



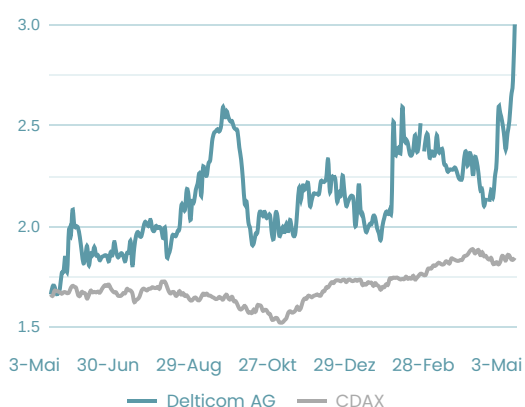
06. Mai 2024

# Der Reifen rollt (wieder)

Erfolgreiche Refokussierung bringt Delticom zurück auf die richtige Fahrbahn

<b>Empfehlung</b>	<b>Kaufen</b>
<b>Kursziel</b>	<b>5,50 EUR</b>
<b>Kurspotenzial</b>	<b>83%</b>
<b>Aktien­daten</b>	
Kurs (Schlusskurs Vortag in EUR)	3,00
Aktienzahl (in Mio.)	14,8
Marketkap. (in Mio. EUR)	44,4
Handelsvol. (Ø 3 Monate; in Tsd. Aktien)	21,8
Enterprise Value (in Mio. EUR)	37,6
Ticker	XTRA:DEX
<b>Guidance 2024</b>	
Umsatz (in Mio. EUR)	450 – 470
oper. EBITDA (in Mio. EUR)	19 – 21

Aktienkurs (EUR)



Quelle: Capital IQ

<b>Aktionärsstruktur</b>	
Streubesitz	52,3%
Prüfer GmbH	30,1%
Binder GmbH	14,7%
Weitere Gründer	2,9%

<b>Termine</b>	
Q1 Bericht	13. Mai 2024
HV	6. Juni 2024

<b>Prognoseanpassung</b>			
	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Umsatz (alt)</b>	<b>469,2</b>	<b>489,6</b>	<b>510,0</b>
Δ	-	-	-
<b>EBIT (alt)</b>	<b>8,6</b>	<b>11,2</b>	<b>13,0</b>
Δ	-	-	-
<b>EPS (alt)</b>	<b>0,29</b>	<b>0,40</b>	<b>0,51</b>
Δ	-	-	-

**Analyst**  
 Bastian Brach  
 +49 40 41111 37 66  
 b.brach@montega.de

**Publikation**  
 Initialstudie 6. Mai 2024

## Der Reifen rollt (wieder) - Erfolgreiche Refokussierung bringt Delticom zurück auf die richtige Fahrbahn

Delticom ist der **europäische Marktführer im Bereich Online-Ersatzreifenhandel**. Seit der Gründung im Jahr 1999 befand sich das Unternehmen auf dem Expansionspfad und hat ausgehend von der ersten Website reifendirekt.de stetig in neue Märkte und Produktkategorien expandiert, sodass B2C- und B2B-Kunden über mittlerweile 355 Online-Plattformen in 67 Ländern Reifen bestellen können.

Nach einer Refokussierung im Jahr 2019, die durch ein zuvor anspruchsvolles Wettbewerbsumfeld sowie einer Expansion in das branchenfremde Online-Lebensmittelgeschäft notwendig wurde, und dem Verkauf des US-Segments konzentriert sich Delticom mittlerweile vollständig auf sein Kerngeschäft in Europa. Der **europäische Ersatzreifenmarkt insgesamt sowie das Online-Subsegment lassen sich als reifer Markt mit einem moderaten Wachstum** klassifizieren. Haupttreiber für diese Entwicklung sind der stagnierende Fahrzeugbestand sowie ein zunehmender Anteil an schneller verschleißenden Ganzjahresreifen, sodass kombiniert mit positiven Preiseffekten das **Branchenwachstum von Inkwood Research auf einen Wert von durchschnittlich 4,1% p.a.** bis ins Jahr 2030 taxiert wird.

Der Konkurrenzdruck im Online-Ersatzreifenhandel hat sich in Folge einer Konsolidierung merklich verringert, was sich in weniger starken Preiskämpfen und Marketinginvestitionen widerspiegelt. Delticom überzeugt durch eine **sehr hohe Wettbewerbsqualität**, die sich in einem großen Sortiment zu attraktiven Preisen und einem effizienten pan-europäischen Logistiknetzwerk manifestiert. Aufgrund von Skaleneffekten im Einkauf und der Logistik sollte der Online-Händler auch langfristig komparative Kostenvorteile gegenüber kleineren Konkurrenten (auch im Offline-Bereich) haben.

Im Anschluss an den Umsatzrückgang im Jahr 2023, der vollständig auf die anteilig höheren Plattformumsätze zurückzuführen ist, erwarten wir für das laufende Jahr ein nahezu konstantes Erlösniveau am oberen Ende der Unternehmensprognose. Neben weiteren Umsatzmix-Effekten kommen hierbei Basiseffekte aufgrund des letztjährig starken Wintergeschäfts zum tragen. Anschließend prognostizieren wir ein Top Line-Wachstum auf 526,1 Mio. EUR in 2027 (CAGR 2024e - 2027e: 3,9%) bei einer EBIT-Marge i.H.v. 2,6%. Die Steigerung im Vergleich zu 2024 soll vorrangig durch eine schlankere Konzernstruktur sowie eine effizientere Logistik erreicht werden. Nach unserer Einschätzung sind die Ertragsaussichten auf dem aktuellen Kursniveau nicht angemessen berücksichtigt. Die **Aktie besitzt u.E. sowohl gemäß der DCF-Berechnung als auch im Peergroup-Vergleich ein signifikantes Upside-Potenzial** mit einem KGV von 10,3x für das laufende Jahr sowie einer von uns erwarteten Dividendenrendite i.H.v. 3,3% Jahr 2024.

**Fazit:** Delticom hat durch die erfolgreiche Refokussierung auf das Kerngeschäft den Reifen wieder ins Rollen gebracht. Zwar dürfte das Marktwachstum im Online-Ersatzreifengeschäft weiterhin moderat bleiben, dennoch sollte das Unternehmen seine Ertragsaussichten aus eigener Kraft signifikant verbessern können. Wir nehmen die Aktie mit dem Rating "Kaufen" und einem DCF-basierten Kursziel von 5,50 EUR in unsere Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	509,3	475,7	469,2	489,6	510,0
Veränderung yoy	-13,0%	-6,6%	-1,4%	4,3%	4,2%
EBITDA	15,0	20,6	18,2	21,7	24,3
EBIT	4,2	11,5	8,6	11,2	13,0
Jahresüberschuss	2,8	8,0	4,3	5,9	7,6
Rohertagsmarge	21,6%	24,4%	24,2%	24,4%	24,4%
EBITDA-Marge	2,9%	4,3%	3,9%	4,4%	4,8%
EBIT-Marge	0,8%	2,4%	1,8%	2,3%	2,6%
Net Debt	76,7	48,3	59,3	61,1	61,6
Net Debt/EBITDA	5,1	2,3	3,3	2,8	2,5
ROCE	4,0%	10,8%	8,3%	9,8%	10,9%
EPS	0,19	0,54	0,29	0,40	0,51
FCF je Aktie	-1,08	1,25	0,01	0,09	0,20
Dividende	0,00	0,00	0,10	0,15	0,20
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	3,3%	5,0%	6,7%
EV/Umsatz	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	2,5	1,8	2,1	1,7	1,5
EV/EBIT	8,9	3,3	4,4	3,4	2,9
KGV	15,8	5,6	10,3	7,5	5,9
KBV	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 3,00 EUR

## INHALTSVERZEICHNIS

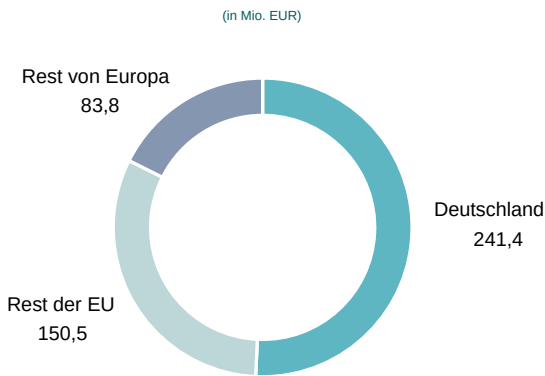
<b>Executive Summary</b>	<b>2</b>
<b>Investment Case</b>	<b>4</b>
Stabiler Markt mit geringer Online-Penetration	5
Langjährige Marktführerschaft ermöglicht Skaleneffekte in Einkauf, Logistik und Marketing	8
Nach finanzieller Durststrecke wieder auf dem Aufwärtspfad	12
Avisierte EBIT-Marge von 3% scheint langfristig erreichbar	14
Bilanz durch Saisonalität und Working Capital-Positionen geprägt	16
Perspektivisch hoher FCF-Yield ab 2026	17
Kurserholung nach starken FY23-Ergebnissen wahrscheinlich	18
Margenausweitung impliziert deutliche Unterbewertung	18
Fazit	18
<b>SWOT</b>	<b>19</b>
Stärken	19
Schwächen	19
Chancen	19
Risiken	19
<b>Bewertung</b>	<b>20</b>
Bewertung	20
DCF-Modell	20
Peergroup-Vergleich	22
DCF-Modell	21
<b>Unternehmenshintergrund</b>	<b>24</b>
Wichtige Ereignisse in der Unternehmensgeschichte	24
Organisationsstruktur und Segmentbetrachtung	25
Management	25
Aktionärsstruktur	26
<b>Financials</b>	<b>27</b>
DCF-Modell	27
Gewinn- und Verlustrechnung	28
Bilanz	29
Kapitalflussrechnung und Kennzahlen	30
<b>Disclaimer</b>	<b>31</b>

### Investment Case

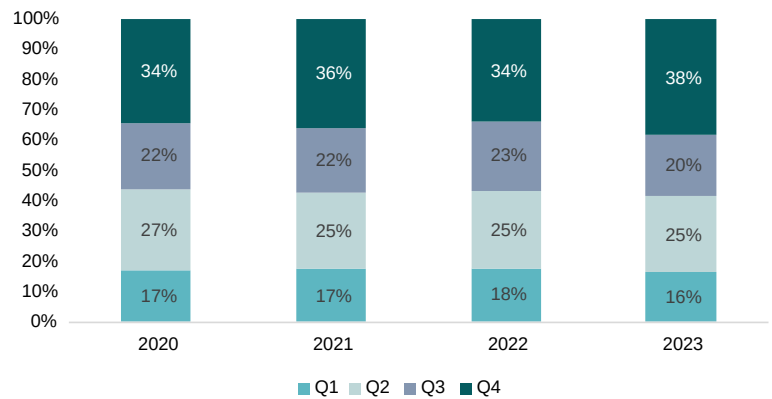
Die Delticom AG ist der führende Online-Anbieter für Ersatzreifen in Europa. Die zahlreichen Onlineshops zeichnen sich durch die branchenweit größte Auswahl, attraktive Preise und einen kundenfreundlichen Service (u.a. der höchsten Anzahl an Montagepartnern) aus. Seit der Gründung hat sich das Unternehmen eine starke Wettbewerbsposition erarbeitet und ist aktuell u.a. Marktführer in Deutschland – dem wichtigsten Einzelmarkt Europas – sowie Italien und den skandinavischen Ländern. Dies verschafft dem Reifenhändler Skaleneffekte in den Bereichen Marketing, Einkauf, Logistik und Service, die durch Investitionen bspw. in Lagerinfrastruktur gezielt ausgebaut werden. **Die Wettbewerbsintensität im Online-Segment hat sich in einem stabilen Marktumfeld mit niedrig einstelligem Wachstum aufgrund von zuletzt schwachen Margen und rückläufigen Investitionen deutlich verringert.** Nachholeffekte im Anschluss an die allgemeine Konsumzurückhaltung sowie der langfristig steigende Anteil von Ganzjahresreifen sollten die Wachstumsaussichten zukünftig wieder stärken.

Die Geschäftsaktivitäten von Delticom lassen sich in die drei Regionen Deutschland, EU ex Deutschland und Europa ex EU-Länder gliedern. Auf das zuletzt umsatzstärkste Segment Deutschland entfielen in 2023 mit 241,4 Mio. Euro rund die Hälfte der Erlöse, danach folgten die restlichen EU-Länder (150,5 Mio. EUR) und das restliche Europa (83,8 Mio. EUR). Der Reifenhandel ist aufgrund des Wechsels von Sommer- und Winterreifen stark durch saisonale und witterungsbedingte Effekte beeinflusst. Dies macht sich insbesondere im umsatzstarken Schlussquartal bemerkbar, welches üblicherweise für mehr als ein Drittel der jährlichen Erlöse steht.

Umsätze nach Regionen (2023)



Umsatzverteilung nach Quartalen



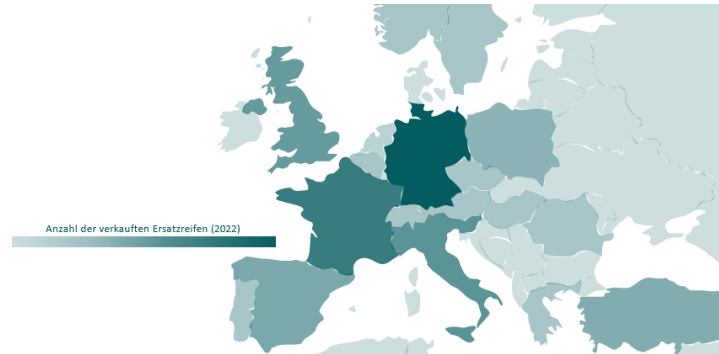
Quelle: Unternehmen

Zukünftig erwarten wir, dass Delticom in etwa auf Branchenniveau wachsen wird. Wir rechnen mit einem **mittelfristigen Umsatzanstieg auf 526,1 Mio. Euro im Jahr 2027 (CAGR 2024e–2027e: 3,9%)**. Hierzu beitragen soll die bereits starke Wettbewerbsqualität, die sich u.a. aufgrund der Marktführerschaft in Schlüsselmärkten sowie langjährigen Lieferantenbeziehungen ergibt und weiter ausgebaut werden soll. Gegenläufig dürfte sich der regionale Mix des Branchenwachstums auswirken, da Delticom im Wachstumsmarkt Osteuropa einen deutlich geringeren Marktanteil im Vergleich zum westeuropäischen Markt hat. Zusammen mit einer schlankeren Konzernstruktur sowie Effizienzmaßnahmen in den Logistikprozessen sollte Delticom im Jahr 2027 u.E. eine EBIT-Marge i.H.v. 2,6% sowie einen Free Cashflow im niedrigen bis mittleren einstelligen Mio.-EUR-Bereich erzielen. Dies entspricht einem **EV/EBIT-Multiple von 2,7x sowie einem FCF-Yield i.H.v. 8,2%** in 2027. Die Bilanzqualität hat sich nach einer finanziell schwachen Phase inkl. Restrukturierung im Jahr 2019 mit einer **Eigenkapitalquote von 24,9%** und einem positiven Nettocash-Bestand zum Jahresende 2023 deutlich verbessert. Dadurch wird Delticom voraussichtlich ab dem Geschäftsjahr 2024 wieder befähigt sein, eine **Dividende auszusütten**, was die Attraktivität der Aktie zusätzlich erhöhen dürfte.

### Stabiler Markt mit geringer Online-Penetration

Weltweit wurden im Jahr 2022 nach Angaben von Michelin rund 1,2 Mrd. Ersatzreifen verkauft. Der größte Markt ist Europa mit rund einem Drittel (383 Mio. Stück) gefolgt von Nordamerika (316 Mio. Stück), Asien ex China (148 Mio. Stück) und China (117 Mio. Stück). Innerhalb von Europa gehören neben Deutschland (46,2 Mio. Stück) auch Frankreich (31,1 Mio. Stück), Italien (20,8 Mio. Stück), Großbritannien (18,7 Mio. Stück) und Spanien (15,0 Mio. Stück) zu den TOP-5-Märkten für Ersatzreifen. Diese Länder stehen laut dem Branchenverband ETRMA für knapp 60% der europaweit verkauften Reifen im Jahr 2022. Die folgende Grafik zeigt dunkel hinterlegt alle europäischen Länder, in denen mehr als 3 Mio. Ersatzreifen verkauft wurden.

