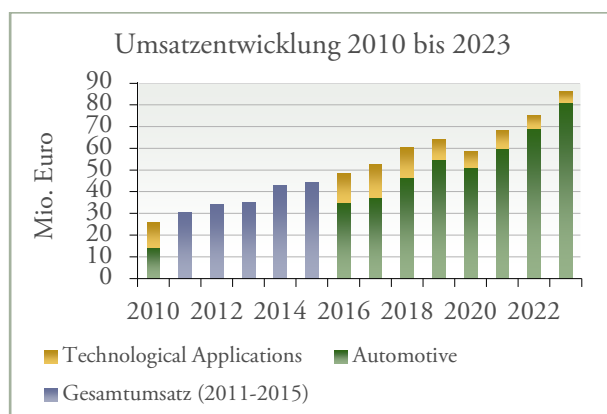
Vollbremsung im Caravan-Geschäft

Ursächlich für das schwache zweite Halbjahr 2023 war eine überraschende Vollbremsung im Geschäft mit der Interieur-Ausstattung für Wohnmobile, in dem die Abrufe aufgrund einer schwachen Nachfrage nach dem Abflauen des Corona-Booms vorübergehend gänzlich zum Erliegen gekommen waren.

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	68,3	75,4	86,1	77,4	95,9	111,3
EBITDA (Mio. Euro)	5,6	6,5	7,1	5,0	8,0	9,9
Jahresüberschuss	2,3	2,8	3,2	1,8	3,6	4,6
EpS	0,29	0,34	0,32	0,18	0,35	0,45
Dividende je Aktie	0,00	0,05	0,08	0,08	0,09	0,11
Umsatzwachstum	16,4%	10,3%	14,2%	-10,0%	23,9%	16,0%
Gewinnwachstum	12,2%	19,0%	16,5%	-43,0%	95,9%	26,5%
KUV	0,52	0,48	0,42	0,46	0,37	0,32
KGV	15,3	12,9	11,1	19,4	9,9	7,8
KCF	-	8,4	5,3	9,0	6,0	4,9
EV / EBITDA	5,4	4,7	4,4	6,1	3,8	3,1
Dividendenrendite	0,0%	1,4%	2,3%	2,2%	2,5%	3,2%

Kerngeschäft LCV deutlich im Plus

Demgegenüber blieben die Abrufe im Kerngeschäft mit der Laderaumausstattung von Transportern (LCV) dank der 2023 noch steigenden Zulassungszahlen und des aus dem Vorjahr verbliebenen Auftragsüberhangs der OEMs stabil. Dementsprechend konnte das Automotive-Segment trotz der jüngsten Schwäche im Caravan-Geschäft (das aber im Gesamtjahr dennoch gewachsen ist) seine Erlöse erneut überproportional steigern. Mit einem Zuwachs um 17 Prozent auf 81,1 Mio. Euro trug das Segment 2023 94,2 Prozent zum Gesamtumsatz bei.



Quelle: Unternehmen

Technological Applications rückläufig

Demgegenüber ist der Umsatz des zweiten Segments Technological Applications (TA) 2023, wie schon im Vorjahr, rückläufig gewesen und um 19 Prozent auf knapp 5,0 Mio. Euro gesunken. Im zweiten Halbjahr konnte der Segmentumsatz zwar sowohl gegenüber dem ersten Halbjahr als auch im Vergleich mit dem Vorjahr gesteigert werden, doch letztlich spricht Delignit von einer enttäuschenden Entwicklung. Mit Ausnahme des Geschäfts mit hochverdichteten Materialien waren davon alle Produktgruppen der Sparte betroffen, wofür neben einer schwachen Nachfrage auch die Umleitung der verfügbaren Kapazitäten in das Automotive-Segment verantwortlich gewesen ist.

Rohmarge leicht gesunken

Durch die ungleichmäßige Auslastung im Jahresverlauf war Delignit vor allem in der ersten Jahreshälfte mit einer sehr hohen Kapazitätsauslastung konfron-

tiert, die trotz der Beruhigung im Herbst deutliche Spuren in der GuV hinterlassen hat. Dazu gehörten u.a. die um ein Drittel auf 6,5 Mio. Euro erhöhten Kosten für den externen Zukauf von Handelswaren, was, zusammen mit den um 54 Prozent auf 3,5 Mio. Euro erhöhten Kosten für Leiharbeit und für externe Lohnarbeit, zu einem (in Relation zur Gesamtleistung) leicht überproportionalen Anstieg des Materialaufwands (+16,0 Prozent auf 52,7 Mio. Euro) beitrug. Demgegenüber haben sich die Frachtkosten mit +3 Prozent und die Kosten für sonstiges Material und Energie (-19 Prozent) positiv auf die Rohmarge ausgewirkt, die aber in Summe dennoch von 39,3 auf 38,9 Prozent erneut gesunken ist.

