

01. Juli 2022
Research-Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research

 **Platz 1**
Europe
Industrials
(2018)

 **Platz 2**
German
Software & IT
(2018)

 **Platz 1**
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Delignit AG

Starke Marktstellung, bewährte Strategie
und überzeugende Perspektiven

Urteil: Buy (Ersteinschätzung) | **Kurs:** 7,95 € | **Kursziel:** 10,50 € (Ersteinschätzung)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

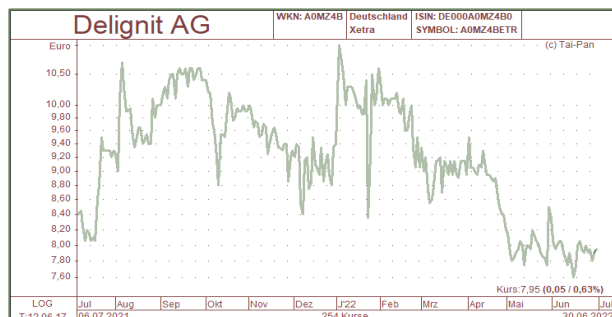
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Inhaltsverzeichnis | 2 |
| Snapshot..... | 3 |
| Executive Summary | 4 |
| SWOT-Analyse | 5 |
| Profil | 6 |
| Marktumfeld | 10 |
| Strategie..... | 13 |
| Finanzen..... | 16 |
| Equity-Story | 21 |
| DCF-Bewertung..... | 23 |
| Fazit | 26 |
| Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose | 27 |
| Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen..... | 28 |
| Impressum & Disclaimer..... | 29 |

Snapshot



Stammdaten

| | |
|------------------------------|----------------------|
| Sitz: | Blomberg |
| Branche: | Automobilzulieferung |
| Mitarbeiter: | 391 |
| Rechnungslegung: | IFRS |
| ISIN: | DE000A0MZ4B0 |
| Ticker: | DLX:GR |
| Kurs: | 7,95 Euro |
| Marktsegment: | Scale |
| Aktienanzahl: | 8,2 Mio. Stück |
| Market-Cap: | 65,1 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 72,6 Mio. Euro |
| Freefloat: | 24,5 % |
| Kurs Hoch/Tief (12M): | 12,00 / 7,50 Euro |
| Ø Umsatz (12 M): | 15,4 Tsd. Euro / Tag |

Kurzportrait

Delignit hat sich auf die Entwicklung und Herstellung von Produkten auf Basis von Buchenholz spezialisiert. Dabei agiert das Unternehmen als ein Komplettanbieter, der ganze Systeme für die Produkte der Kunden entwickelt, in Großserie produziert und liefert. Der aktuelle Produktschwerpunkt liegt bei der Laderaumausstattung und -sicherung von leichten Nutzfahrzeugen und beim Interieur von Reisemobilen, darüber hinaus gehören Kofferraumladeböden, Bodensysteme für Züge, Fabriken und Warenverteilzentren sowie zahlreiche Nischenanwendungen zum Sortiment. Mit dieser Aufstellung hat Delignit in den vergangenen Jahren eine beachtliche Wachstumsgeschichte mit einer fast zweistelligen CAGR, einer soliden Profitabilität und signifikanten Cash-Überschüssen geschrieben. Auf der Grundlage eines Auftragsbestandes in mehrfacher Höhe der letztjährigen Erlöse ist Delignit zudem bestens positioniert, um diese Erfolgsgeschichte auch in Zukunft fortzuschreiben, zumal das Unternehmen noch über vielfältige attraktive Wachstumsoptionen verfügt. Kurzfristig wird die Lage allerdings von der massiv erhöhten gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit belastet, die auch Delignit in Form niedrigerer Abrufe der Kunden merkt.