#### Verkaufte Ersatzreifen nach Ländern



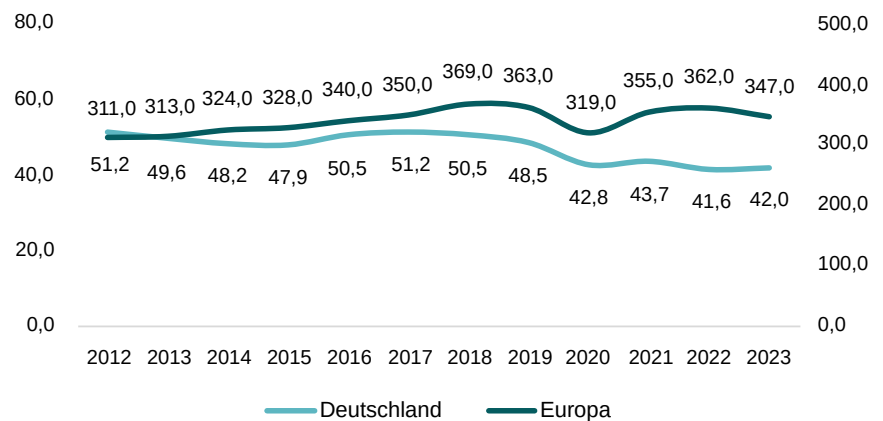
Quelle: ETRMA; \*ETRMA vertritt rund 70% aller europäischen Reifenhändler, Zahlen weichen daher von Michelin ab

Im Fokus der Marktanalyse stehen neben dem europäischen Markt, in dem der Onlinehändler Delticom seit dem Verkauf der US-Aktivitäten im Jahr 2022 größtenteils tätig ist, vor allem der deutsche Ersatzreifenmarkt. Der Anteil des Deutschlandumsatzes innerhalb des Konzerns beträgt rund 40%.

Der Absatz im europäischen Ersatzreifenmarkt war in den Jahren **2012 bis 2019 von einem moderaten Wachstum geprägt (CAGR: 2,2%)**. Nach einem zeitweisen Einbruch zu Beginn der Corona-Krise 2020 erfolgte im Folgejahr eine schnelle Erholung auf das Vor-Corona-Niveau, bis ab dem Jahr 2022 Faktoren wie die allgemeine Konsumschwäche und starke Preissteigerungen infolge der globalen Lieferkettenprobleme zu einem erneuten Absatzrückgang führten. In Deutschland verlief die Entwicklung merklich schwächer und stagnierte bereits vor der Corona-Krise. Nach einem deutlichen Einbruch im Jahr 2020 setzte im Gegensatz zum europäischen Gesamtmarkt jedoch keine signifikante Erholung ein, sodass das Niveau deutlich unter dem der 2010er Jahre verbleibt.

#### Europäischer Ersatzreifenmarkt

(in Mio. Stück)

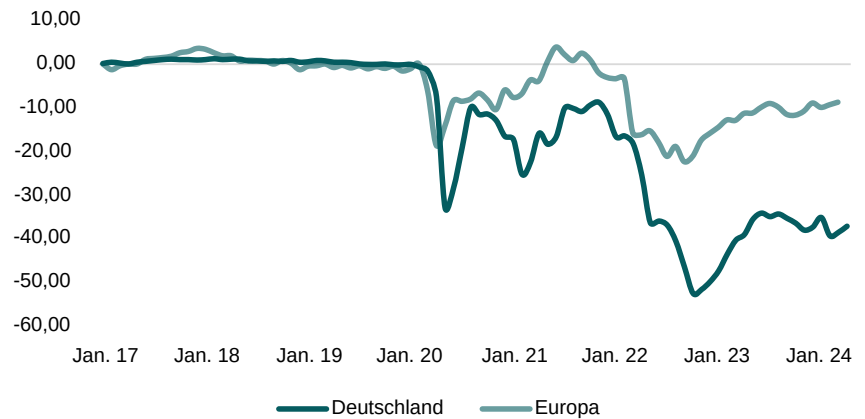


Quelle: BRV, Continental

Ein moderierender Faktor für die Absatzentwicklung im Reifenersatzgeschäft ist die Konsumlaune. Geopolitische Spannungen sowie hohe Inflation führten europaweit zu anhaltend negativen Reallohnentwicklungen, die sich wiederum auf das Konsumklima auswirkten und dazu führten, dass der Reifenkauf teilweise auf einen späteren Zeitpunkt verschoben oder der Kauf von günstigen Modellen (bspw. aus Asien) präferiert wurde. In Deutschland konnte ab dem Jahr 2020 im Vergleich zu Europa zum einen ein stärkerer Einbruch und zum anderen eine bedeutend langsamere Erholung von den Tiefstständen verzeichnet werden. So lag die Konsumlaune in Europa Anfang 2024 nur wenige Punkte von dem Vor-Corona-Niveau entfernt, die Werte für Deutschland lagen weiterhin signifikant unterhalb der Trendlinie. Auch die Erholung des Konsums in 2021 war in Europa ausgeprägter, was sich ebenfalls im Reifenabsatz widerspiegelte.

Entwicklung Konsumklima

(Index; 2017=0)

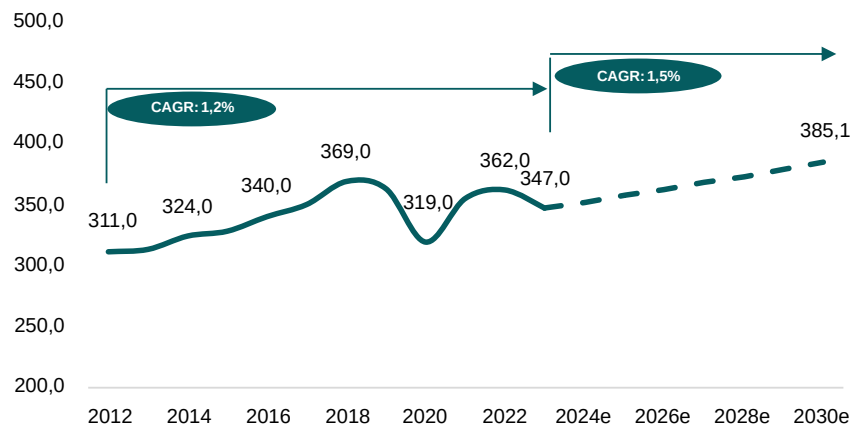


Quelle: GfK, Europäische Kommission

Nachdem der Absatz von Ersatzreifen zwischen den Jahren **2012 und 2023 innerhalb von Europa eine durchschnittliche Wachstumsrate von 1,2%** verzeichnet hat, soll der Markt bis zum **Jahr 2030 laut Inkwood Research insgesamt um rund 32% anwachsen (CAGR: 4,1%)**. Dabei dürften ca. 1,5% des jährlichen Anstiegs auf volumenbedingte Effekte und 2,6% auf Preiseffekte zurückzuführen sein. Dies würde eine leichte Steigerung der Absatzentwicklung gegenüber den historischen Daten implizieren. Regional betrachtet lassen sich signifikante Unterschiede zwischen Westeuropa und Osteuropa erkennen. Innerhalb des größtenteils gesättigten Marktes in Westeuropa sollte das Wachstum bei konstanten Volumina v.a. auf Preiseffekte zurückzuführen sein. Grund hierfür ist zum einen der stagnierende bis leicht rückläufige PKW-Bestand, zum anderen der Trend innerhalb der Reifenindustrie, den Anteil an nachhaltigeren und langlebigeren Reifen in Zukunft zu steigern. Im Gegensatz dazu dürfte das Wachstum der Ersatzreifenindustrie in Osteuropa sowohl volumenbedingt aufgrund des wachsenden Fahrzeugbestandes als auch preisbedingt deutlich höher ausfallen und damit für den Großteil des gesamteuropäischen Branchenwachstums verantwortlich sein.

Prognose Ersatzreifenmarkt Europa

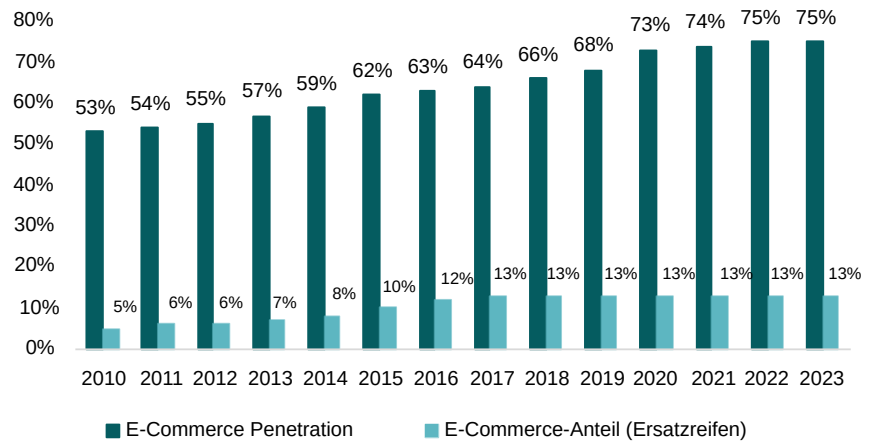
(in Mio. Stück)



Quelle: Continental, Inkwood Research

Als Subsegment des Ersatzreifenmarkts ist für Delticom vor allem der Online-Reifenhandel im B2C-Bereich relevant, da dies den größten Absatzkanal darstellt. Dieser konnte in den Jahren 2010 bis 2016 ein sehr dynamisches Wachstum verzeichnen und seinen **Anteil am gesamten Ersatzreifenumsatz in Europa von 5% auf 12% mehr als verdoppeln**. Diese Entwicklung wurde v.a. durch die zunehmenden E-Commerce-Penetration begünstigt. So hat sich der Anteil der Konsumenten, die innerhalb der letzten 12 Monate Online eingekauft haben, von 53% im Jahr 2010 auf rund drei Viertel im Jahr 2023 deutlich gesteigert, zudem hat sich die Kauffrequenz spürbar erhöht. Die hohen Marketingausgaben von Online-Reifenhändlern resultierten in einer gesteigerten Wahrnehmung des Online-Vertriebskanals. Seit 2017 hat sich zwar der E-Commerce-Anteil im gesamten Handel auf Kosten des stationären Handels stetig erhöht, konnte im **Segment Ersatzreifenhandel jedoch bis zum Jahr 2023 nicht über das sechs Jahre zuvor erreichte Niveau hinauskommen und verblieb bei rund 13%**. Diese Entwicklung korreliert mit einer Veränderung im Marketingansatz der großen Online-Reifenhändler, der vom ursprünglichen Brand-Marketing in Richtung Performance-Marketing gewandelt wurde. Somit wurde die Verdrängung des Wettbewerbs (bspw. durch das Überbieten der Konkurrenz bei Google Ads) der Steigerung der allgemeinen Markenbekanntheit über Kanäle wie TV und Radio vorgezogen. Als Folge reduzierte sich das Gesamtmarktwachstum deutlich und der Kampf um Marktanteile trat in den Vordergrund.

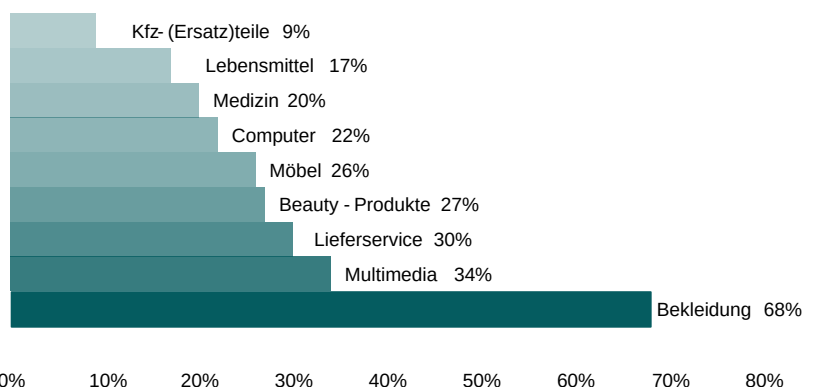
**E-Commerce Penetration**



Quelle: Eurostat, Delticom; E-Commerce-Penetration: Anteil der Internetnutzer, die in den vergangenen 12 Monaten online eingekauft haben

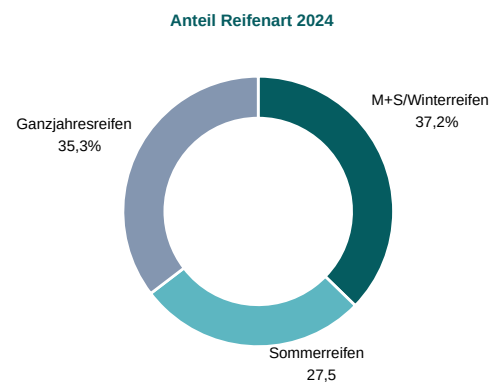
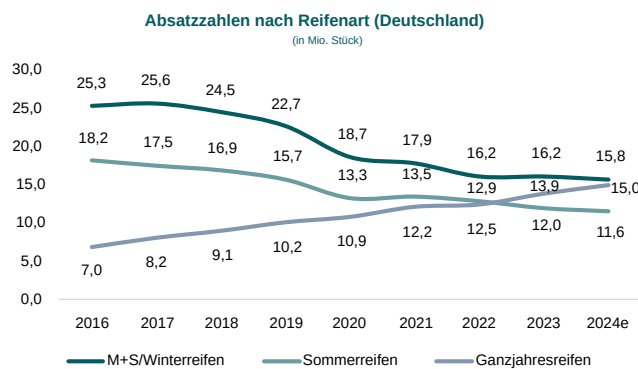
Auch im Vergleich zu anderen Verticals wie Bekleidung (68%), Beauty (27%) und Medizin (20%) bleibt die **E-Commerce-Penetration von Kfz-Teilen mit 9%** deutlich zurück. Dies könnte an der unterschiedlichen Beratungsintensität liegen, die bei einem Autoersatzteil signifikant höher ist als beim Kauf von Kleidung und Multimedia. Folglich erwirbt ein Großteil der Kfz-Besitzer seine Reifen weiterhin bei der lokalen Werkstatt, die auch Beratung und Service anbietet. Im Gegensatz dazu bleibt der Anteil der Konsumenten, die Autoreparaturen oder Ersatzreifenwechsel selber durchführen, gering. Wir rechnen daher auch in den kommenden Jahren nicht mit einem signifikanten Anstieg des E-Commerce-Anteils am Ersatzreifenmarkt und gehen davon aus, dass dieses Vertical langfristig eine Penetrationsrate unterhalb des gesamten Onlinehandels aufweisen wird.

**E-Commerce Penetration nach Verticals 2023**



Quelle: Eurostat; E-Commerce-Penetration: Anteil der Internetnutzer, die in den vergangenen 12 Monaten online eingekauft haben

Neben den Trends im Konsumentenverhalten wird der Ersatzreifenabsatz mittel- und langfristig auch durch Veränderungen innerhalb der Reifenindustrie beeinflusst. Der **zunehmende Anteil von Ganzjahresreifen** am Gesamtvolumen wirkt sich neben dem Kaufzeitpunkt auch auf die Häufigkeit des Reifenkaufs ab. Während die Hauptsaison für den Erwerb von Sommerreifen v.a. in das zweite Quartal und für Winterreifen vor allem in das vierte Quartal fällt, verteilt sich die Nachfrage bei Ganzjahresreifen über das gesamte Jahr mit etwas erhöhtem Absatz zum Jahresende. Da Allwetterreifen zudem Einbußen in der Performance sowohl im Sommer als auch im Winter gegenüber den spezialisierten Reifentypen aufweisen, ist die Haltbarkeit gegenüber der kombinierten Nutzung von Winter- und Sommerreifen verringert. Die höheren Anschaffungskosten der Allwetterreifen bei gleichzeitig geringerer maximaler Laufleistung wirkt sich insgesamt positiv auf die Umsätze des Ersatzreifenmarktes aus. Gleichzeitig werden Endkonsumenten nur gering zusätzlich belastet, da die Kosten für wegfallende Reifenwechsel und Einlagerung der Sommerreifen im Winter und vice versa die höheren laufenden Kosten teilweise kompensieren. Seit 2016 (Anteil: 13,9%) nimmt der Absatz an Ganzjahresreifen stetig zu und erreichte im vergangenen Jahr erstmals einen Gesamtanteil von über 30%. Auch zukünftig rechnet der Branchenverband BRV mit einer zunehmenden Bedeutung der Allwetterreifen.