Geschäftszahlen	GJ 2022	GJ 2023	Änderung
Umsatz	75,36	86,05	+14,2%
Automotive	69,23	81,10	+17,1%
Technological App.	6,12	4,95	-19,1%
EBITDA	6,55	7,06	+7,8%
EBITDA-Marge	8,7%	8,2%	
EBIT	4,14	4,72	+14,2%
EBIT-Marge	5,5%	5,5%	
EBT	3,93	4,53	+15,4%
EBT-Marge	5,2%	5,3%	
Jahresüberschuss	2,77	3,24	+16,9%
Netto-Marge	3,7%	3,8%	
Free-Cashflow	1,46	4,29	+194,2%

Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

SBA steigen um ein Drittel

Deutlich überproportional haben sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöht, deren Zuwachs um 32 Prozent auf 7,6 Mio. Euro mehr als doppelt so stark war wie der der Gesamtleistung (+15,2 Prozent). Mehr als die Hälfte des Anstiegs ist auf die Instandhaltungsaufwendungen zurückzuführen, die sich nicht zuletzt wegen der starken Kapazitätsauslastung von 2,6 auf 3,6 Mio. Euro erhöht haben. Kräftig zugelegt haben aber auch die Fremdleistungen (+62 Prozent auf 0,7 Mio. Euro) und die Entwicklungs- und Zertifizierungskosten (+148 Prozent auf 0,5 Mio. Euro). Die SBA-Quote (in Relation zur Gesamtlei-

stung) hat sich infolgedessen von 7,7 auf 8,8 Prozent erhöht, womit sie aber noch unter dem Niveau der Jahre 2020 und 2021 liegt.

Personalaufwandsquote gesunken

Margentlastend fiel hingegen 2023 die Entwicklung des Personalaufwands aus. Trotz der um 9 Prozent auf 471 erhöhten Mitarbeiterzahl (inkl. 51 Leiharbeitern) und des grundsätzlichen Lohndrucks stieg dieser nur um 11 Prozent, so dass sich die Personalaufwandsquote von 22,9 Prozent auf 21,9 Prozent ermäßigte.

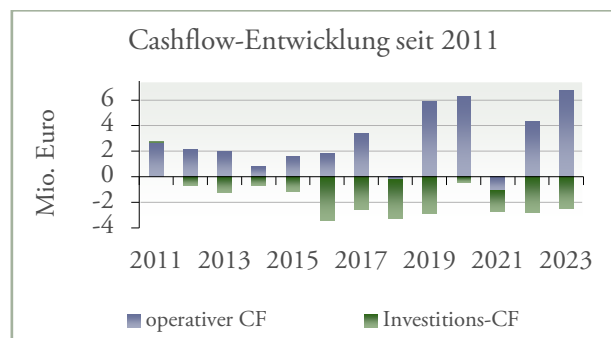
Stabile EBIT-Marge

In Summe überwogen aber die margenschmälernden Effekte, weswegen die EBITDA-Marge von 8,7 auf 8,2 Prozent zurückgegangen ist, womit Delignit das selbstgesteckte Ziel, das EBITDA im Gleichschritt mit dem Umsatz zu erhöhen, nicht erreicht hat. Wir hatten sogar mit einer leichten Verbesserung der Marge auf 9,0 Prozent kalkuliert, was sich als zu optimistisch erwiesen hat. In absoluten Zahlen legte das EBITDA aber gleichwohl von 6,5 auf 7,1 Mio. Euro zu. Dank der leicht rückläufigen Abschreibungen (-3 Prozent auf 2,3 Mio. Euro) ist das EBIT genauso stark wie der Umsatz gewachsen (+14,2 Prozent), so dass die EBIT-Marge unverändert bei 5,5 Prozent geblieben ist. Bei einem nur geringfügig negativen Finanzergebnis von -0,2 Mio. Euro ist das Vorsteuerergebnis fast deckungsgleich mit dem EBIT ausgefallen und lag mit 4,5 Mio. Euro um 15 Prozent über Vorjahr. Noch etwas stärker, nämlich um 17 Prozent auf 3,2 Mio. Euro, ist der Jahresüberschuss gestiegen, der zusätzlich von einem leicht unterproportionalen Anstieg der Steuerlast profitierte. Die Nettomarge erhöhte sich infolgedessen minimal auf 3,8 Prozent.