| GJ-Ende: 31.12. | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 64,4 | 58,7 | 68,3 | 71,7 | 78,9 | 86,8 |
| EBITDA (Mio. Euro) | 4,8 | 5,6 | 5,6 | 5,0 | 6,0 | 7,5 |
| Jahresüberschuss | 1,4 | 2,1 | 2,3 | 1,8 | 2,4 | 3,0 |
| EpS | 0,17 | 0,25 | 0,29 | 0,23 | 0,29 | 0,37 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,03 | 0,00 | 0,00 | 0,03 | 0,05 |
| Umsatzwachstum | 6,8% | -8,8% | 16,4% | 5,0% | 10,0% | 10,0% |
| Gewinnwachstum | -45,6% | 48,9% | 12,2% | -21,1% | 30,8% | 25,6% |
| KUV | 1,01 | 1,11 | 0,95 | 0,91 | 0,83 | 0,75 |
| KGV | 46,6 | 31,3 | 27,9 | 35,3 | 27,0 | 21,5 |
| KCF | 11,1 | 10,4 | -60,7 | 9,2 | 15,2 | 12,2 |
| EV / EBITDA | 15,1 | 12,9 | 12,9 | 14,5 | 12,1 | 9,6 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,4% | 0,0% | 0,0% | 0,4% | 0,6% |

Executive Summary

- **Hightech-Werkstoff auf Buchenholzbasis:** Die Kernkompetenz von Delignit besteht in der Herstellung des gleichnamigen Werkstoffs aus Buchenholz. Dieser weist eine im Vergleich zum Stahl vorteilhafte Relation aus Gewicht und Stabilität sowie eine hohe Abrieb- und Verschleißfestigkeit auf und kann mit einer Vielzahl von Eigenschaften kombiniert werden. Dazu gehören die Rutschfestigkeit, der Schutz vor statischen Aufladungen, brandhemmende Eigenschaften sowie der Durchschussschutz.
- **Nachhaltigkeit als Trumpf:** Immer wichtiger wird zudem, dass Delignit auf nachwachsenden Rohstoffen basiert und eine neutrale CO₂-Bilanz hat, was, zusammen mit anderen von Delignit konsequent verfolgten Nachhaltigkeitskriterien, bei zukünftigen Auftragsvergaben an Bedeutung gewinnen wird.
- **Positionierung als Systemanbieter:** Die Herstellung des Werkstoffs bildet aber nur den Ausgangspunkt der Wertschöpfungskette. Aufbauend auf einem umfassenden Kompetenzmix hat sich das Unternehmen als ein Systemanbieter positioniert, der seinen Kunden komplette Systeme für deren Produkte anbietet und dabei die komplette Wertschöpfungskette abdeckt.
- **Starke Stellung als Automobilzulieferer:** Mit dieser Positionierung hat sich Delignit als Direktzulieferer der Automobilindustrie etabliert, für die das Unternehmen Systeme für die Laderaumausstattung und -sicherung sowie für den Innenausbau in Reisemobilen und Kofferraumladeböden produziert. In einem zweiten, deutlich kleineren Segment (Technological Applications) werden zudem Bodensysteme für Züge, Fabrikhallen und Warenverteilzentren sowie Abschirmungen für Anlagen und Transformatoren angeboten.
- **Wachstumsstark und profitabel:** In den letzten Jahren konnte Delignit ein hohes Umsatzwachstum erzielen und dieses in deutlich steigende Gewinne ummünzen. Seit der Fokussierung auf das aktuelle Geschäftsmodell im Jahr 2010 wurden die Erlöse auf zuletzt 68 Mio. Euro fast verdreifacht, seit 2011 arbeitet das Unternehmen durchgehend profitabel. Im Durchschnitt der Jahre 2011 bis 2021 wurde eine EBIT-Marge von 5,3 Prozent erwirtschaftet, auch die Free-Cashflows sind in Summe deutlich positiv.
- **Sehr großer Auftragsbestand:** Das Automotive-Geschäft basiert auf langjährigen Serienaufträgen, von denen Delignit in den letzten Jahren mehrere akquirieren und erweitern konnte. Dadurch verfügt Delignit derzeit über einen Auftragsbestand, der bis weit in die 2030er Jahre reicht, ein vielfaches Volumen der letztjährigen Umsätze umfasst und bei planmäßigen Abrufen das Potenzial für deutlich steigende Erlöse bietet.
- **Gute Perspektiven:** Mittelfristig traut sich Delignit zu, den Umsatz auf 100 Mio. Euro zu erhöhen, wobei weitere Wachstumsoptionen vor allem im Bereich der Reisemobile sowie in den USA bestehen. In beiden Märkten konnte die Gesellschaft mit der Gewinnung erster Kunden bereits Fuß fassen, was die Akquise weiterer Aufträge deutlich erleichtern sollte. Darüber hinaus soll aber auch der bisherige Weg fortgesetzt werden, über Innovationen neue Anwendungsfelder zu erschließen und zu besetzen.
- **Aktie mit weiterem Potenzial:** Aus unserem Modell, in dem wir im Trend eine Fortsetzung des Wachstumskurses der letzten Jahre angenommen haben, resultiert ein fairer Wert von 10,50 Euro. Auf dieser Grundlage starten wir die Coverage mit dem Urteil „Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Eine etablierte Marktstellung als direkter Automobilzulieferer.
- Seit der Fokussierung auf das aktuelle Geschäftsmodell im Jahr 2010 ist der Umsatz mit einer CAGR von 9,3 Prozent gewachsen und hat sich insgesamt fast verdreifacht.
- Delignit wirtschaftet seit 2011 durchgehend profitabel, erzielt eine solide Marge und signifikante Cash-Überschüsse.
- Sehr großer Auftragsbestand, der bis ins nächste Jahrzehnt hineinreicht, sorgt für eine hohe Visibilität der künftigen Erlöse.
- Eine kerngesunde Bilanz mit einer hohen Eigenkapitalquote und einer moderaten Verschuldung.
- Ein erfahrenes und seit vielen Jahren eingespieltes Führungsteam.