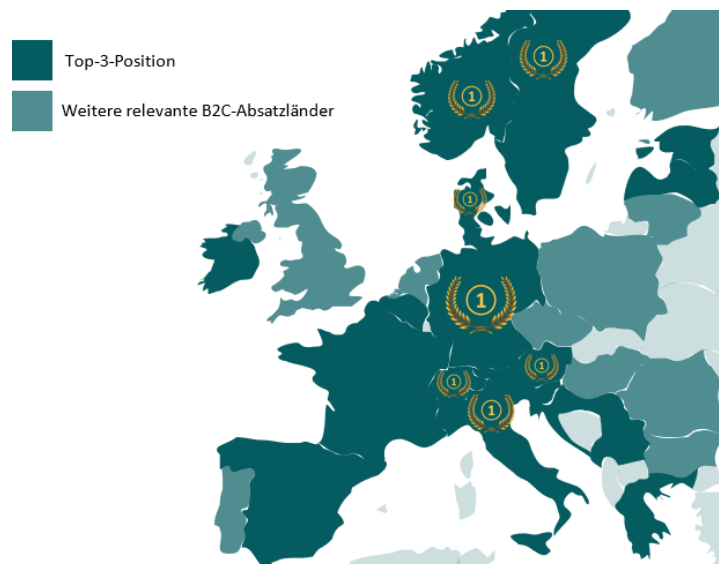


Quelle: BRV

### Langjährige Marktführerschaft ermöglicht Skaleneffekte in Einkauf, Logistik und Marketing

Der Ersatzreifenhandel lässt sich insgesamt als reifer Markt klassifizieren, der von einer Vielzahl an Offline- und Online-Unternehmen geprägt ist. Seit den Anfängen des Ersatzreifen-E-Commerce rund um die Jahrtausendwende hat sich das Wettbewerbsumfeld im Online-Bereich mehrfach gewandelt. Neben dem First Mover Delticom (erster Webshop: reifendirekt.de) traten in der Folgezeit – gestützt von einem zweistelligen Marktwachstum und hohen Margen – zahlreiche Wettbewerber auf. Dies kulminierte in einem starken Konkurrenzkampf mit hohen Marketingausgaben bei gleichzeitig geringem Branchenwachstum in den 2010er Jahren. Nach der anschließenden Konsolidierungswelle, die von Unternehmenszusammenschlüssen sowie -pleiten geprägt war, lässt sich der Online-Ersatzreifenhandel in Europa aktuell als Markt mit geringen Wachstumsraten, stabilen – wenngleich niedrigen – Margen und moderater Wettbewerbsintensität charakterisieren.

### Wettbewerbsposition von Delticom in Europa



Quelle: Unternehmen, Montega; Marktposition anhand der Unique Online Visitors L3M



Innerhalb des gesamten **europäischen Online-Ersatzreifenmarkts, der nach Angaben von Delticom ca. 13% des gut 10 Mrd. EUR großen Gesamtvolumens ausmacht, beträgt Delticoms Anteil rund 40%**. Neben der Marktführerschaft im mit Abstand wichtigsten Absatzland Deutschland sowie im weiteren DACH-Raum, Italien und den nordischen Ländern tritt das Unternehmen auch in einem großen Teil der restlichen europäischen Märkte als Top-3-Anbieter in der Gruppe der Pure-Play-Online-Anbieter auf.

Das Wettbewerbsumfeld von Delticom kann grob in vier Cluster segregiert werden:

## Online

### • Online-Spezialisten für Ersatzreifen

Diese Händler haben sich wie Delticom auf den Online-Verkauf von Ersatzreifen konzentriert. Unterschiede lassen sich hier vor allem in Auswahl, Preis und Dichte des Partnernetzwerks feststellen. Zudem gibt es neben reinen Reifenhändlern (bspw. Delticom, Blackcircles, Oponeo) im Online-Geschäft auch Generalisten, die neben Reifen noch weitere PKW-Ersatzteile anbieten sowie Werkstätten mit Online-Angebot (Norauto, ATU).

## Offline

### • Inhabergeführte Reifenfachhändler

Der größte Anteil des Reifenhandels findet weiterhin offline über den Fachhandel statt. Dieser Bereich umfasst laut dem Bundesverband Reifenhandel und Vulkaniseur-Handwerk e.V. (BRV) Handelskooperationen (EFR, point S; 1.458 Point of Sales (PoS) in DE), größere Reifenhändler (Reifen Günther, Pneuhage Partners; 1.153 PoS in DE) sowie freie Reifenhändler, die als Alleinunternehmer auftreten (194 PoS in DE). Die Auswahl ist bei klassischen Händlern meist kleiner als im Online-Handel, zudem wirken sich die fehlenden Skaleneffekte negativ auf den Angebotspreis aus.

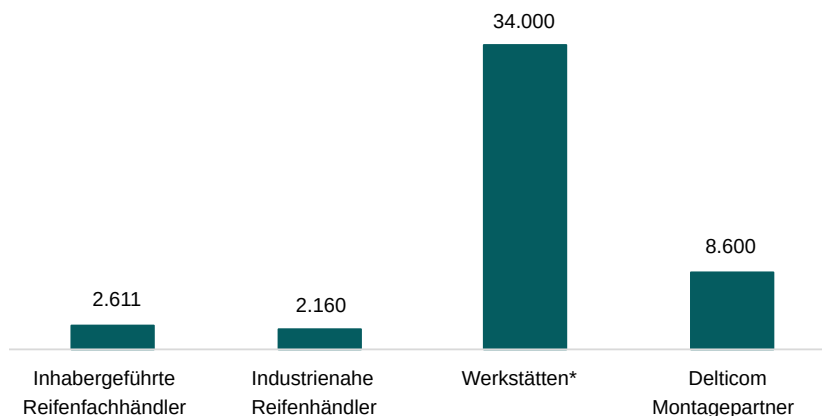
### • Industrienaher Reifenhändler

Als Absatzkanal der OEMs haben industrienaher Kooperationen (1.546 PoS in DE) sowie die Händlerketten der Industrie wie Vergölst (Continental) und Goodyear Retail Systems (Goodyear); 614 PoS in DE) eine besondere Position im Reifenhandel. Zwar profitieren diese von der direkten Zusammenarbeit mit den Herstellern, sind jedoch dafür in der Auswahl limitiert und v.a. auf die eigene Reifenmarke fokussiert. Außerdem lässt sich diese Gruppe durch eine hohe Preisdisziplin charakterisieren, da ein Unterbieten der Konkurrenz den eigenen Herstellern schaden würde.

### • Werkstätten

Diese Kategorie umfasst alle Werkstätten, die neben klassischen Reparaturen auch als Reifenhändler auftreten. In Deutschland gibt es rund 34.000 Marken- und freie Werkstätten. Diese haben den Vorteil des direkten Zugangs und der meist langfristigen Beziehung zum Kunden, die in den Kategorien Preis und Auswahl jedoch schwächer als der Wettbewerb abschneiden.

Point of Sales nach Absatzkanal (Deutschland)



Quelle: BRV, Unternehmen; \*Gesamtzahl an Werkstätten, nur ein Teil dieser ist auch als Reifenhändler tätig

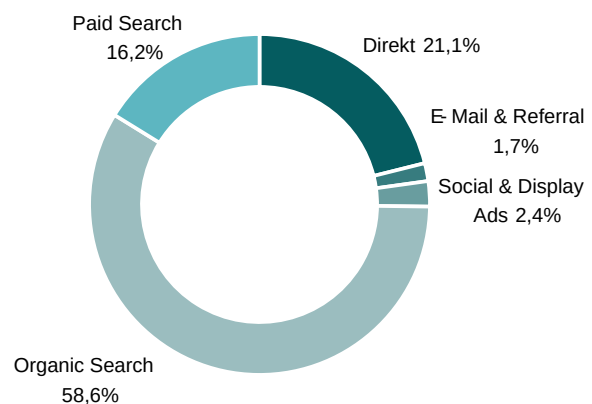
Die Online-Spezialisten werden in der Regel dann in Betracht gezogen, wenn der Verbraucher wenig Beratung bedarf und gleichzeitig eine große Auswahl sowie attraktive Preise erwartet. Überregionale Online-Händler wie Delticom haben aufgrund von Skaleneffekten in diesen Bereichen deutliche Vorteile gegenüber regionalen und lokalen Playern. Wenn der Kunde hingegen im Rahmen einer Reparatur oder Inspektion ohnehin bereits in der Werkstatt ist, wird dieser den Reifenwechsel und -neukauf oftmals ebenfalls von der Werkstatt abwickeln lassen. Zudem besteht durch den Gewohnheitseffekt und einer gewissen Stammkundentreue eine Hürde für Verbraucher, den lokalen Reifenhändler bzw. die bekannte Werkstatt für den Internetanbieter zu verlassen.

Im Online-Reifenhandel hat sich Delticom seit ihrer Gründung aufgrund der guten Wettbewerbsposition die Marktführerschaft in Europa erarbeitet. Diese beruht im Wesentlichen auf den nachfolgend erläuterten Faktoren:

- Größtes Markensortiment bei kompetitiven Endpreisen:** Delticom bietet mit mehr als 600 Marken und 40.000 Reifenmodellen das breiteste Sortiment am Markt an. Darunter sind sowohl alle Top-Reifenmarken wie Continental, Michelin und Pirelli als auch weniger bekannte Markenreifen und Delticom-Eigenmarken (Goodride, Star Performer). Zudem werden Komplettträder und Felgen angeboten. Durch die lange Historie und den First-Mover-Vorteil hat Delticom über die Jahre enge Lieferantenbeziehungen mit den Herstellern aufgebaut. Als Marktführer im Online-Segment genießt Delticom zudem u.E. eine im Vergleich zu kleineren Wettbewerbern bessere Verhandlungsposition gegenüber den OEMs und kann die Preisvorteile an die Kunden weiterreichen. Dies ist kleineren Wettbewerbern (online & offline) sowie den industrienahen Händlern in dieser Form nicht möglich.
- Pan-Europäisches Logistiknetzwerk:** Über die vier teilautomatisierten Lagerzentren, die sich in Norddeutschland, in Frankreich, der Slowakei und Rumänien befinden, liefert Delticom über ihre Logistikpartner (u.a. DPD, GLS) und Speditionen die Reifen an den Endkunden. Die regionale Verteilung in Verbindung mit den hohen Verkaufsvolumina ermöglicht über kürzere Lieferzeiten eine bessere Servicequalität für die Kunden. Dadurch können Rahmenverträge zu guten Konditionen mit Transportgesellschaften abgeschlossen werden. Laufende Investitionen in Automatisierung und Lagerhaltungs-Software ermöglichen die weitere Prozessoptimierung.
- Hohe Markenbekanntheit stärkt Bestands- und Neukundengeschäft:** Als bekannteste Online-Marke innerhalb der DACH-Region profitiert ReifenDirekt sowohl von einem hohen Bestandskundenstamm, der regelmäßig als Wiederholungskäufer auftritt, als auch von einem starken Neukundengeschäft. Mit einem Anteil von rund zwei Dritteln sind Neukunden innerhalb des Delticom-Konzerns besonders relevant für die Absatzentwicklung. Der hohe Website-Traffic und SEO-Optimierungen führen in der Google-Rangliste bei einschlägigen Suchbegriffen wie "reifen online kaufen" zum Spitzenplatz für ReifenDirekt sowie zu weiteren Top-Platzierungen für Delticom-Shops wie Tirendo und Giga-Reifen. Dies stärkt die Brand Awareness und erhöht den Marktanteil Delticoms bei der Zielgruppe. Der Anteil der organischen Websitenaufrufe liegt für den Hauptshop reifendirekt.de bei über 80%. Ehemalige Kunden können teilweise über gezieltes E-Mail- und Direktmarketing zurückgewonnen werden.

#### Traffic - Quellen reifendirekt.de

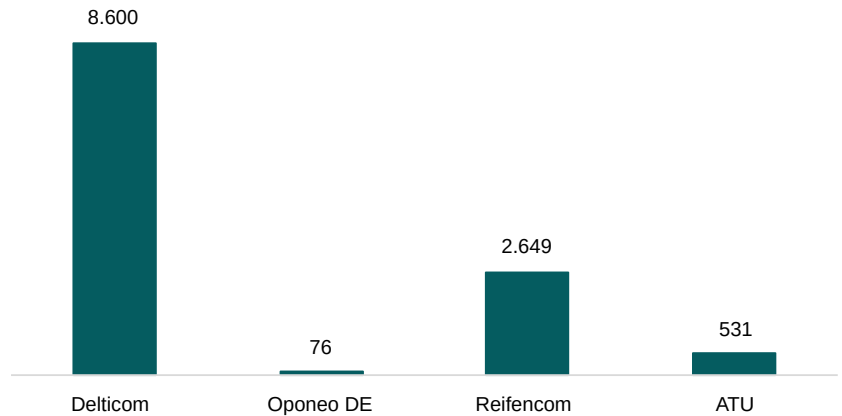
(Jan - Mar 24)



Quelle: SimilarWeb

- Ausgebautes Servicenetzwerk ermöglicht Kundennähe:** Neben der Reifenlieferung nach Hause bietet Delticom auch die Lieferung an geprüfte Werkstätten an. Mit über 30.000 Montagepartnern europaweit (davon 8.600 in Deutschland) können Kunden auf eines der weitreichendsten Service-Netzwerke aller Reifenhändler zurückgreifen und somit die eigene Wegstrecke und den Zeitaufwand gering halten. Dies wird insbesondere durch den Vergleich mit der Konkurrenz sichtbar. Die Auswahl an Montagepartnern ist bei den Konkurrenten Oponeo DE (76), Reifen.com (2649) und ATU (531) innerhalb von Deutschland bedeutend geringer, sodass diese entweder eine längere Anfahrt in Kauf nehmen oder die Reifen gleich selbst montieren müssen.