Free-Cashflow verdreifacht

Sehr positiv hat sich letztes Jahr der operative Cashflow entwickelt, der gegenüber 2022 um 58 Prozent auf +6,8 Mio. Euro gesteigert werden konnte. Neben dem verbesserten Ergebnis trugen dazu ein geringerer Abbau von Rückstellungen (Effekt: -0,1 Mio. Euro nach -1,3 Mio. Euro im Vorjahr) sowie die Reduktion des Working Capital bei (Cash-Wirkung: +0,8 Mio.

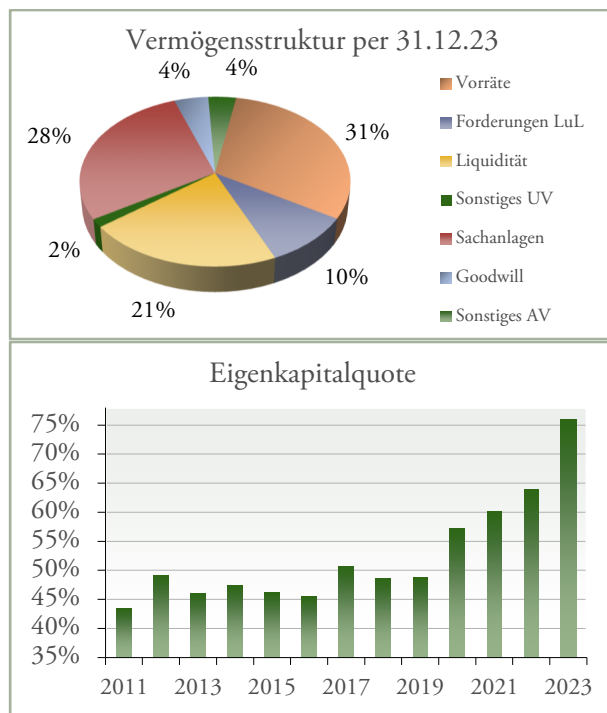
Euro ggü. +0,1 Mio. Euro). Da zugleich die Investitionen wegen der Abkühlung im zweiten Halbjahr etwas vorsichtiger gehandhabt wurden, was sich in einem leicht reduzierten Investitions-Cashflow von -2,5 Mio. Euro (Vorjahr: -2,8 Mio. Euro) bemerkbar gemacht hat, ist der Free-Cashflow sogar um 194 Prozent auf 4,3 Mio. Euro gestiegen. In Summe der letzten fünf Jahre beläuft sich der Free-Cashflow somit auf +11,8 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen

Solide Vermögensstruktur

Zusammen mit einem positiven Finanzierungs-Cashflow in Höhe von 3,7 Mio. Euro (wegen der im Sommer erfolgreich platzierten Kapitalerhöhung, in deren Rahmen ein Nettozufluss von 7,5 Mio. Euro erzielt wurde) hat sich die bilanzielle Liquidität 2023 von 2,4 Mio. Euro im Vorjahr auf nun 10,4 Mio. Euro erhöht. Damit machte sie zum 31. Dezember mehr als ein Fünftel der Bilanzsumme von 48,5 Mio. Euro (+16 Prozent) aus, wobei Delignit zusätzlich noch über hohe ungenutzte Kreditlinien verfügt. Die Liquidität stellt damit die drittgrößte Position auf der Aktivseite dar. An erster Stelle liegen mit 14,9 Mio. Euro und damit fast einem Drittel aller Assets die Vorräte, die sich 2023 allerdings nur geringfügig (+4 Prozent) erhöhten und wovon 8,1 Mio. Euro auf die Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe entfallen. Weitere 28 Prozent des Vermögens stellen mit 13,7 Mio. Euro die Sachanlagen dar, gefolgt von den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die im Jahresverlauf 2023 von 6,4 auf 4,7 Mio. Euro gesunken sind. Auf Firmenwerte und immaterielle Vermögensgegenstände entfallen in Summe lediglich 3,2 Mio. Euro bzw. knapp 7 Prozent aller Assets.