Chancen

- Der aktuelle Auftragsbestand bietet bei einer Normalisierung der Liefersituation im Automobilsektor Potenzial für deutlich steigende Abrufe und Umsätze.
- Mit dem US-Markt und dem Reisemobilbereich wurden vielversprechende Märkte neu erschlossen.
- Mit zusätzlichen Ausstattungsmerkmalen kann der Umsatz pro Fahrzeug und die Zahl der Endkunden, die sich für die Delignit-Ausstattung entscheiden, weiter gesteigert werden.
- Erfahrungsgemäß setzen sich Premium-Ausstattungen mit Verzögerung auch in niedrigeren Marktsegmenten durch, was Delignit auch für die Hersteller einfacherer LCVs interessant macht.
- Die Kombination aus nachhaltigen Produkten und Automotive-Standards macht Delignit zu einem attraktiven Partner auch für andere Branchen.

Schwächen

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

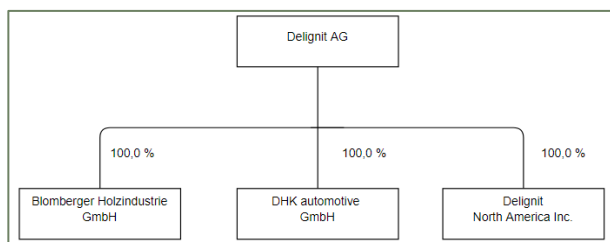
Risiken

- Die angespannte Lage der Automobilindustrie könnte noch länger anhalten oder sich gar verschlimmern.
- Der russische Überfall auf die Ukraine sorgt für gestörte Lieferketten und für steigende Rohstoffpreise. Ein Abrutschen der Wirtschaft in die Rezession ist inzwischen nicht ausgeschlossen, was gerade die Nachfrage nach Lieferfahrzeugen belasten könnte.
- Die auf breiter Basis steigenden Einkaufspreise könnten die Profitabilität zumindest temporär belasten.
- Sollte einer der großen Automobilkunden wegfallen, wäre das für Delignit kurz- und mittelfristig nur sehr schwer zu kompensieren.
- Andere Materialinnovationen könnten die Delignit-Lösungen zukünftig gefährden.