Anzahl Montagepartner (Deutschland)

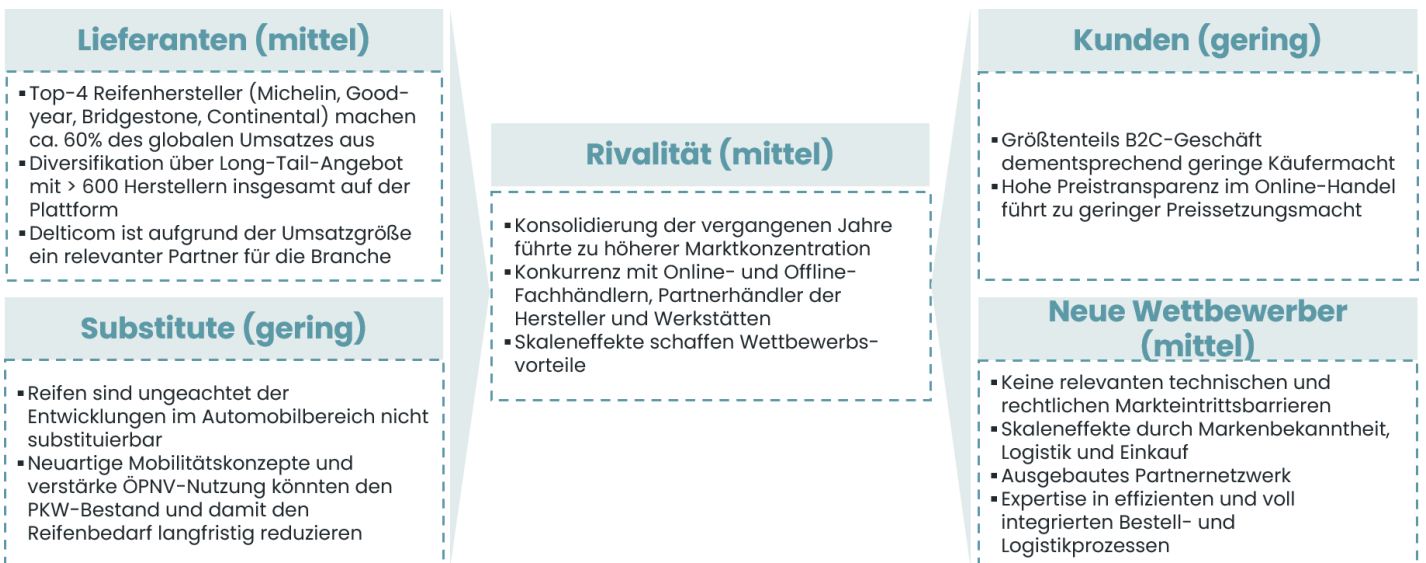


Quelle: Unternehmen, Oponeo, ATU, Reifen.com

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass **Delticom in einem reifen Markt mit geringem Wachstum und zuletzt nachlassendem Wettbewerbsdruck** agiert. Im niedrigmargigen Reifenhandel kann das Unternehmen aufgrund seiner Größe erhebliche Skaleneffekte realisieren. Dies betrifft v.a. die Geschäftsbereiche Einkauf (attraktive Preiskonditionen), Logistik (Vorteile bei Lieferzeit und Effizienz) und Marketing (hohe Brand Awareness und organischer Traffic) und hebt den größten Online-Reifenhändler signifikant von kleineren Wettbewerbern ab.

Die nachfolgende Abbildung in Anlehnung an die Five Forces von Porter fasst die Wettbewerbsposition von Delticom grafisch zusammen:

**Wettbewerbsposition von Delticom**



Quelle: Montega

## Nach finanzieller Durststrecke wieder auf dem Aufwärtspfad

Die Unternehmenshistorie von Delticom kann grob in drei Phasen eingeteilt werden:

- Expansionsphase: Gründung – 2011
- Wettbewerbsphase: 2012 – 2018
- Restrukturierungsphase: 2019 – 2022

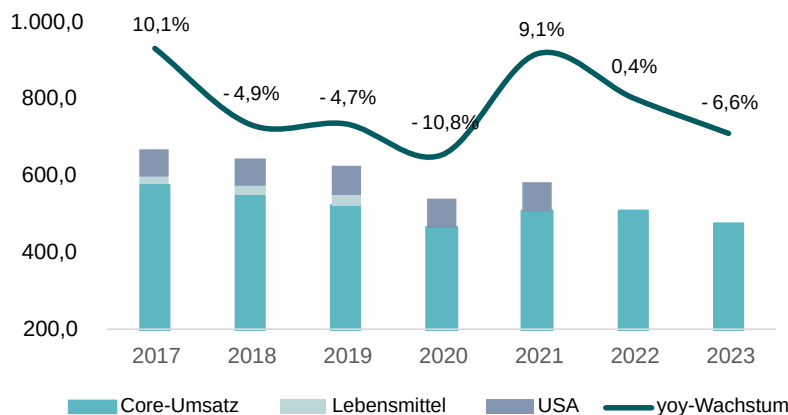
In den Anfangsjahren des E-Commerce konnte Delticom als First Mover und größter Ersatzreifen-Onlinehändler durchgängig mit (teilweise hohen) **zweistelligen Wachstumsraten und attraktiven Kapitalrenditen** überzeugen. So stiegen die Erlöse im Zeitraum 2004 bis 2011 mit durchschnittlich knapp 30% p.a. an. Dank des damals hohen operativen Hebels und der geringen Kapitalbindung konnten zeitweise Renditen auf das eingesetzte Kapital (ROCE) i.H.v. über 60% erzielt werden. Zudem profitierte Delticom von der im Jahr 2010 eingeführten Winterreifenpflicht, die eine Angebotsknappheit hervorrief und somit Umsatz- und Ergebniskennziffern positiv beeinflusste.

In den Jahren 2012 bis 2019 durchlief das Unternehmen eine operativ schwache Phase, die sowohl durch **externe Faktoren als auch u.E. eigene Kapitalfehlallokation** begründet war. So erhöhte sich die Wettbewerbsintensität deutlich und neben neuen Online-Konkurrenten stiegen auch etablierte Reifenhändler in das Online-Geschäft ein. Um die Marktanteile zu verteidigen übernahm Delticom im Jahr 2013 Tirendo, einen stark wachsenden, aber hochdefizitären Online-Reifenshop. Im Jahr 2016 folgten die branchenfremden Übernahmen der Gourmondo Food GmbH sowie der ES Food GmbH, die im Bereich Online-Lebensmittelhandel aktiv waren. Die Übernahmen brachten jedoch nicht die erhofften Erfolge, sondern mündeten nach mehreren ergebnisschwachen Jahren in der **Restrukturierung im Jahr 2019**. Diese umfasste die Schließung der unprofitablen Lebensmittelgeschäfte sowie den Verkauf des US-Reifenhandels zu Beginn des Jahres 2022. Das US-Geschäft war im Jahr 2021 für 77,9 Mio. EUR Umsatzvolumen verantwortlich, sodass der Umsatzrückgang im Jahr 2022 vollständig durch die Veräußerung erklärbar ist.

Seit dem Jahr **2022 konzentriert sich Delticom vollständig auf sein Kerngeschäft**, dem Reifenhandel in Europa. In einem für die Reifenindustrie insgesamt schwachen Jahr 2023 erzielte Delticom einen Umsatz i.H.v. 475,7 Mio. EUR. Dies entspricht zwar einem Rückgang von 6,6% gegenüber dem Vorjahr, der jedoch vollständig auf die Umklassifizierung von Erlösen im Zusammenhang mit dem Plattformgeschäft zurückzuführen ist, was auch am ggü. dem Vorjahr gestiegenen Bruttowarenwert (+0,7% yoy) erkennbar ist.

### Historische Umsatzentwicklung Delticom

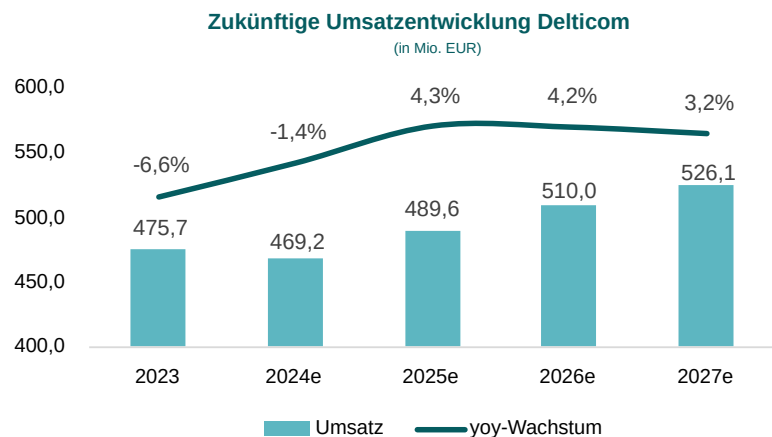
(in Mio. EUR)



Quelle: Unternehmen, Montega

Für 2024 erwartet der **Vorstand einen leichten Umsatzrückgang in der Bandbreite -5,5% bis -1,3% yoy, was absolut gesehen einem Betrag von 450-470 Mio. EUR** entspricht. Neben konservativen Annahmen für die Marktentwicklung geht das Management insbesondere nicht von einer Wiederholung des starken Wintergeschäfts in Q4/2024 aus. Zudem könnte eine weitere Verschiebung des Umsatzmixes in Richtung des Plattformgeschäfts negativ auf die Top Line wirken. Wir positionieren uns für das aktuelle Jahr am oberen Ende der Unternehmensschätzung und rechnen mit einem minimalen Umsatzrückgang. Im Wesentlichen basieren unsere Prognosen für 2024 und die Folgejahre auf den folgenden Annahmen:

- **Stabiler Ersatzreifenmarkt:** Der europäische Ersatzreifen-Absatz wird im Jahr 2024 nach Prognosen von Continental (+0-3% yoy) sowie dem BRV (+1% yoy) eine stabile bis leicht steigende Entwicklung aufweisen. Wir gehen in den Folgejahren nicht von einer merklichen Belebung aus und prognostizieren über den Detailplanungszeitraum (2023 - 2027e) eine Absatzsteigerung zwischen 1-2% p.a. Diese Prognose könnte sich als konservativ herausstellen, falls in Folge der schwachen Nachfrage in den vergangenen Jahren ein Nachholereffekt (u.a. aufgrund einer Erholung des Konsumklimas von den historischen Tiefständen) entsteht, sodass verschobene Reifenwechsel aus Sicherheitsgründen nachgeholt werden müssen. Der steigende Anteil an Ganzjahresreifen am Gesamtumsatz sollte sich u.E. positiv auf den durchschnittlichen Verkaufspreis auswirken und zudem aufgrund der geringeren Laufleistung die Kauffrequenz erhöhen. Als Resultat von Mengen- und Preiseffekten erwarten wir ein **Umsatzwachstum des europäischen Ersatzreifenmarktes von 2-4% in den kommenden Jahren.**
- **Stabile Online-Penetration:** Dem deutlichen Wachstum der E-Commerce-Penetration im Segment Ersatzreifen zur Jahrtausendwende folgte eine Stagnation bei rund 13% des Gesamtvolumens in den vergangenen Jahren. Wir positionieren uns dementsprechend konservativ und gehen auch zukünftig von einem konstanten Online-Anteil aus.
- **Leichte Marktanteilsgewinne gegenüber Online-Konkurrenz:** Die starke Wettbewerbsqualität Delticoms ggü. kleineren Konkurrenten in den Bereichen Einkauf, Logistik und Marketing bietet Kunden ein attraktiveres Angebot, was sich u.E. in einer leicht positiven Entwicklung der Marktanteile widerspiegeln sollte. Ausgehend von einem bereits sehr hohen Marktanteil innerhalb Europas von über 40% im Online-Ersatzreifenmarkt modellieren wir einen Zuwachs von 5-10 Basispunkten jährlich.



Quelle: Montega

Zusammenfassend erwarten wir für das Jahr 2024 aufgrund einer leicht positiven GMV-Entwicklung sowie einem erhöhten Plattformanteil ein im Vergleich zum Vorjahr leicht sinkenden Umsatz. Beginnend mit dem Jahr 2025 antizipieren wir eine Belebung mit **Wachstumsraten zwischen 3,2% und 4,3% p.a.** Diese könnten sich als zu optimistisch erweisen, falls der Anteil des Plattformgeschäfts weiter ansteigt und als zu konservativ, falls dieser rückläufig ist. Da aktuell noch kein Trend absehbar ist, basieren unsere Erwartungen auf einem konstanten Anteil am Gesamterlös. Eine Betrachtung der GMV-Entwicklung erscheint uns in diesem Zusammenhang sinnvoller.

## Avisierte EBIT-Marge von 3% scheint langfristig erreichbar

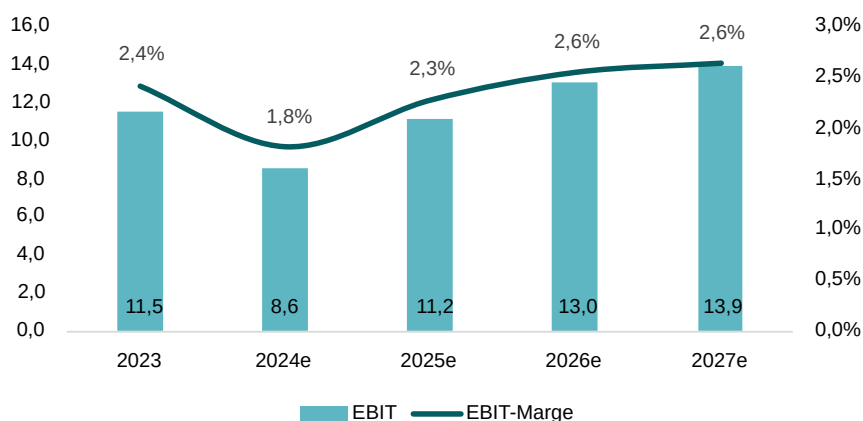
In den Geschäftsjahren seit der Gründung von Delticom konnte das Unternehmen während der ersten Expansionsphase (bis 2011) die **EBIT-Marge bis auf rund 11% in den Jahren 2010 und 2011 stetig steigern**. Grund hierfür waren neben Skaleneffekten auch die geringe Wettbewerbsintensität und die vorteilhaften Lieferantenkonditionen.

Die Kapitalfehlallokationen sowie höherer Konkurrenzdruck während der Konsolidierungsphase resultierten in einem **deutlichen Margenrückgang auf bis zu -6,7% (um Sonderabschreibungen bereinigte EBIT-Marge: -3,2%) im Restrukturierungsjahr 2019**. In der Folgezeit stabilisierte sich diese auf einem Niveau von rund 1%, ehe im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 eine signifikante Steigerung auf 2,4% erreicht wurde. Dazu trugen vor allem eine Mitarbeiterreduktion im Marketingbereich sowie Automatisierungsmaßnahmen in der Lagerlogistik bei, die zu einer deutlichen Kostenreduktion i.H.v. 1,2 Mio. EUR führten.

Für 2024 **avisiert der Konzern ein operatives EBITDA in einer Spanne von 19 und 21 Mio. EUR** und damit leicht unterhalb der in 2023 erreichten 21,8 Mio. EUR. Wir gehen für 2024, bedingt durch die hohe Vergleichsbasis aufgrund der starken Winterreifensaison sowie einem geplanten Lagerumzug mit entsprechenden Zusatzkosten von einer **leicht rückläufigen Entwicklung der EBIT-Marge von 2,4% auf 1,8% aus**. Ab 2025 rechnen wir mit einer stetigen Verbesserung der Bottom Line, bis **im Jahr 2029 das mittelfristige Vorstandsziel einer "operativen EBIT-Marge in Höhe von 3%" erreicht werden sollte**. Um diese Prognose zu erreichen, wird u.E. vor allem ein starker Fokus auf der Kostenseite inkl. weiteren Effizienzmaßnahmen nötig sein, der dementsprechend positiv auf die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wirken dürfte.

### EBIT-Entwicklung (2023 - 2027e)

(in Mio. EUR bzw. % vom Umsatz)



Quelle: Unternehmen, Montega

Die Vergleichbarkeit der Margen und Kostenquoten mit der Vergangenheit ist nur eingeschränkt möglich, da zum einen die Restrukturierung inkl. Aufgabe der Lebensmittelparte (ca. 30 Mio. EUR Umsatz in 2018) und dem Verkauf des US-Business (ca. 78 Mio. EUR Umsatz in 2021) die Konzernstruktur deutlich veränderten, zum anderen die **Einführung des Plattformgeschäfts seit dem Jahr 2023 unter ceteris paribus-Bedingungen zu einer geringeren Umsatzbasis** führt. Dies hat zur Folge, dass die Aufwands- und Ertragsrelationen im Verhältnis zum Umsatz im Jahr 2023 sprunghaft um rund 6-7% anstiegen. Die Steigerung der EBIT-Marge auf 2,4% im Jahr 2023 ist somit zu rund 15 BP auf die Veränderung der Umsatzrealisation zurückzuführen. Dieser Effekt wird auch in den Folgejahren in Abhängigkeit des Plattformanteils auftreten. Für eine bessere Vergleichbarkeit kann die Entwicklung der Kostenquoten im Verhältnis zum GMV herangezogen werden, der seit H1/23 ausgewiesen wird.