Quelle: Unternehmen

Eigenkapitalquote über 75 Prozent

Mit einer Zunahme um mehr als 12 Prozentpunkte auf 76,0 Prozent hat sich die Eigenkapitalquote sehr deutlich erhöht. Ermöglicht wurde dies einerseits durch den Jahresgewinn, vor allem aber durch die Kapitalerhöhung im Juli, in deren Rahmen fast 2,05 Mio. neue Aktien zu einem Bezugspreis von 3,90 Euro ausgegeben und zusätzliche Mittel in Höhe von fast 8,0 Mio. Euro (brutto) eingeworben wurden. Damit hat die Eigenkapitalquote ihren seit 2019 anhaltenden Aufwärtstrend fortgesetzt und ist innerhalb von vier Jahren um 27,2 Prozentpunkte gestiegen.

Verschuldung in Netto-Cash gewandelt

Durch den hohen Free-Cashflow und den Zufluss aus der Kapitalerhöhung hat sich die im Vorjahr noch bestehende Nettofinanzverschuldung von 5,1 Mio. Euro in eine Nettoliquiditätsposition von 5,9 Mio. Euro gewandelt. Die bilanziellen Finanzverbindlichkeiten beliefen sich nach einer Nettotilgung in Höhe von 2,4 Mio. Euro zum Jahreswechsel auf nur noch 4,4 Mio. Euro, wovon die Hälfte auf die passivierten Miet- und Leasingschulden entfallen.

Dividende wird auf 8 Cent erhöht

Vor dem Hintergrund der exzellenten Bilanz- und der guten Ergebnissituation wird der Vorstand der Hauptversammlung vorschlagen, für 2023 eine Dividende von 8 Cent je Aktie auszuschütten. Das wären 3 Cent mehr als im Vorjahr und auch mehr als von uns zuletzt geschätzt (6 Cent). Bezogen auf den aktuellen Kurs würde das einer Dividendenrendite von 2,3 Prozent entsprechen.

Schwieriges Jahr 2024 erwartet

Die Abschwächung im vierten Quartal 2023 setzt sich nach Unternehmensangaben auch im laufenden Jahr fort. Die Abrufe im Caravan-Bereich haben sich zwar auf einem niedrigen Niveau wieder erhöht, doch liegen sie damit noch deutlich unter Vorjahr wie auch unter den ursprünglichen Planzahlen. Mit einem Wachstum für diesen Bereich rechnet der Vorstand erst für die zweite Jahreshälfte. Zugleich zeigt sich auch der europäische Markt für leichte Nutzfahrzeuge nach dem Abarbeiten des Auftragsstaus nun schwächer, was geringere Abrufe erwarten lässt. Schließlich berichtet Delignit über eine schwierige Lage im Bereich der Kofferraumabdeckungen für PKW, deren Abrufe aufgrund von Werkschließungen derzeit sehr schwach sind. Vor diesem Hintergrund rechnet der Vorstand für das laufende Jahr, in dem bei planmäßigen Abrufen bereits Umsätze von rund 100 Mio. Euro erreichbar gewesen wären, mit einem Umsatzrückgang auf 75 bis 80 Mio. Euro. Auf dieser Basis soll eine EBITDA-Marge zwischen 6 und 7 Prozent erreicht werden, nach 8,2 Prozent im letzten Jahr. Um diese vergleichsweise moderate Ergebnisverschlechterung abzusichern, werden die Kapazitäten im variablen Bereich abgebaut, was insbesondere den Rückgriff auf Leiharbeit und Fremdarbeiten sowie den Überstundenabbau und eine angepasste Schichtenteilung impliziert. Demgegenüber sollen die strukturellen Kapazitäten nicht nur erhalten, sondern durch fortgeführte Sachanlageninvestitionen auch weiter an das zukünftig zu erwartende Wachstum angepasst werden (siehe unten). Gleichzeitig sollen die freien Kapazitäten genutzt werden, um das Segment Technological Applications wieder zu stärken, sowie, um die Intensität der Vertriebsaktivitäten zu erhöhen.