Profil

Holzbasierendes Geschäftsmodell

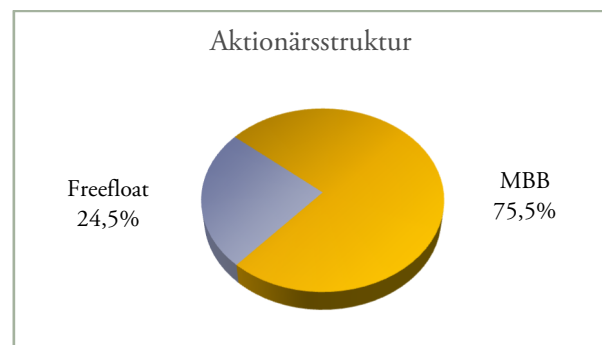
Der Kern der Aktivitäten der Delignit AG aus Blomberg in Ostwestfalen besteht aus der Entwicklung und Produktion von Ausstattungselementen für Fahrzeuge und Gebäude auf der Grundlage von nachwachsenden Rohstoffen, insbesondere Buchenholz. In der Verarbeitung und Veredelung von Holz blickt das Unternehmen auf eine mehr als 200-jährige Historie zurück, das aktuelle Geschäftsmodell mit der Ausrichtung auf die beiden Segmente Automotive und Technological Applications besteht seit Anfang der neunziger Jahre, wobei 2010 eine Fokussierung auf diese beiden Punkte vollzogen wurde. Operativer Kern und Keimzelle des Konzerns ist die Blomberger Holzindustrie GmbH, auf die 340 der Ende 2021 insgesamt 391 bei Delignit beschäftigten Mitarbeiter entfallen. Weitere 48 Mitarbeiter sind bei der DHK automotive GmbH aus Oberlungwitz in Sachsen tätig, die seit 2013 zum Konzern gehört. Schließlich verfügt Delignit noch über eine Niederlassung in den USA (Delignit North America Inc.), die aber mit Ausnahme des Geschäftsführers keine eigenen Mitarbeiter beschäftigt und vor allem als Importeur aus Deutschland sowie als Auftraggeber für den Logistikpartner in den USA fungiert. Die Konzernmutter, die Delignit AG, wurde 2007 im Vorfeld des im selben Jahr erfolgten Börsengangs gegründet, ist als eine reine Holding positioniert und hat deswegen lediglich drei Mitarbeiter. Schließlich umfasst der Konzern zwei ehemalige Tochtergesellschaften in Rumänien, an denen seit 2010 nur noch Minderheitsanteile gehalten werden und die für das Kerngeschäft keine nennenswerte Rolle spielen.



Quelle: Unternehmen

Kontinuität im Vorstand und Aktionariat

Geleitet wird der Konzern von einem zweiköpfigen Vorstand, der schon seit vielen Jahren im Amt ist. Der Vorstandsvorsitzende, Herr Markus Büscher, ist bereits seit 2007 in führender Position, während der Vertriebsvorstand, Herr Thorsten Duray, sogar schon seit 1991 für Delignit tätig ist, seit 2001 in leitender Position und seit 2007 als Vorstand. Auch für die zweite Führungsebene berichtet das Unternehmen von langen durchschnittlichen Betriebszugehörigkeitszeiten, die sich für die Kerngesellschaft Blomberger Holzindustrie auf mehr als zehn Jahre belaufen. Ebenfalls sehr stabil ist die Aktionärsstruktur. Der wichtigste Anteilseigner ist das mittelständische Familienunternehmen MBB, das kurz nach der Jahrtausendwende bei der Blomberger Holzindustrie eingestiegen und seit dem IPO mit rund 75 Prozent beteiligt ist. Aktuell beläuft sich sein Anteil auf 75,5 Prozent, so dass der Freefloat bei 24,5 Prozent liegt. Die Delignit-Aktie ist im Scale-Segment der Frankfurter Börse notiert.



Quelle: Unternehmen

Kern-Asset: Materialkompetenz

Die zentrale Grundlage des Geschäftsmodells von Delignit ist die Expertise, die das Unternehmen seit Ende des 19. Jahrhunderts auf dem Gebiet der Holzverarbeitung und -veredelung aufgebaut hat. Seit 1893 produziert Delignit den gleichnamigen – und für das Unternehmen später namensgebenden – buchenholz-basierten Werkstoff, bei dem es sich inzwischen um

ein ökologisches Hightech-Material handelt. Im Kern beruht Delignit auf Buchenholz Furnieren, die aus 120 bis 140 Jahre alten Buchenstämmen gewonnen werden. Diese werden anschließend plastifiziert, in mehreren Schichten mit wechselnder Ausrichtung verklebt und unter hohem Druck auf die gewünschte Dichte verpresst. Da Buchenholz ohnehin schon ein Drittel der Stahlfestigkeit bei einem Zehntel von dessen Gewicht aufweist, entsteht durch diese Verarbeitung ein Werkstoff, der eine sehr gute Kombination aus Gewicht, Stabilität und Bruchlast aufweist. Darüber hinaus kann Delignit inzwischen auch mit einer Vielzahl von zusätzlichen Eigenschaften ausgestaltet werden, das Spektrum reicht von abrieb- und verschleißfest, über elektrostatisch ableitfähig und rutschhemmend bis zu Eigenschaften wie Flamm- und Durchschuss- sowie Sprengwirkungsschutz. Immer wichtiger wird zudem die ökologische Vorteilhaftigkeit, die Delignit hinsichtlich der CO₂-Emissionen und der Recyclingfähigkeit, der Langlebigkeit und der Gewichtsvorteile in der Nutzung aufweist.