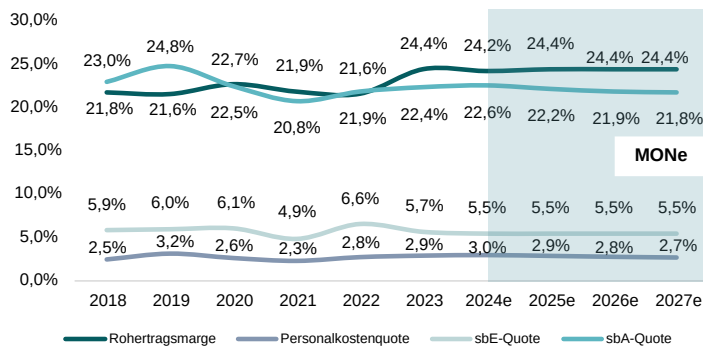
Unsere Annahmen bzgl. der Entwicklung der relevanten GuV-Bestandteile sind nachfolgend aufgeführt:

- **Branchentypische Bruttomarge:** Wie für reine Handelsgeschäfte mit geringer Wertschöpfungstiefe üblich operiert Delticom mit einer **Rohertragsmarge, die für gewöhnlich zwischen 20% und 23%** liegt. Insbesondere im Online-Bereich führt die hohe Transparenz und die geringe Markentreue gegenüber Reifenhändlern zu einem Umfeld, in dem der Preis das wichtigste Kaufargument für den Kunden darstellt. Gleichzeitig zeigt die Entwicklung der Bruttomarge in den vergangenen Jahren, dass Delticom die im Zeitraum 2021-2023 deutlich gestiegenen Einkaufspreise vollständig an ihre Kunden weitergeben kann.

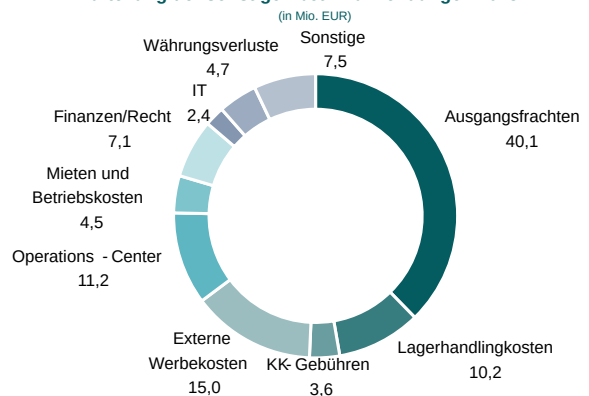
Als Folge des im Jahr 2023 eingeführten Plattformgeschäfts veränderte sich die Erlösstruktur dahingehend, dass ein Teil der Verkäufe als Provisionserlöse (nur teilweise Umsatzrealisierung) gebucht werden. Dies führte zu einem sprunghaften Anstieg der Rohertragsmarge auf 24,4% (like for like Bruttomarge 2023: 22,7%). Die positive Entwicklung im Vorjahresvergleich war u.a. auf das umsatzstarke Wintergeschäft sowie einem höheren Verkaufsanteil an margenstarken Reifen aus Asien zurückzuführen. In 2024 gehen wir auf Basis eines leicht ansteigenden Plattform-Anteils sowie einem weniger starken Wintergeschäft von einer leicht rückläufigen Margenentwicklung aus, die sich ab dem Jahr **2026 auf einem Niveau von 24,4% stabilisieren** sollte.

- Personalabbau nach Konzernumbau:** Nach der Veräußerung von non-core Assets in den Jahren 2019 (Lebensmittelhandel) und 2022 (US-Reifenhandel) passte Delticom die Personalstruktur fortlaufend an und konnte die Mitarbeiterzahl erfolgreich von 242 (2019) bis auf 169 zum Jahresende 2023 reduzieren. Dies führte trotz inflationsbedingten Gehaltsanpassungen zu einem **Rückgang der Personalkostenquote in den vergangenen vier Jahren von 3,2% auf 2,9%**. Für die Folgejahre rechnen wir mit einer weiter leicht rückläufigen Mitarbeiteranzahl und im Vergleich zum Umsatz unterproportional steigenden Personalkosten.
- sonstige betriebliche Erträge:** Neben Währungsgewinnen (siehe sbA für korrespondierenden Posten) sind in den sbE vor allem Mieteinnahmen aus der Untervermietung von Lagerhallen, Marketingzuschüsse von Partnern und Kompensationen aus Transportverlusten enthalten. Zudem sind hier Erlöse aus Logistikprojekten enthalten, die im Zeitraum 2019 bis 2023 (insgesamt: 36,4 Mio. EUR; 2023: 4,1 Mio. EUR) angefallen sind. Diese werden sich ab dem laufenden Geschäftsjahr nicht wiederholen, weshalb wir **insgesamt mit einem Rückgang kalkulieren**.
- sonstige betriebliche Aufwendungen:** Größter Kostenblock in den sbA sind die Logistikkosten. Diese bestehen aus Ausgangsfracht (2023: 40,1 Mio. EUR) und Lagerhandling (2023 10,2 Mio. EUR), die sich im Zuge der Restrukturierung seit dem Peak im Jahr 2019 (kombiniert: 73,2 Mio. EUR) deutlich reduziert haben. Im Jahr **2024 rechnen wir aufgrund eines Lagerwechsels mit entsprechenden Zusatzkosten i.H.v. rund 2 Mio. EUR**. Diese sollten im Folgejahr entfallen. Ab dem Jahr **2025 erwarten wir aufgrund einer verbesserten Lagerlogistik und optimierten Frachtkosten** eine schrittweise Reduktion der Logistikkostenquote. Marketingkosten bilden den zweitgrößten Bestandteil und sollten sich in 2024 u.E. bei rund 3,0% vom Umsatz stabilisieren und anschließend relativ gesehen minimal sinken. Insgesamt sollte die sbA-Quote nach einem umzugsbedingten Anstieg im aktuellen Jahr schrittweise verbessern und bis zum Jahr 2027 auf 21,8% zurückgehen.

Historische und zukünftige Entwicklung relevanter GuV - Positionen



Aufteilung der sonstigen betr. Aufwendungen 2023



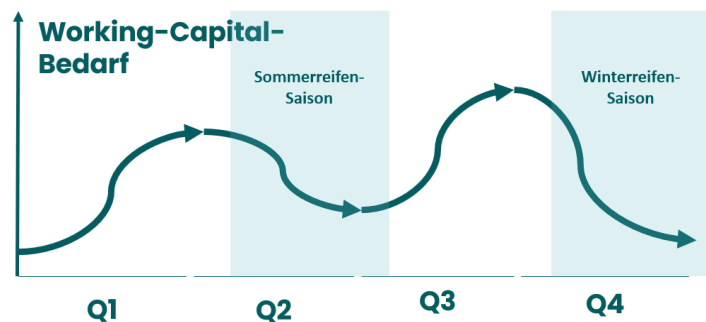
Quelle: Unternehmen

In den kommenden Jahren prognostizieren wir einen Anstieg der Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte. Nachdem die **Sachinvestitionen** in den Jahren 2020 bis 2022 aufgrund der angespannten Finanzlage deutlich reduziert wurden auf maximal 2,6 Mio. EUR, ist seit dem Jahr 2023 wieder eine Normalisierung auf 4,8 Mio. EUR erkennbar. **Das zukünftige Niveau sollte knapp 4,0 Mio. EUR betragen, die v.a. in die Verbesserung der Lagerlogistik investiert werden.** Die steigenden Leasingraten sollten sich analog in den Abschreibungen auf Nutzungsrechte bemerkbar machen. Sondereffekte in den Zinserträgen der Jahre 2022 (Rückführung Mietsicherheit) und 2023 (Aufzinsung Logistikprojekt) berücksichtigen wir aufgrund ihres Einmalcharakters in Zukunft nicht mehr. Dadurch sollten die **Zinserträge zukünftig rund 1,0 Mio. EUR geringer ausfallen**. In Summe erwarten wir für 2024 aufgrund des Lagerumzugs sowie dem Wegfall von positiven Sondereffekten einen Rückgang der EPS von 0,54 EUR auf 0,29 EUR. In den drei Folgejahren erwarten wir eine **dynamische Entwicklung der Erträge, die sich u.E. in etwa auf 0,55 EUR im Jahr 2027 verdoppeln**.

## Bilanz durch Saisonalität und Working Capital-Positionen geprägt

Delticom fungiert in seiner Rolle als Ersatzreifenhändler als Zwischenlager innerhalb der Wertschöpfungskette. **Bedingt durch die hohe Saisonalität sind Lagerbestände und Kreditlinien starken Schwankungen ausgesetzt.** Nach dem Ende der Winterreifensaison wird typischerweise rund um den Jahreswechsel mit dem Vorratsaufbau von Sommerreifen bei gleichzeitig geringen Umsätzen begonnen. Dies führt zu einem Working Capital-Aufbau, den Delticom mithilfe von flexiblen Kreditlinien finanziert. Während der erlösstarken Sommerreifensaison (Q2 bis Anfang Q3) verringert sich der Bedarf an Fremdkapital zunächst, bevor der Ankauf von Winterreifen ab Q3 beginnt. Nach Ende des umsatzseitig besonders starken Schlussquartals sind sowohl Vorräte als auch Kreditlinien meist auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. So hat **Delticom zum Bilanzstichtag 31.12.2023 keinerlei Finanzverschuldung** ausgewiesen. Dies sollte jedoch aus genannten Gründen nicht stellvertretend für den gesamten Jahresverlauf stehen.

Kapitalzyklus im Ersatzreifen-Handel



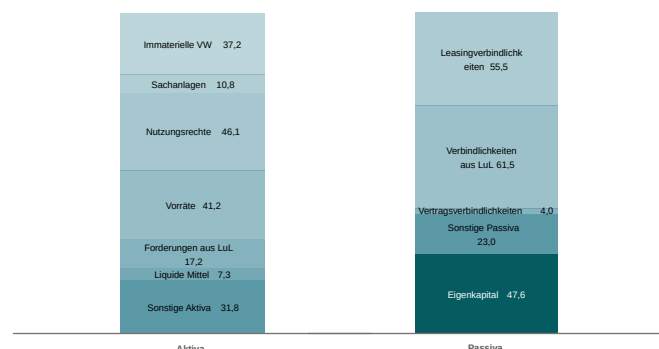
Quelle: eigene Darstellung

Die Bilanzstruktur Delticoms entspricht in weiten Teilen der eines typischen Handelsunternehmens. So entfielen 2023 56,9 Mio. EUR auf Sachanlagen (29,7% der Bilanzsumme), was die größte Position auf der Aktivseite darstellt und vor allem Nutzungsrechte aus Leasingvereinbarungen (47,1 Mio. EUR) sowie Maschinen und Geschäftsausstattung (10,8 Mio. EUR) enthält. Die immateriellen Vermögensgegenstände (37,3 Mio. EUR) betreffen zum weit überwiegenden Teil den Goodwill aus der Tirendo-Übernahme. Vorräte (41,2 Mio. EUR) und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (17,2 Mio. EUR) reflektierten insgesamt rund 30% der Bilanz. Auf der Passivseite stand für den Konzern eine **Eigenkapitalquote von 24,9%** zu Buche, die sich seit dem Tiefpunkt im Restrukturierungsjahr 2019 (EK-Quote: 4,4%) kontinuierlich gesteigert hat. Weitere wesentliche Positionen stellten die Leasingverbindlichkeiten (55,5 Mio. EUR) sowie die Working Capital-Positionen Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistungen (61,5 Mio. EUR) und Kundenanzahlungen (4,0 Mio. EUR) dar. Die Leasingverbindlichkeiten werden im Jahr 2024 aufgrund der langfristigen Anmietung eines neuen Lagers in Norddeutschland im niedrigen zweistelligen Mio.-EUR-Betrag ansteigen. Zum Bilanzstichtag hatte Delticom aufgrund der erläuterten Saisonalität keine Finanzverschuldung.

In den vergangenen Jahren hat das Unternehmen die Bilanzqualität deutlich verbessert und konnte erfolgreich Schulden zurückführen. Die **Nettocash-Position i.H.v. 7,3 Mio. EUR sowie die kurzfristigen Kreditlinien von 40,0 Mio. EUR bieten Flexibilität, um den saisonalen Working-Capital-Aufbau zu stemmen** und gleichzeitig auf schwache Marktphasen vorbereitet zu sein. Gleichzeitig werden Stichtagseffekte beim Lagerauf- und -abbau auch zukünftig zu erhöhten Schwankungen der Working-Capital-Positionen, Kreditlinien und letztlich des Free Cashflows führen.

Bilanzstruktur

(per. 31.12.2023; in Mio. EUR)



Quelle: Unternehmen

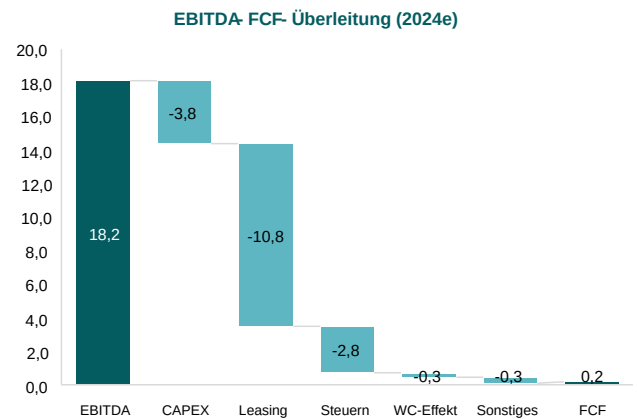
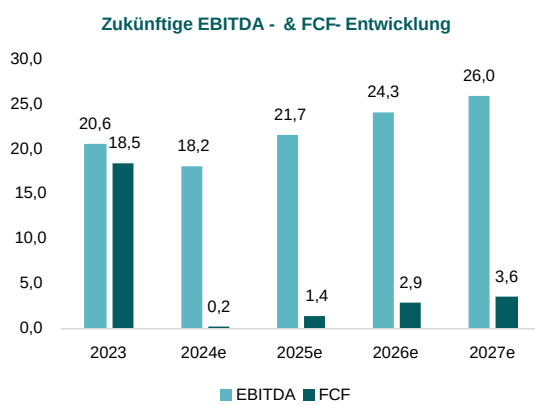


### Perspektivisch hoher FCF-Yield ab 2026

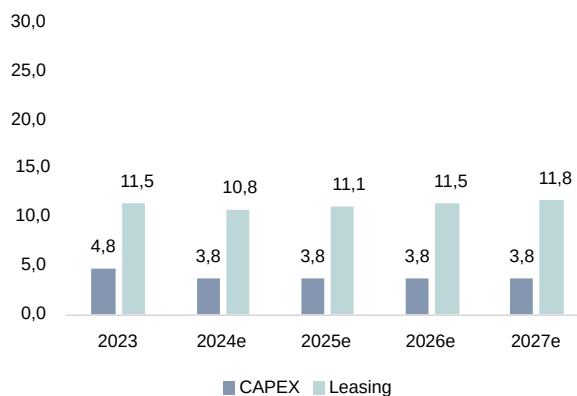
Anmerkung: Differenzen zu den vom Unternehmen veröffentlichten Kennzahlen kommen u.a. dadurch zustande, dass wir Leasingzahlungen in die Free Cashflow-Berechnung einbeziehen und diese im Posten CAPEX subsumieren, sodass der von uns berechnete Free Cashflow in der Regel niedriger ausfällt. Korrespondierend exkludieren wir die gezahlten Zinsen, bestehend aus Kredit- und Leasingzinsen, aus dem operativen Cashflow, sodass dieser im Vergleich zu den Unternehmensangaben höher ausfällt. Den Enterprise Value berechnen wir ex Leasingverbindlichkeiten.