Neue Aufträge

Diesbezüglich konnte Delignit bereits erste Erfolge verzeichnen. Für das Segment Technological Applications berichtet das Unternehmen von einem größeren Neuabschluss mit einer starken Referenzwirkung und zeigt sich mit der aktuellen Dynamik, wenn auch noch auf einem niedrigen Niveau, zufrieden. Für das Kerngeschäft konnte zudem jüngst eine signifikante Erweiterung eines großen Serienlieferungsvertrages verkündet werden. Und zwar wird der Lieferumfang für ein „absatzstarkes Transportermodell“ um eine holzbasierte Seitenwand erweitert, woraus sich ein zusätzliches Umsatzpotenzial im mittleren siebenstelligen Bereich pro Jahr ergeben könnte.

Investitionspläne angepasst

In Reaktion auf die Marktentwicklung hat Delignit die bisherigen Investitionspläne angepasst und will statt der zuvor geplanten Großmaßnahme (insb. Bau einer neuen Werkshalle für die Sperrholzproduktion) nun vorsichtiger agieren und die Kapazitäten schrittweise erhöhen. Ein wichtiger Schwerpunkt liegt dabei auf einer weiteren Prozessautomatisierung. Insgesamt plant Delignit für dieses Jahr nun mit Investitionen im mittleren einstelligen Millionenbereich.

Schätzungen für 2024 deutlich reduziert

Sowohl die Zahlen für 2023 als auch die Prognose für 2024 sind unter unseren Erwartungen ausgefallen. Während sich die Abweichung für das letzte Jahr noch in einem überschaubaren Rahmen bewegt, sind unsere bisherigen Schätzungen für 2024 (Umsatz: 100,8 Mio. Euro und EBITDA von 9,7 Mio. Euro), die wir im August in Erwartung einer deutlich rascheren konjunkturellen Erholung formuliert hatten, inzwischen viel zu hoch. Wir haben sie deswegen deutlich reduziert und an der aktuellen Prognose des Delignit-Managements ausgerichtet. Konkret rechnen wir nun mit Erlösen in Höhe von 77,4 Mio. Euro sowie mit einem EBITDA von 5,0 Mio. Euro. Auf der EBIT-Ebene korrespondiert das mit der Erwartung eines Gewinns von 2,6 Mio. Euro, woraus nach Zinsen und Steuern ein Jahresüberschuss von 1,8 Mio. Euro resultieren dürfte.

Umsatzreihe abgesenkt

Die aktuelle Schwäche der Zulassungszahlen in Europa könnte eine Abwärtsverschiebung der gesamten Wachstumskurve bedeuten und sich so auch auf die Entwicklung der künftigen Abrufe bei Delignit dämpfend auswirken. Deswegen haben wir für die nächsten Jahre keine Rückkehr zum alten Umsatzpfad angenommen, sondern eine neue, tiefere Kurve modelliert. Diese sieht für 2025 zwar eine deutliche Erholung auf 96 Mio. Euro vor, doch damit würde Delignit trotz des Beitrags des jüngst akquirierten Erweiterungsauftrags noch unter der ursprünglich schon für dieses Jahr angestrebten Marke von 100 Mio. Euro bleiben (zum Vergleich: unsere alte Schätzung für 2025 lag bei 112 Mio. Euro). In den Folgejahren schließt sich die Lücke etwas, doch selbst zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums 2031 hinken die nun unterstellten Umsätze den bisherigen Schätzungen ca. ein Jahr hinterher. Konkret rechnen wir für das Jahr mit 168 Mio. Euro.

Zielmarge geringfügig tiefer

Die verzögerte Umsatzentwicklung schlägt sich über die – gegenüber dem bisherigen Ansatz – schwächere Nutzung von Größendegressionseffekten auch in den Margenschätzungen nieder. Wie bisher, rechnen wir für die kommenden Jahre mit einem schrittweisen Margenanstieg, doch setzt er nun etwas tiefer ein. Hatten wir bisher schon für 2026 mit einer zweistelligen EBITDA-Marge kalkuliert, wird diese Marke nun erst 2029 erreicht, die Ziel-Marge für 2031 liegt nun bei 10,6 Prozent (bisher: 10,8 Prozent in 2030). Im gleichen Umfang hat sich die EBIT-Marge reduziert, zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums kalkulieren wir nun mit 7,6 statt 7,8 Prozent. Den aus unseren Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die Tabelle oben auf der nächsten Seite zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen.