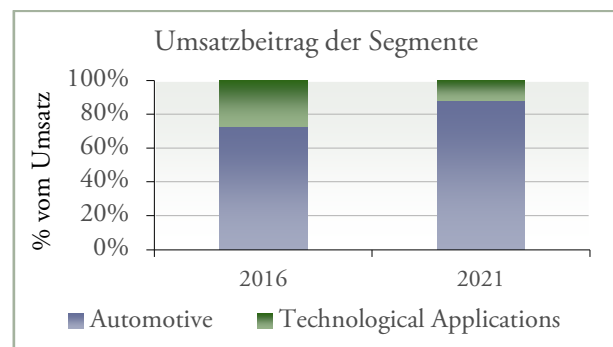
Positionierung als System- und Serienlieferant

Inzwischen hat sich Delignit aber weit über die Werkstoffherstellung hinaus entwickelt und als System- und Serienlieferant großer Industriekunden positioniert. Neben der Werkstoffkompetenz hat das Unternehmen hierfür eine erhebliche Anwendungs- und Entwicklungsexpertise aufgebaut, die es ihm erlaubt, für die adressierten Anwendungsgebiete komplette Systeme zu kreieren und diese dem Kunden in Großserie Just-in-Sequence zu dessen Produktionslinien zu liefern. Damit agiert Delignit bei den abgedeckten Anwendungen für die Kunden auch als Innovations- und Technologiepartner und deckt dabei die komplette Wertschöpfungskette ab: von der Entwicklung und dem Design, über die Materialbeschaffung, Herstellung und ggf. Veredelung bis zur Integration in die Prozesskette des Kunden.

Automotive-Geschäft dominiert

Mit dieser Aufstellung hat sich Delignit in den letzten Jahren immer mehr zu einem Automobilzulieferer

entwickelt. Der Anteil des Segments Automotive am Gesamtumsatz hat sich in den letzten Jahren kontinuierlich erhöht und lag 2021 bereits bei 88 Prozent, noch 2016 waren es 15 Prozentpunkte weniger. Einen Großteil dieses Geschäfts macht die Laderaumausstattung von leichten Nutzfahrzeugen (Light Commercial Vehicle – LCV) aus, mit der mehrere führende Hersteller in Europa und den USA beliefert werden. Das Produktspektrum umfasst hier die Laderaumböden, Wand- und Deckenverkleidungen, Trennwände, Multifunktionsschienen, Sicherungsösen, Radkastenverkleidungen und Beleuchtung. Sogar noch älter als das LCV-Geschäft, aber inzwischen nur noch von untergeordneter Bedeutung, ist der Produktbereich PKW, in dem Delignit seit 2013 Kofferraumladeböden liefert.



Quelle: Unternehmen

Einstieg in Reisemobilmarkt vollzogen

Klare Nummer zwei und stark wachsend ist hingegen der Bereich Reisemobile (Caravans), in dem Delignit seit 2019 als Serienlieferant für das Interieur der Fahrzeuge eines führenden deutschen Automobilherstellers tätig ist. In Vorbereitung des Auftrags hat Delignit ein komplett neues Werk errichtet und ausgestattet, das im laufenden Jahr bereits erweitert werden musste. Denn der Kunde hat in Reaktion auf den zunächst zwar holprigen, aber insgesamt sehr erfolgreichen Marktanlauf der Serie das Auftragsvolumen deutlich erweitert. Delignit beziffert den bei Annahme normaler Abrufe daraus bis 2029 resultierenden Mehrumsatz auf insgesamt über 20 Mio. Euro – das ursprüngliche Auftragsvolumen lag kumuliert im hohen zweistelligen Millionenbereich. Anders als im LCV-Geschäft, verarbeitet Delignit im Caravan-Bereich bisher keine eigenen Werkstoffe, vielmehr waren hier die

ausgeprägte System- und Serienkompetenz sowie die hohe Liefersicherheit für den Kunden entscheidend.