**Der Cashflow von Delticom ist wesentlich von Veränderungen im Working-Capital geprägt und war dadurch in der Vergangenheit starken Schwankungen ausgesetzt.** Die Tiefpunkte lagen in den Jahren 2018 und 2019 mit einem Free Cashflow von -21,8 Mio. EUR bzw. -34,8 Mio. EUR, im Jahr 2023 konnte hingegen ein deutlich positiver FCF von 18,5 Mio. ausgewiesen werden. Wir gehen davon aus, dass Delticom auch in Zukunft **positive Free Cashflows erzielen wird, die ausgehend von einem Wert von 0,2 Mio. EUR im Jahr 2024 auf 3,6 Mio. EUR zum Ende des Detailplanungszeitraums 2027** ansteigen dürften. Begünstigt wird diese Entwicklung durch die stetig steigenden Ergebniskennzahlen (EPS-Anstieg 2024e - 2027e: +89,7%), während die steigenden Leasingzahlungen, die wir mit einer CAGR von 3,0% im Zeitraum 2024 bis 2027 modellieren, gegenläufig wirken. Bzgl. der Working-Capital-Entwicklung planen wir konservativ mit einem leichten Anstieg über die kommenden Jahre. Zudem erwarten wir für das Jahr 2024 einen leichten Rückgang der Sachinvestitionen und anschließend eine Beibehaltung der Investitionshöhe auf dem Niveau von rund 3,8 Mio. EUR. Diese betreffen weit überwiegend den Ausbau der Lagerlogistik.

Zusammengenommen erwarten wir auf dieser Grundlage eine deutliche Steigerung der Free Cashflows im Prognosezeitraum auf bis zu 3,6 Mio. Euro in 2027 mit weiterem Potenzial für die nachfolgenden Jahre.



### CAPEX- und Leasing - Prognose



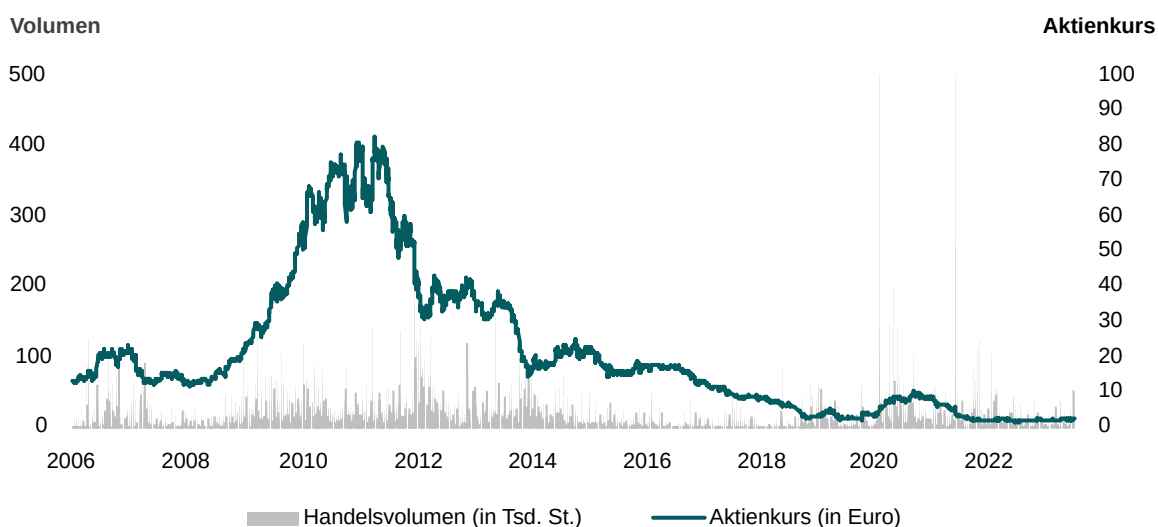
Quelle: Unternehmen, Montega

## Kurserholung nach starken FY23-Ergebnissen wahrscheinlich

Die Aktienentwicklung seit dem IPO im Jahr 2006 spiegelt die unterschiedlichen Phasen in der Unternehmensentwicklung der Delticom wider. Getrieben von zweistelligen Wachstumsraten und stetigen Margenverbesserungen kletterte die Aktie ausgehend vom IPO-Preis i.H.v. 36,0 EUR je Aktie auf über 80,0 EUR, bevor ab dem Jahr 2012 ein deutlicher Rückgang infolge der schwachen Geschäftsentwicklung verzeichnet wurde. Dieser fand seinen Tiefpunkt im vergangenen Jahr mit einem Aktienkurs von 1,62 EUR. Der Fokus liegt nun auf der Erfüllung der Mittelfristguidance, des Erreichens einer EBIT-Marge von 3,0%. Das im historischen Vergleich weniger kompetitive Online-Marktumfeld sollte in Verbindung mit Aufholeffekten nach der Kaufzurückhaltung der vergangenen Jahre sowie dem allgemeinen Marktwachstum u.E. **zu einer Verstärkung der Ergebnisse führen und somit das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen.**

Wir rechnen in den kommenden Jahren mit einer positiven Entwicklung hinsichtlich des Nettoergebnisses sowie des Free Cashflows. Dies sollte sich als Treiber der Equity Story erweisen. Zudem erwarten wir beginnend für das Geschäftsjahr 2024 eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlungen, die als zusätzliches Kaufargument für dividendenorientierte Investoren wirken könnte. Der potenzielle **Rückgang des Ergebnisses im Jahr 2024 scheint uns im Gegensatz dazu bereits im Kurs eingepreist.**

### Kursentwicklung der Delticom AG seit IPO



Quelle: Capital IQ

## Margenausweitung impliziert deutliche Unterbewertung

Wir haben Delticom auf Basis eines DCF-Modells bewertet und das Ergebnis anhand einer Peergroup-Analyse plausibilisiert. Beide Bewertungsmethoden signalisieren eine klare Unterbewertung der Aktie. Ausgehend von weiteren operativen Verbesserungen in der Unternehmensstruktur erwarten wir über die kommenden Jahre ein moderates Wachstum im unteren einstelligen Prozentbereich sowie einen **Anstieg der EBIT-Marge auf das unternehmenseigene Mittelfristziel von 3,0% im Jahr 2029, was in einem mittleren einstelligen FCF resultieren würde.** Unter Annahme eines Betas von 1,5 und eines WACC von 9,99% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie von rund 5,50 EUR. Auf Basis des letzten Schlusskurses impliziert dies ein Upside von 83%. Zwar wird Delticom im Vergleich zur Peergroup mit einem signifikant geringeren EV/Umsatz bewertet, was aufgrund des geringen Margenpotenzials gerechtfertigt ist. Gleichzeitig sehen wir jedoch eine klare Unterbewertung auf Basis der deutlich geringeren Ergebniskennziffern KGV und EV/EBIT, weshalb auch hier u.E. weiteres Potential für die Aktie besteht.

### Fazit

Nach der 2019 begonnenen Restrukturierung, die mit dem Verkauf des US-Geschäfts den Abschluss fand, befindet sich Delticom wieder in einer Phase der kontinuierlichen Profitabilitätssteigerung mit zukünftig moderatem Wachstum. Der Onlinehändler profitiert als Marktführer im europäischen Kernmarkt von einer starken Wettbewerbsposition und damit einhergehenden Skaleneffekten in den Bereichen Marketing, Einkauf und Logistik. Durch die zurückliegende Marktkonsolidierung hat sich die Branchenstruktur gefestigt und die Wettbewerbsintensität verringert. Eine weitere Fokussierung auf Effizienzmaßnahmen sollte selbst bei nur geringfügig steigenden Umsätzen zu einem Margenwachstum führen und ab dem kommenden Geschäftsjahr wieder zur Ausschüttung einer Dividende befähigen. Bei einem EV/EBIT 2024e von 4,4 ist das Unternehmen auch in Anbetracht des geringen Wachstums günstig bewertet. Folglich nehmen wir Delticom mit der Empfehlung "Kaufen" und einem Kursziel von 5,50 Euro in unsere Coverage auf.

## SWOT

Delticom besitzt eine starke Position als etablierter Online-Marktführer für Ersatzreifen in Europa. Die Reife des Marktes bietet eine hohe Stabilität für das Geschäft, gleichzeitig leidet die Entwicklung aktuell unter der Schwäche des deutschen Kernmarktes. Chancen bestehen in einer weiteren Penetration der aktuell weniger erschlossenen osteuropäischen Absatzgebiete. Konträr dazu besitzt das Unternehmen durch seine schwache Marge eine geringere Resilienz, sollte es grundlegende, unvorhersehbare Veränderungen im Reifenmarkt geben.

### Stärken

- **Klarer Marktführer in wichtigen Märkten (DACH, IT, Nordics):** Mit seinem Vertrieb generiert Delticom knapp ein Drittel des gesamten Umsatzes für Online-Ersatzreifen in Europa und beansprucht damit die Rolle des Marktführers. Neben dem Kernmarkt Deutschland und der restlichen DACH-Region behauptet man sich vor allem in den skandinavischen Ländern, Frankreich, Italien und Spanien in den Top-3 der E-Commerce-Anbieter.
- **Skaleneffekte in Marketing, Einkauf & Logistik:** Durch die Größe hat das Unternehmen bei den Reifenproduzenten eine im Vergleich zu kleineren Konkurrenten bessere Verhandlungsposition, die in Verbindung mit den effizient ausgebauten Logistikzentren genutzt werden kann um kompetitive Preise an den Endkunden weiterzugeben. Zudem profitiert Delticom von einer historisch gewachsenen, hohen Markenbekanntheit seiner Websites.
- **Klarer Marktfokus auf Europa:** Delticom konzentriert sich nach der Aufgabe von Assets (Lebensmittelhandel sowie US-Markt) auf seinen Kernmarkt in Europa, der durch mäßige Wettbewerbsintensität gekennzeichnet ist.

### Schwächen

- **Niedrige Marge:** Das Händler-Geschäftsmodell mit geringer Wertschöpfungstiefe ermöglicht nur schwache Nettoergebnisse.
- **Historisch geringes Wachstum & Marktsättigung:** Der Markt für Ersatzreifen wuchs in den vergangenen zehn Jahren nur sehr moderat, Umsatzwachstum kam zuletzt vor allem aufgrund von Preiseffekten zustande. Die Verringerung der Marketingaktivitäten der großen Reifenhändler stellt einen weiteren Indikator für die Sättigung des Marktes dar.
- **Schwache E-Commerce-Penetration:** Im Gegensatz zu anderen Geschäftsfeldern wie Bekleidung und Beauty stagniert der E-Commerce-Anteil, was an der fehlenden Beratung (der Beratungsbedarf ist höher als bei anderen Verticals) und dem geringen Anteil der Kunden, die selbst Ersatzreifen wechseln, liegen könnte.
- **Strategische Fehlallokationen von Kapital:** In der Vergangenheit expandierte Delticom in weitere Online-Verticals wie dem Premium-Lebensmittelhandel. Dadurch wurde der Fokus auf das Kerngeschäft verloren und viel Kapital verbrannt, was das Unternehmen in finanzielle Schwierigkeiten brachte.

### Chancen

- **Mögliche Nachholeffekte:** Während in Europa eine schnelle Erholung zum Vor-Corona-Niveau erfolgte, bleibt diese in Deutschland aus. Hier besteht folglich weiteres Aufholpotenzial in den kommenden Jahren.
- **Potenzial in Osteuropa:** Durch den steigenden Fahrzeugbestand im Zuge der wirtschaftlich prosperierenden osteuropäischen Länder, sollte ein höheres Wachstum im Vergleich zu Westeuropa erzielt werden.
- **Solides Branchenwachstum:** Laut Inkwood Research soll der europäische Ersatzreifen-Markt mit einer CAGR von gut vier Prozent bis zum Ende des Jahrzehntes wachsen.
- **Umsatzpotenzial durch Allwetterreifen und E-Mobilität:** Der Anteil der Ganzjahresreifen am Gesamtumsatz steigt stetig und bietet durch die geringe Haltbarkeit und höheren Anschaffungskosten ein vorteilhaftes Umsatzprofil im Vergleich zu Sommer- und Winterreifen. Eine weiterhin positive Entwicklung des E-Mobility-Absatzes würde ebenfalls positiv wirken, da die höhere Beschleunigung zu einem größeren Reifenverschleiß führt.

### Risiken

- **Wandel im Mobilitätssektor:** Durch den Ausbau des ÖPNV und Shared Mobility-Konzepten könnte sich die Nachfrage nach Individual-PKW langfristig rückläufig entwickeln, was sich negativ auf das Geschäft von Delticom auswirken würde.
- **Anfälligkeit für externe Schocks:** Durch das schwache Margenprofil der Delticom besteht wenig Spielraum, um das Unternehmen in schwachen Marktlagen operativ profitabel zu halten. Bei einer Verhärtung des Wettbewerbs läuft das Unternehmen Gefahr in die roten Zahlen zu rutschen.

## Bewertung

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

### DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die soliden Wachstumsperspektiven von Delticom, die sich auf Basis der klaren Marktführerschaft in Gesamteuropa in Kombination mit dem einstelligen Branchenwachstum ergeben. Positiv wirkt die hohe Wettbewerbsfähigkeit, die durch Skaleneffekte in den Bereichen Einkauf und Vertrieb entsteht und sich in einem besseren Kundenangebot manifestiert. Gegenläufig dürfte sich der regionale Mix des Branchenwachstums auswirken, da Delticom im Wachstumsmarkt Osteuropa einen deutlich geringeren Marktanteil im Vergleich zum westeuropäischen Markt hat. Insgesamt erwarten wir ein Wachstum auf dem Niveau des Gesamtmarktes.

Im mittelfristigen Prognosezeitraum (2024e bis 2027e) sollte das Unternehmen in der Lage sein, den **Konzernumsatz mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 3,9% p.a. zu steigern**. Langfristig haben wir einen sukzessiven Rückgang der Wachstumsraten unterstellt. Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine **ewige Wachstumsrate von 2,0%** verwendet.

Ergebnisseitig gehen wir davon aus, dass die erfolgreiche Umsetzung von Effizienzmaßnahmen in einer deutlichen Verbesserung der EBIT-Marge und einem **Erreichen des mittelfristigen Unternehmensziels i.H.v. 3,0% im Jahr 2029 resultiert**. Hauptgrund für die steigende operative Marge ist u.E. eine deutliche Verbesserung der Personalkostenquote durch weitere Kosteneinsparungen sowie unterproportional wachsende sonstige betriebliche Aufwendungen, die aus einer verbesserten Logistik resultieren. Unsere Prognosen hinsichtlich der EBIT-Marge könnten sich als zu konservativ erweisen, falls das Plattformgeschäft zukünftig weiter an Bedeutung innerhalb des Konzerns gewinnen würde. In den geplanten CAPEX sind die von uns antizipierten Leasingzahlungen im Zusammenhang mit IFRS 16 enthalten.

Das verwendete **Beta von 1,5** reflektiert einerseits das resiliente Handelsgeschäft in einem wenig wachsenden Markt und andererseits die hohe Volatilität der Ergebnis- und Cashflow-Kennzahlen, die u.a. stark von den Witterungsbedingungen abhängig sind.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 30% bei einem Fremdkapitalzins i.H.v. 7% ergibt sich ein **WACC von 9,99%**.

Für die Delticom AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie von 5,50 Euro.

## DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>469,2</b>	<b>489,6</b>	<b>510,0</b>	<b>526,1</b>	<b>539,3</b>	<b>550,0</b>	<b>561,0</b>	<b>572,3</b>
Veränderung	-1,4%	4,3%	4,2%	3,2%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>8,6</b>	<b>11,2</b>	<b>13,0</b>	<b>13,9</b>	<b>15,1</b>	<b>16,5</b>	<b>16,8</b>	<b>17,2</b>
EBIT-Marge	1,8%	2,3%	2,6%	2,6%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>NOPAT</b>	<b>5,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>	<b>10,2</b>	<b>11,1</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>9,6</b>	<b>10,5</b>	<b>11,2</b>	<b>12,1</b>	<b>12,9</b>	<b>14,3</b>	<b>15,7</b>	<b>17,9</b>
in % vom Umsatz	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,6%	2,8%	3,1%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	<b>0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,7</b>
- Investitionen	<b>-15,4</b>	<b>-15,7</b>	<b>-16,1</b>	<b>-16,5</b>	<b>-16,9</b>	<b>-17,2</b>	<b>-17,6</b>	<b>-17,9</b>
Investitionsquote	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
<b>Übriges</b>								
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>6,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,9</b>
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Present Value	0,2	1,2	2,2	2,5	2,8	3,8	4,4	59,0
<b>Kumuliert</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>9,0</b>	<b>12,8</b>	<b>17,2</b>	<b>76,2</b>

## Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	76,2
Terminal Value	59,0
Anteil vom Tpv-Wert	77%
Verbindlichkeiten	0,0
Liquide Mittel	7,3
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>83,4</b>

Aktienzahl (Mio.)	14,81
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>5,63</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>88%</b>
<b>Aktienkurs (EUR)</b>	<b>3,00</b>

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	7,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,50
WACC	10,0%
ewiges Wachstum	2,0%

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2024-2027	3,9%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2024-2030	3,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2031	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2024-2027	2,3%
Mittelfristige EBIT-Marge	2024-2030	2,6%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2031	3,0%

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
10,49%	4,95	5,14	5,25	5,35	5,60
10,24%	5,12	5,32	5,43	5,55	5,81
<b>9,99%</b>	<b>5,29</b>	<b>5,51</b>	<b>5,63</b>	<b>5,76</b>	<b>6,05</b>
9,74%	5,48	5,72	5,85	5,99	6,30
9,49%	5,68	5,94	6,08	6,23	6,57

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	EBIT-Marge ab 2031e				
	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%
10,49%	4,54	4,89	5,25	5,60	5,95
10,24%	4,69	5,06	5,43	5,81	6,18
<b>9,99%</b>	<b>4,85</b>	<b>5,24</b>	<b>5,63</b>	<b>6,02</b>	<b>6,41</b>
9,74%	5,03	5,44	5,85	6,26	6,67
9,49%	5,22	5,65	6,08	6,51	6,94

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

### Peergroup-Vergleich

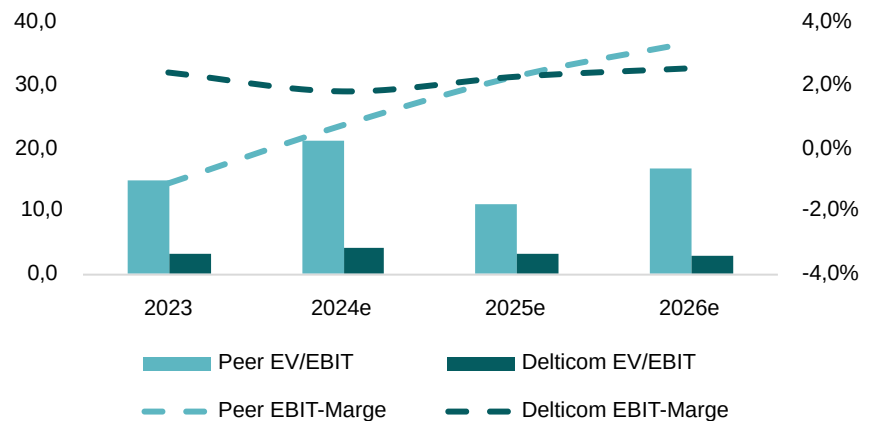
Die Peergroup haben wir zweigeteilt in den Closest-Peer oponeo.pl S.A., dem polnischen Marktführer im Online-Ersatzreifenhandel, sowie einer Gruppe von Pure-Play E-Commerce-Unternehmen des europäischen Marktes. Dazu gehören Zalando SE, About You Holding SE, Auto1 Group SE, Bike24 Holding AG und Redcare Pharmacy NV. Einschränkend muss erwähnt werden, dass sich die ausgewählten Unternehmen insgesamt in deutlich wachstumsstärkeren Branchen befinden und somit eine Vergleichbarkeit nicht vollständig gegeben ist. Dies gilt auch für Closest-Peer oponeo.pl, der auch in den vergangenen Jahren zweistellige Top Line-Steigerungen erzielte.

**Über oponeo.pl S.A:** Der polnischen Online-Anbieter von Ersatzreifen hat sich neben seinem Kerngeschäft, das sich zu rund 80% auf den polnischen Markt und rund 20% auf den Rest von Europa konzentriert, weitere E-Commerce-Shops für Werkzeuge und Fahrräder aufgebaut. Diese sind für rund 26% des Umsatzvolumens verantwortlich. Dennoch bestehen zwischen Delticom und oponeo große Gemeinsamkeiten: Die klare Marktführerschaft in den eigenen Kernmärkten und eine vergleichbare Umsatzbasis (oponeo.pl Umsatz 2023e: 416,0 Mio. EUR). Der polnische Anbieter wächst seit der Unternehmensgründung durchgängig zweistellig und erzielte im Jahr 2022 eine EBIT-Marge i.H.v. 3,7%.

Die Peergroup-Analyse offenbart, dass die Delticom-Aktie aktuell sowohl im Vergleich zu Closest-Peer oponeo.pl als auch der Peer-Group hinsichtlich der Kennziffern EV/Umsatz, EV/EBITDA, EV/EBIT und KGV mit einem deutlichen Abschlag notiert. Dies lässt sich bei den Kennziffern EV/Umsatz sowie EV/EBITDA u.E. zwar mit den deutlich schwächeren Wachstumsaussichten sowie der Nichtberücksichtigung der Leasing-Zahlungen im EBITDA erklären, die bei Delticom einen signifikanten Anteil haben. Gleichzeitig bleibt jedoch auch bei den relevanteren Multiples EV/EBIT, KGV und FCF-Rendite eine deutliche Unterbewertung bestehen. Im Durchschnitt der Jahre 2024e bis 2026e beträgt die Unterbewertung des Ersatzreifenhändlers 368% bezogen auf das EV/EBIT und 241% bezogen auf das KGV, während das Unternehmen eine um durchschnittlich 2,5 PP höhere Free Cashflow-Rendite aufweist. Obwohl auch für eine dauerhaft niedrigere Bewertung der Delticom AG im Vergleich zur Peergroup argumentiert werden kann (u.a. mit langfristig besseren Wachstums- und Margenpotenzialen), erscheint uns das Verhältnis aktuell deutlich zu hoch und wir sehen die Aktie auch nach diesem Verfahren als unterbewertet an.

#### Bewertungsvergleich

(EV/EBIT und EBIT-Marge)



Quelle: Unternehmen, Montega

## Peergroup Delticom AG

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz				Umsatzwachstum yoy			
		2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Oponeo.pl S.A.	58,60	0,5	0,4	0,4	0,3	10,4%	9,6%	16,7%	10,6%
Zalando SE	23,81	0,5	0,5	0,5	0,5	- 1,9%	3,0%	6,1%	6,3%
About You Holding SE	4,63	0,4	0,4	0,4	0,3	10,0%	2,0%	6,9%	9,4%
AUTO1 Group SE	4,85	0,2	0,2	0,2	0,2	- 16,4%	4,4%	11,4%	6,0%
Bike24 Holding AG	1,42	0,4	0,4	0,3	0,3	- 13,5%	2,4%	8,5%	8,9%
Redcare Pharmacy NV	129,10	1,5	1,1	0,9	0,8	49,4%	32,3%	22,1%	21,4%
<b>Median</b>		<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,7%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,2%</b>
<b>Delticom AG</b>	<b>3,00</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>- 6,6%</b>	<b>- 1,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,2%</b>
Potenzial/Differenz		464%	425%	389%	363%	- 10,6 PP	- 5 PP	- 5,6 PP	- 5 PP
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>14,78</b>	<b>13,79</b>	<b>12,89</b>	<b>12,23</b>				

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / EBITDA				EBITDA- Marge			
		2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Oponeo.pl S.A.	919	11,3	9,9	8,5	7,5	4,3%	4,5%	4,5%	4,6%
Zalando SE	5.407	8,3	7,0	6,0	5,3	- 0,8%	0,1%	0,9%	1,7%
About You Holding SE	764	neg.	230,3	27,0	11,3	- 1,3%	2,4%	3,8%	6,2%
AUTO1 Group SE	1.312	neg.	217,6	23,8	11,7	3,0%	3,0%	4,1%	5,0%
Bike24 Holding AG	82	neg.	14,7	8,6	4,9	1,1%	2,7%	3,9%	4,8%
Redcare Pharmacy NV	2.665	49,8	37,4	22,5	15,2	4,3%	3,9%	4,4%	4,8%
<b>Median</b>		<b>11,3</b>	<b>26,0</b>	<b>15,5</b>	<b>9,4</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,8%</b>
<b>Delticom AG</b>	<b>38</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,8%</b>
Potenzial/Differenz		521%	1160%	796%	507%	2,3 PP	1 PP	0,4 PP	0 PP
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>16,23</b>	<b>32,45</b>	<b>23,23</b>	<b>15,87</b>				

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV/EBIT				EBIT- Marge			
		2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Oponeo.pl S.A.	919	14,4	13,1	11,0	9,3	3,4%	3,4%	3,5%	3,7%
Zalando SE	5.407	15,5	13,1	10,1	8,6	3,4%	3,9%	4,8%	5,3%
About You Holding SE	764	neg.	neg.	neg.	39,7	- 10,4%	- 3,9%	- 1,9%	0,8%
AUTO1 Group SE	1.312	neg.	neg.	neg.	28,1	- 1,9%	- 0,8%	- 0,1%	0,7%
Bike24 Holding AG	82	neg.	29,3	11,3	5,0	- 8,2%	1,2%	2,9%	6,0%
Redcare Pharmacy NV	2.665	neg.	351,5	52,8	24,7	- 0,2%	0,3%	1,7%	3,1%
<b>Median</b>		<b>14,9</b>	<b>21,2</b>	<b>11,1</b>	<b>17,0</b>	<b>- 1,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,4%</b>
<b>Delticom AG</b>	<b>38</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,5%</b>
Potenzial/Differenz		356%	386%	231%	489%	3,5 PP	1,1 PP	0 PP	- 0,8 PP
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>12,04</b>	<b>12,79</b>	<b>8,86</b>	<b>15,41</b>				

Unternehmen	EV (Mio. LW)	KGV				Free Cashflow - Yield			
		2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Oponeo.pl S.A.	919	15,0	16,3	13,4	9,2	3,1%	3,9%	5,0%	6,3%
Zalando SE	5.407	49,7	30,0	21,8	18,3	2,8%	3,6%	5,5%	6,8%
About You Holding SE	764	neg.	neg.	neg.	neg.	- 34,2%	- 7,3%	- 5,8%	5,2%
AUTO1 Group SE	1.312	neg.	neg.	45,0	20,8	- 9,8%	- 6,3%	- 1,9%	6,0%
Bike24 Holding AG	82	neg.	neg.	neg.	23,7	1,0%	- 0,3%	- 3,7%	3,3%
Redcare Pharmacy NV	2.665	neg.	neg.	57,7	34,6	0,9%	- 1,3%	0,9%	2,5%
<b>Median</b>		<b>32,3</b>	<b>23,2</b>	<b>33,4</b>	<b>20,8</b>	<b>0,9%</b>	<b>- 0,8%</b>	<b>- 0,5%</b>	<b>5,6%</b>
<b>Delticom AG</b>	<b>38</b>	<b>5,6</b>	<b>10,3</b>	<b>7,5</b>	<b>5,9</b>	<b>26,9%</b>	<b>0,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>7,7%</b>
Potenzial/Differenz		482%	124%	345%	253%	25,9 PP	1,3 PP	4,2 PP	2,1 PP
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>17,47</b>	<b>6,72</b>	<b>13,36</b>	<b>10,59</b>				

## Unternehmenshintergrund

Die Delticom AG ist der führende B2C/B2B-Online-Reifenhändler in Europa mit Sitz in Hannover. Die Online-Shops zeichnen sich durch eine große Auswahl und attraktive Preise aus. Seit der Gründung hat sich Delticom eine starke Wettbewerbsposition erarbeitet und ist aktuell u.a. Marktführer in Deutschland – dem wichtigsten Einzelmarkt Europas – sowie Italien und den nordischen Ländern. Durch die fortschrittliche und teilautomatisierte Lagerlogistik des Unternehmens kann eine hohe Geschwindigkeit im Versandhandel und gleichzeitige Kosteneffizienz gewährleistet werden. Delticom besitzt aufgrund ihrer Größe eine solide Verhandlungsposition mit den großen Reifenlieferanten wie Michelin, Goodyear, Bridgestone und Continental sowie weniger bekannten Herstellern.

<b>Sektor</b>	Online-Ersatzreifenhandel
<b>Ticker</b>	DEX
<b>Mitarbeiter</b>	169
<b>Umsatz</b>	475,7 Mio. Euro
<b>EBIT</b>	11,5 Mio. Euro
<b>EBIT-Marge</b>	2,4%
<b>Geschäftsmodell</b>	B2C/B2B-Online-Vertrieb für Ersatzreifen mit Fokus auf Kontinentaleuropa
<b>Kernkompetenz</b>	Einkauf, Marketing & Vertrieb
<b>Standorte</b>	Unternehmenszentrale: Hannover Lager: Norddeutschland, Frankreich, Slowakei, Rumänien

Quelle: Unternehmen, Montega; Stand: Geschäftsjahr 2023

## Wichtige Ereignisse in der Unternehmensgeschichte

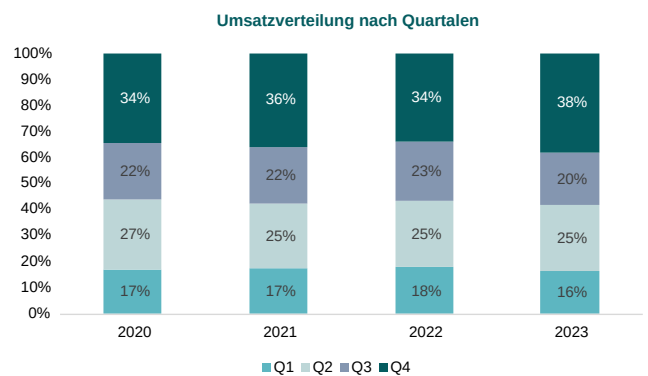
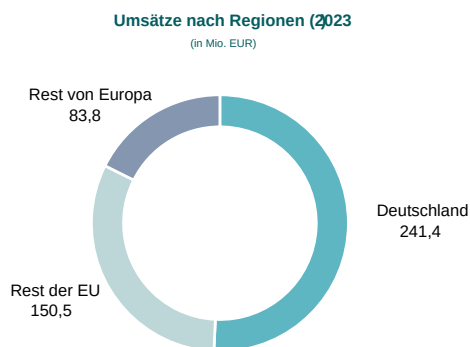




## Organisationsstruktur und Segmentbetrachtung

In der Konzernstruktur der Delticom AG sind mehrere Landesgesellschaften für lokale Geschäftsaktivitäten (Frankreich, Rumänien, Großbritannien, Schweiz) sowie einstige Übernahmen (Tirendo GmbH) angesiedelt. Zuletzt hat das Unternehmen seinen Konsolidierungskreis deutlich verkleinert, indem einzelne Gesellschaften verschmolzen oder liquidiert wurden. Dazu gehörte u.a. die DeltiCar SAS, die Delticom Russland OOO, Moskau und die Delticom TOV, Lwiw sowie die übernommene All you need GmbH (Lebensmittel). Zudem bestehen weitere Gesellschaften, die für einzelne Unternehmensbereiche wie Logistik (DeltiLog GmbH) und B2B-Handel (Pnebo Gesellschaft für Reifengroßhandel und Logistik mbH) zuständig sind.