Rahmenparameter unverändert

Gleich gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Be-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	77,4	95,9	111,3	122,5	134,7	145,5	156,4	168,1
Umsatzwachstum		23,9%	16,0%	10,0%	10,0%	8,0%	7,5%	7,5%
EBIT-Marge	3,3%	5,3%	5,9%	6,1%	6,5%	6,8%	7,2%	7,6%
EBIT	2,6	5,1	6,6	7,5	8,7	9,9	11,3	12,8
Steuersatz	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,7	1,5	1,9	2,2	2,5	2,9	3,3	3,7
NOPAT	1,8	3,6	4,7	5,3	6,2	7,1	8,0	9,1
+ Abschreibungen & Amortisation	2,2	2,6	3,1	3,6	4,0	4,3	4,6	4,8
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	4,0	6,3	7,8	8,9	10,2	11,3	12,6	13,9
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
- Investitionen AV	-4,7	-5,6	-5,8	-5,8	-6,0	-6,0	-6,1	-6,2
Free Cashflow	-1,0	0,1	1,3	2,3	3,3	4,4	5,4	6,6

SMC Schätzmodell

tafaktors von 1,2 berechnet und belaufen sich auf 9,5 Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins liegt bei 5,0 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 30 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 29,0 Prozent ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,7 Prozent resultiert. Unverändert geblieben sind auch die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert.

Kursziel: 9,00 Euro

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 92,6 Mio. Euro bzw. 9,04 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 9,00 Euro ableiten (bisher: 10,00 Euro; eine Sensitivitätsanalyse der Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Reduktion des Kursziels ist der Reduktion der Schätzungen geschuldet, deren Wirkung aber durch den Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2024 deutlich gedämpft wurde. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) weiterhin drei Punkte.

Fazit

Nach dem sehr starken ersten Halbjahr fiel die zweite Hälfte 2023 insgesamt enttäuschend aus, was vor allem auf den – in diesem Ausmaß – unerwarteten Einbruch im Caravan-Geschäft zurückzuführen ist. Im Gesamtjahr überwogen aber die positiven Impulse, so dass Delignit den Umsatz und das Ergebnis auf neue Höchststände treiben konnte – wenn auch nicht so stark, wie prognostiziert und erwartet.

Konkret wurde der Umsatz um 14 Prozent auf 86,1 Mio. Euro gesteigert, das EBITDA erhöhte sich um 8 Prozent auf 7,1 Mio. Euro und das EBIT um 14 Prozent auf 4,7 Mio. Euro. Nach Zinsen und Steuern wurde ein Gewinnwachstum um 17 Prozent auf 3,2 Mio. Euro erzielt. Auf dieser Grundlage will Delignit die Dividende von 5 auf 8 Cent, und damit stärker als von uns erwartet, erhöhen.

Sehr positiv hat sich 2023 die Kapital- und Liquiditätssituation entwickelt. Dank dem Jahresüberschuss und der im Sommer durchgeführten Kapitalerhöhung hat sich die Eigenkapitalquote um weitere 12 Prozentpunkte auf 76 Prozent erhöht, aus der geringen Nettofinanzverschuldung ist, auch aufgrund des hohen Free-Cashflow-Überschusses, eine Nettoliquiditätsposition in Höhe von 12 Prozent der Bilanzsumme geworden.

Mit diesen Kennzahlen ist Delignit bestens aufgestellt, um die aktuelle Konjunkturkrise gut zu überstehen. Dass diese an dem Unternehmen nicht spurlos vorübergeht, verdeutlicht die Prognose für 2024, die einen Umsatzrückgang auf 75 bis 80 Mio. Euro bei einer auf 6 bis 7 Prozent reduzierten EBITDA-Rendite in Aussicht stellt.

Dies sollte nach unserer Auffassung aber nur eine Delle in der grundsätzlich aufwärtsgerichteten Ent-

wicklung bleiben. Das Unternehmen verfügt über eine starke Marktstellung, profitiert mit seinen Produkten von Megatrends wie dem Bemühen um CO₂-Neutralität und hat einen Auftragsbestand, der bei planmäßigen Abrufen schon dieses Jahr zu Umsätzen von 100 Mio. Euro hätte führen können und der bis in die 30er Jahre reicht. Auch gelingt es Delignit immer wieder, bestehende Kundenbeziehungen mit Innovationen stärker zu monetarisieren und den Umsatz pro Fahrzeug zu steigern. So konnte jüngst ein Erweiterungsauftrag für ein laufendes, großes Projekt vermeldet werden, aus dem im eingeschwungenen Zustand zusätzliche jährliche Erlöse im mittleren siebenstelligen Volumen generiert werden können.

Vor diesem Hintergrund halten wir an unserem Schätzszenario fest und gehen davon aus, dass Delignit ab 2025 wieder auf den Wachstumskurs mit steigenden Margen zurückkehren wird. Allerdings haben wir in Reaktion auf die Schwäche im zweiten Halbjahr 2023 und – voraussichtlich – im aktuellen Jahr unsere Schätzungen abgesenkt, woraus sich ein neues Kursziel von 9,00 Euro ergeben hat (bisher: 10,00 Euro). Da sich die Aktie seit unserem letzten Update deutlich verbilligt hat, ist das Aufwärtspotenzial, das wir damit sehen, auf mehr als 150 Prozent angewachsen. Angesichts der gefestigten Marktstellung, der krisenfesten Bilanzstruktur und des großen Auftragsbestandes bekräftigen wir deswegen unser Urteil „Buy“, zumal der Befund der deutlichen Unterbewertung auch durch andere Bewertungskennzahlen untermauert wird. So liegt die von uns geschätzte Relation vom Unternehmenswert zum EBITDA (EV/EBITDA) für 2024 trotz des angenommenen Ergebnisrückgangs bei lediglich 5,6.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Eine etablierte Marktstellung als direkter Automobilzulieferer.
- Seit der Fokussierung auf das aktuelle Geschäftsmodell im Jahr 2010 ist der Umsatz mit einer CAGR von 9,8 Prozent gewachsen und hat sich insgesamt mehr als vervierfacht.
- Delignit wirtschaftet seit 2011 durchgehend profitabel, erzielt eine solide Marge und signifikante Cash-Überschüsse.
- Sehr großer Auftragsbestand, der bis ins nächste Jahrzehnt hineinreicht, sorgt für eine hohe Visibilität der künftigen Erlöse.
- Eine kerngesunde Bilanz mit einer hohen Eigenkapitalquote und einer Netto-Cash-Position.
- Ein erfahrenes und seit vielen Jahren eingespieltes Führungsteam.

Chancen

- Mit dem US-Markt und dem Reisemobilbereich wurden vielversprechende Märkte neu erschlossen.
- Der jüngst akquirierte Erweiterungsauftrag bietet großes, zusätzliches Umsatzpotenzial.
- Mit zusätzlichen Ausstattungskomponenten kann der Umsatz pro Fahrzeug und die Zahl der Endkunden, die sich für die Delignit-Ausstattung entscheiden, weiter gesteigert werden. Einen wichtigen diesbezüglichen Fortschritt stellen die neuen 3D-Systemlösungen dar.
- Erfahrungsgemäß setzen sich Premium-Ausstattungen mit Verzögerung auch in niedrigeren Marktsegmenten durch, was Delignit auch für die Hersteller einfacherer LCVs interessant macht.
- Die Kombination aus nachhaltigen Produkten und Automotive-Standards macht Delignit zu einem attraktiven Partner auch für andere Branchen.

Schwächen

- Auch wenn mit dem Einstieg in die Ausstattung von Reisemobilen ein wichtiger Diversifikationsschritt gelungen ist, weist das Geschäft derzeit noch eine ausgeprägte Abhängigkeit von der Entwicklung des Marktes für leichte Nutzfahrzeuge auf.
- Die Umsatzstruktur ist von wenigen sehr großen Kunden und Aufträgen geprägt. Auch geographisch ist die Diversifikation in Bezug auf Märkte außerhalb von Europa noch wenig fortgeschritten.
- Das Geschäft ist kapitalintensiv und weist eine nur begrenzte Skalierbarkeit auf. Neue Großaufträge erfordern oft hohe Erweiterungsinvestitionen.
- Mehrjährige Anbahnungs- und Vorbereitungszyklen für neues Geschäft.
- Das kleine Segment Technological Applications ist stark projektgetrieben, im Trend der letzten Jahre war seine Umsatzentwicklung stark rückläufig.