Die Geschäftsaktivitäten von Delticom lassen sich in die drei Geographien Deutschland, EU ex Deutschland und restliches Europa gliedern. Auf das zuletzt umsatzstärkste Segment Deutschland entfielen in 2023 mit 241,4 Mio. Euro rund die Hälfte der Erlöse, danach folgten die restlichen EU-Länder (150,5 Mio. EUR) und die restlichen europäischen Länder (83,8 Mio. EUR). Der Reifenhandel ist aufgrund des Wechsels von Sommer- und Winterreifen stark durch saisonale und witterungsbedingte Effekte beeinflusst. Dies macht sich insbesondere im umsatzstarken Schlussquartal bemerkbar, welches üblicherweise für mehr als ein Drittel der jährlichen Erlöse steht.



Quelle: Unternehmen

## Management

Die Delticom AG wird aktuell von einem dreiköpfigen Managementteam geführt, das über viele Jahre Erfahrung verfügt und aktuell aus Gründer Dr. Andreas Prüfer, Philip von Grolman und seit 2024 Nathalie Kronenberg besteht.



**Dr. Andreas Prüfer** ist der Gründer und CEO der Delticom AG. Er ist seit 1999 im Unternehmen und für die Bereiche Sales & Marketing B2C, Finance und Warehouse verantwortlich. Der ehemalige Continental-Manager war im Laufe der Zeit nicht nur Vorstandsvorsitzender, 2008 wechselte er mit Mitgründer Rainer Binder den Posten und wurde damit Vorsitzender des Aufsichtsrates. Seit 2013 hat Prüfer wieder seine vorherige Position inne.



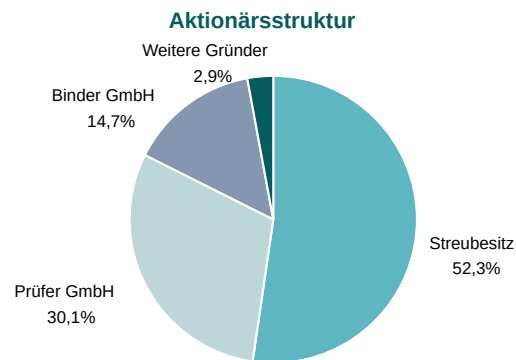
**Philip von Grolman** ist ebenfalls seit der Gründung 1999 bei Delticom tätig. Vor seiner Einberufung in den Vorstand 2007 war er Leiter des Ressort Logistik und verantwortete das eCommerce-Geschäft in Nordamerika. Von Grolman ist Industriekaufmann sowie Betriebswirt (BA) der Berufsakademie Hannover. Vor seiner Tätigkeit bei Delticom war Herr von Grolman Leiter im Einkauf für PKW-Reifen bei der Continental AG. Aktuell ist er im Konzern für die Bereiche Distributionslogistik, Personal und der Category Non Tyres Products verantwortlich.



**Nathalie Kronenberg** wurde im Februar 2024 in den Vorstand von Delticom berufen. Frau Kronenberg gehört dem Unternehmen seit Januar 2017 an und verantwortete als Leiterin Global Sale B2B & Key Account bereits seit mehreren Jahren sowohl das Geschäft der Delticom-Gruppe mit gewerblichen Kunden, als auch den Bereich Motorrad sowie das Lieferantenmanagement. In ihrer Funktion als Mitglied des Vorstands der Delticom AG übernimmt Frau Kronenberg nun zusätzlich die Verantwortung für den globalen Reifeneinkauf.

## Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der Delticom AG beträgt 14.805.126 EUR und unterteilt sich in ebenso vielen auf den Namen lautende Stammaktien ohne Nennbetrag (Stückaktien) mit einem rechnerischen anteiligen Betrag am Grundkapital von 1,00 EUR je Aktie. Die Aktien werden seit dem IPO im Jahr 2016 im Prime Standard der Deutschen Börse gehandelt. Der größte Anteilseigner ist der Gründer und CEO Dr. Prüfer (30,1%). Zusammen mit dem Mitgründer Rainer Binder (14,7%) und den weiteren Gründern (2,9%) kontrolliert das Gründerteam knapp die Hälfte aller Aktien.



Quelle: Unternehmen

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>469,2</b>	<b>489,6</b>	<b>510,0</b>	<b>526,1</b>	<b>539,3</b>	<b>550,0</b>	<b>561,0</b>	<b>572,3</b>
Veränderung	-1,4%	4,3%	4,2%	3,2%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>8,6</b>	<b>11,2</b>	<b>13,0</b>	<b>13,9</b>	<b>15,1</b>	<b>16,5</b>	<b>16,8</b>	<b>17,2</b>
EBIT-Marge	1,8%	2,3%	2,6%	2,6%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>NOPAT</b>	<b>5,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>	<b>10,2</b>	<b>11,1</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>9,6</b>	<b>10,5</b>	<b>11,2</b>	<b>12,1</b>	<b>12,9</b>	<b>14,3</b>	<b>15,7</b>	<b>17,9</b>
in % vom Umsatz	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,6%	2,8%	3,1%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	<b>0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,7</b>
- Investitionen	<b>-15,4</b>	<b>-15,7</b>	<b>-16,1</b>	<b>-16,5</b>	<b>-16,9</b>	<b>-17,2</b>	<b>-17,6</b>	<b>-17,9</b>
Investitionsquote	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
<b>Übriges</b>								
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>6,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,9</b>
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Present Value	0,2	1,2	2,2	2,5	2,8	3,8	4,4	59,0
<b>Kumuliert</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>9,0</b>	<b>12,8</b>	<b>17,2</b>	<b>76,2</b>

Wertermittlung (Mio. EUR)	
Total present value (Tpv)	76,2
Terminal Value	59,0
Anteil vom Tpv-Wert	77%
Verbindlichkeiten	0,0
Liquide Mittel	7,3
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>83,4</b>

Aktienzahl (Mio.)	14,81
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>5,63</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>88%</b>
<b>Aktienkurs (EUR)</b>	<b>3,00</b>

Modellparameter	
Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	7,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,50
WACC	10,0%
ewiges Wachstum	2,0%

**Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen**

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2024-2027	3,9%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2024-2030	3,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2031	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2024-2027	2,3%
Mittelfristige EBIT-Marge	2024-2030	2,6%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2031	3,0%

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
10,49%	4,95	5,14	5,25	5,35	5,60
10,24%	5,12	5,32	5,43	5,55	5,81
<b>9,99%</b>	5,29	5,51	<b>5,63</b>	5,76	6,05
9,74%	5,48	5,72	5,85	5,99	6,30
9,49%	5,68	5,94	6,08	6,23	6,57

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

WACC	EBIT-Marge ab 2031e				
	2,50%	2,75%	<b>3,00%</b>	3,25%	3,50%
10,49%	4,54	4,89	5,25	5,60	5,95
10,24%	4,69	5,06	5,43	5,81	6,18
<b>9,99%</b>	4,85	5,24	<b>5,63</b>	6,02	6,41
9,74%	5,03	5,44	5,85	6,26	6,67
9,49%	5,22	5,65	6,08	6,51	6,94

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

G&V (in Mio. EUR) Delticom AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Umsatz</b>	<b>585,4</b>	<b>509,3</b>	<b>475,7</b>	<b>469,2</b>	<b>489,6</b>	<b>510,0</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>585,4</b>	<b>509,3</b>	<b>475,7</b>	<b>469,2</b>	<b>489,6</b>	<b>510,0</b>
Materialaufwand	457,4	399,1	359,5	355,7	370,1	385,5
<b>Rohrertrag</b>	<b>128,0</b>	<b>110,2</b>	<b>116,1</b>	<b>113,6</b>	<b>119,5</b>	<b>124,4</b>
Personalaufwendungen	13,4	14,0	14,0	14,1	14,2	14,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	121,8	111,6	106,5	105,9	108,7	111,7
Sonstige betriebliche Erträge	28,6	33,6	27,1	26,0	27,1	28,3
<b>EBITDA</b>	<b>17,1</b>	<b>15,0</b>	<b>20,6</b>	<b>18,2</b>	<b>21,7</b>	<b>24,3</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,7	1,6	2,2	2,8	3,4	3,6
<b>EBITA</b>	<b>15,4</b>	<b>13,4</b>	<b>18,4</b>	<b>15,3</b>	<b>18,3</b>	<b>20,7</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	8,3	9,2	6,9	6,8	7,1	7,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>7,1</b>	<b>4,2</b>	<b>11,5</b>	<b>8,6</b>	<b>11,2</b>	<b>13,0</b>
Finanzergebnis	-2,1	-1,0	-1,4	-2,1	-2,4	-1,7
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,9</b>	<b>3,2</b>	<b>10,1</b>	<b>6,4</b>	<b>8,8</b>	<b>11,3</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>4,9</b>	<b>3,2</b>	<b>10,1</b>	<b>6,4</b>	<b>8,8</b>	<b>11,3</b>
EE-Steuern	-1,9	0,4	2,1	2,1	2,9	3,7
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,8</b>	<b>2,8</b>	<b>8,0</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>6,8</b>	<b>2,8</b>	<b>8,0</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>
Anteile Dritter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,7</b>	<b>2,8</b>	<b>8,0</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) Delticom AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	78,1%	78,4%	75,6%	75,8%	75,6%	75,6%
<b>Rohrertrag</b>	<b>21,9%</b>	<b>21,6%</b>	<b>24,4%</b>	<b>24,2%</b>	<b>24,4%</b>	<b>24,4%</b>
Personalaufwendungen	2,3%	2,8%	2,9%	3,0%	2,9%	2,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,8%	21,9%	22,4%	22,6%	22,2%	21,9%
Sonstige betriebliche Erträge	4,9%	6,6%	5,7%	5,5%	5,5%	5,5%
<b>EBITDA</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,8%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3%	0,3%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%
<b>EBITA</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,1%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,4%	1,8%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,6%</b>
Finanzergebnis	-0,4%	-0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,3%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,2%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,2%</b>
EE-Steuern	-0,3%	0,1%	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,5%</b>
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,5%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,5%</b>

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

<b>Bilanz (in Mio. EUR) Delticom AG</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	38,0	37,2	37,3	42,1	46,9	51,6
Sachanlagen	50,3	57,9	56,9	67,4	67,7	68,0
Finanzanlagen	11,6	13,6	4,1	4,1	4,1	4,1
<b>Anlagevermögen</b>	<b>99,9</b>	<b>108,6</b>	<b>98,2</b>	<b>113,5</b>	<b>118,8</b>	<b>123,7</b>
Vorräte	46,6	43,3	41,2	39,1	39,2	40,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,5	17,2	17,2	16,7	18,8	19,6
Liquide Mittel	4,9	3,0	7,3	7,4	7,4	8,1
Sonstige Vermögensgegenstände	49,7	23,0	27,6	27,6	27,6	27,6
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>117,6</b>	<b>86,6</b>	<b>93,3</b>	<b>90,9</b>	<b>93,0</b>	<b>95,8</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>217,5</b>	<b>195,2</b>	<b>191,6</b>	<b>204,4</b>	<b>211,8</b>	<b>219,5</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>37,0</b>	<b>39,7</b>	<b>47,6</b>	<b>51,7</b>	<b>56,1</b>	<b>61,5</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Rückstellungen	4,9	4,6	7,0	7,0	7,0	7,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	61,1	79,6	55,5	66,7	68,4	69,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	84,6	53,9	61,5	59,1	60,4	61,5
Sonstige Verbindlichkeiten	28,8	17,5	19,9	19,9	19,9	19,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>179,5</b>	<b>155,5</b>	<b>143,9</b>	<b>152,7</b>	<b>155,7</b>	<b>158,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>217,5</b>	<b>195,2</b>	<b>191,6</b>	<b>204,4</b>	<b>211,8</b>	<b>219,5</b>

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

<b>Bilanz (in % der Bilanzsumme) Delticom AG</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	17,5%	19,1%	19,4%	20,6%	22,2%	23,5%
Sachanlagen	23,1%	29,6%	29,7%	33,0%	32,0%	31,0%
Finanzanlagen	5,3%	6,9%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>45,9%</b>	<b>55,6%</b>	<b>51,3%</b>	<b>55,6%</b>	<b>56,1%</b>	<b>56,3%</b>
Vorräte	21,4%	22,2%	21,5%	19,1%	18,5%	18,5%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,6%	8,8%	9,0%	8,2%	8,9%	8,9%
Liquide Mittel	2,2%	1,5%	3,8%	3,6%	3,5%	3,7%
Sonstige Vermögensgegenstände	22,8%	11,8%	14,4%	13,5%	13,0%	12,6%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>54,1%</b>	<b>44,3%</b>	<b>48,7%</b>	<b>44,5%</b>	<b>43,9%</b>	<b>43,6%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>17,0%</b>	<b>20,3%</b>	<b>24,9%</b>	<b>25,3%</b>	<b>26,5%</b>	<b>28,0%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Rückstellungen	2,3%	2,3%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%
Zinstragende Verbindlichkeiten	28,1%	40,8%	29,0%	32,6%	32,3%	31,7%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	38,9%	27,6%	32,1%	28,9%	28,5%	28,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,3%	9,0%	10,4%	9,8%	9,4%	9,1%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>82,5%</b>	<b>79,7%</b>	<b>75,1%</b>	<b>74,7%</b>	<b>73,5%</b>	<b>72,0%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

<b>Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) Delticom AG</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	6,8	2,8	8,0	4,3	5,9	7,6
Abschreibung Anlagevermögen	1,7	1,6	2,2	2,8	3,4	3,6
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	8,3	9,2	6,9	6,8	7,1	7,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-16,0	11,7	1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>0,8</b>	<b>25,2</b>	<b>18,0</b>	<b>13,9</b>	<b>16,4</b>	<b>18,8</b>
Veränderung Working Capital	17,8	-28,9	17,6	1,7	0,7	0,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>18,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>35,6</b>	<b>15,6</b>	<b>17,1</b>	<b>19,0</b>
CAPEX	-10,2	-12,4	-17,1	-15,4	-15,7	-16,1
Sonstiges	0,8	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-9,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>-17,1</b>	<b>-15,4</b>	<b>-15,7</b>	<b>-16,1</b>
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-2,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-20,4	8,4	-18,7	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	12,2	1,9	7,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-8,2</b>	<b>10,3</b>	<b>-11,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,2</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>6,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>6,6</b>	<b>4,9</b>	<b>9,8</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>8,1</b>

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

<b>Kennzahlen Delticom AG</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Ertragsmargen</b>						
Rohrertragsmarge (%)	21,9%	21,6%	24,4%	24,2%	24,4%	24,4%
EBITDA-Marge (%)	2,9%	2,9%	4,3%	3,9%	4,4%	4,8%
EBIT-Marge (%)	1,2%	0,8%	2,4%	1,8%	2,3%	2,6%
EBT-Marge (%)	0,8%	0,6%	2,1%	1,4%	1,8%	2,2%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,2%	0,6%	1,7%	0,9%	1,2%	1,5%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	7,3%	4,0%	10,8%	8,3%	9,8%	10,9%
ROE (%)	45,6%	7,4%	20,2%	9,1%	11,5%	13,6%
ROA (%)	3,1%	1,4%	4,2%	2,1%	2,8%	3,5%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	56,4	76,7	48,3	59,3	61,1	61,6
Net Debt / EBITDA	3,3	5,1	2,3	3,3	2,8	2,5
Net Gearing (Net Debt/EK)	1,5	1,9	1,0	1,1	1,1	1,0
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	8,4	-16,0	18,5	0,2	1,4	2,9
Capex / Umsatz (%)	2%	2%	4%	3%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	-4%	-2%	-1%	-2%	-1%	-1%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	2,2	2,5	1,8	2,1	1,7	1,5
EV/EBIT	5,3	8,9	3,3	4,4	3,4	2,9
EV/FCF	4,5	-	2,0	196,8	27,0	12,8
KGV	6,7	15,8	5,6	10,3	7,5	5,9
KBV	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	3,3%	5,0%	6,7%

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

## 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 berechnete 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: 06.05.2024):

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 Anlageurteilender 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: 06.05.2024)
Delticom AG	1, 8, 9



**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs (EUR)</b>	<b>Kursziel (EUR)</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Erststudie)	06.05.2024	3,00	5,50	+83%