Risiken

- Die schwache Konjunktur könnte die Abrufzahlen stärker und länger belasten als bisher angenommen. Das gilt auch für ein mögliches Zurückfallen von Delignit-Kunden im Wettbewerb.
- Das Caravan-Geschäft könnte nach dem Corona-Boom länger stagnieren.
- Die geopolitischen Risiken haben deutlich zugenommen.
- Weiter deutlich steigende Lohnforderungen in Deutschland könnten die Margen und / oder die Wettbewerbsfähigkeit gefährden.
- Sollte einer der großen Automobilkunden wegfallen, wäre das für Delignit kurz- und mittelfristig nur sehr schwer zu kompensieren.
- Andere Materialinnovationen könnten die Delignit-Lösungen zukünftig gefährden.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	17,7	20,2	23,2	25,9	28,1	30,2	31,9	33,5	34,9
1. Immat. VG	3,2	3,4	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9
2. Sachanlagen	13,7	16,1	19,0	21,6	23,8	25,8	27,5	29,0	30,3
II. UV Summe	30,8	31,2	32,3	34,0	36,7	39,1	40,8	42,3	44,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	36,9	38,1	40,9	44,6	48,7	52,2	54,6	56,6	58,9
II. Rückstellungen	2,3	2,6	3,0	3,3	3,7	4,1	4,5	4,9	5,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5
2. Kurzfristiges FK	5,4	6,6	7,4	7,8	8,2	8,7	9,2	9,8	10,5
BILANZSUMME	48,5	51,4	55,4	59,9	64,9	69,3	72,7	75,7	79,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	86,1	77,4	95,9	111,3	122,5	134,7	145,5	156,4	168,1
Rohertrag	33,4	30,0	37,5	43,8	48,6	53,8	58,6	63,4	68,7
EBITDA	7,1	5,0	8,0	9,9	11,3	12,9	14,5	16,1	17,9
EBIT	4,7	2,6	5,1	6,6	7,5	8,7	9,9	11,3	12,8
EBT	4,5	2,6	5,1	6,4	7,5	8,7	9,9	11,2	12,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	3,2	1,8	3,6	4,6	5,3	6,2	7,0	7,9	9,0
JÜ	3,2	1,8	3,6	4,6	5,3	6,2	7,0	7,9	9,0
EPS	0,32	0,18	0,35	0,45	0,52	0,60	0,68	0,78	0,88

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	6,8	4,0	6,0	7,3	8,4	9,5	10,6	11,8	13,0
CF aus Investition	-2,5	-4,7	-5,6	-5,8	-5,8	-6,0	-6,0	-6,1	-6,2
CF Finanzierung	3,7	-0,5	-1,1	-1,8	-2,0	-3,5	-5,5	-6,8	-7,6
Liquidität Jahresanfa.	2,4	10,4	9,2	8,4	8,1	8,6	8,6	7,7	6,5
Liquidität Jahresende	10,4	9,2	8,4	8,1	8,6	8,6	7,7	6,5	5,6

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	14,2%	-10,0%	23,9%	16,0%	10,0%	10,0%	8,0%	7,5%	7,5%
Rohermargemarge	38,8%	38,7%	39,0%	39,4%	39,7%	40,0%	40,3%	40,6%	40,9%
EBITDA-Marge	8,2%	6,5%	8,3%	8,9%	9,3%	9,6%	10,0%	10,3%	10,6%
EBIT-Marge	5,5%	3,3%	5,3%	5,9%	6,1%	6,5%	6,8%	7,2%	7,6%
EBT-Marge	5,3%	3,4%	5,3%	5,8%	6,1%	6,4%	6,8%	7,2%	7,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,8%	2,4%	3,8%	4,1%	4,3%	4,6%	4,8%	5,1%	5,4%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,7%	13,10	12,00	11,09	10,33	9,68
7,2%	11,59	10,71	9,98	9,35	8,81
7,7%	10,35	9,64	9,04	8,52	8,07
8,2%	9,32	8,73	8,23	7,80	7,42
8,7%	8,44	7,96	7,54	7,17	6,84

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4), 6), 10)

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

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 29.04.2024 um 11:45 Uhr fertiggestellt und am 29.04.2024 um 12:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
28.08.2023	Buy	10,00 Euro	1), 3), 4), 6), 10)
02.05.2023	Buy	10,70 Euro	1), 3), 4), 6), 10)
31.08.2022	Buy	9,80 Euro	1), 3), 6), 10)
01.07.2022	Buy	10,50 Euro	1), 3), 4), 6)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.