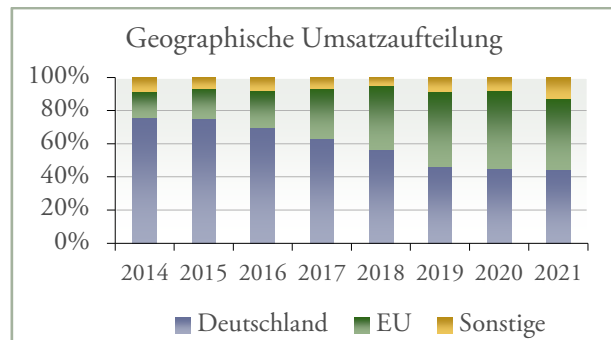
Großauftrag für Elektro-LCV

Eine noch stärkere Ausweitung eines bereits erteilten Auftrags hat Delignit aber in einem anderen Bereich, nämlich bei der Zulieferung für einen ab 2022 auf den Markt kommenden Elektrotransporter eines führenden europäischen Automobilherstellers, verzeichnet. Hatte der ursprüngliche Auftrag von Ende 2019, der zunächst die Lieferung eines in einer neuartigen Leichtbauweise hergestellten Bodens für die Ladefläche vorsah, einen über die gesamte Lieferzeit (2022 bis 2032) kumulierten Umfang von 15 Mio. Euro, beziffert Delignit das in mehreren Schritten (auch inhaltlich) erweiterte Auftragsvolumen nun auf fast 40 Mio. Euro. Auch hierfür werden die Kapazitäten im laufenden Jahr deutlich erweitert.

Breites Sortiment im zweiten Segment

In dem zweiten Segment Technological Applications deckt Delignit ein breites Spektrum an Produkten ab, von denen einige, wie etwa Turnbarren, Stimmstöcke oder Modellholz, inzwischen aber nur noch einen absoluten Nischencharakter haben. Eine deutlich größere Bedeutung hat der Produktbereich Building Equipment (Gebäudeausstattung), in dem vor allem Böden für Automobilfabriken sowie für Warenverteilzentren angeboten werden, und der letztes Jahr der mit Abstand wichtigste Bereich des Segments war. Allerdings können sich die Gewichte von Jahr zu Jahr kräftig verschieben, weil das Geschäft der Sparte Technological Applications stark von einzelnen Projekten getrieben wird. Deswegen gibt es auch Jahre, in denen der Segmentumsatz besonders von Projekten mit Zugerstellern zur Ausrüstung von Waggons mit Böden (Produktbereich Railfloor) oder von der Lieferung hochverdichteter Materialien für den Einsatz im Anlagen-, Maschinen- und Transformatorenbau (Compressed Wood) geprägt wird. Die letztgenannte Produktgruppe umfasst auch durchschusssichere und explosionshemmende Holzprodukte, die u.a. im Sicherheitsbereich eingesetzt werden. Auch sonst stellen die Produkteigenschaften des Delignit-Werkstoffs wie etwa Brandschutz, Schallschutz, oder der Schutz vor elektrostatischer Aufladung ein zentrales Verkaufskri-

terium auch im Segment Technological Applications dar.



Quelle: Unternehmen

Rasch steigende Exportquote

In geographischer Hinsicht weist das Geschäft einen klaren Schwerpunkt in Europa auf, wobei im Zeitablauf eine klare Gewichtsverschiebung zwischen Deutschland und dem EU-Ausland erkennbar ist. Während der Anteil der inländischen Umsätze noch 2014 bei knapp 80 Prozent lag und sich bis zum letzten Jahr auf 45 Prozent reduziert hat, hat sich das Gewicht der Exporte in die EU-Länder von 15 auf 47 Prozent verdreifacht. In absoluten Zahlen haben sich die Erlöse im EU-Ausland in diesem Zeitraum sogar auf das Viereinhalbfache erhöht, womit sie für den Löwenanteil des seit 2014 insgesamt erzielten Wachstums verantwortlich waren. Das Geschäft außerhalb der EU schwankte bis 2018 um die Marke von 3 Mio. Euro und verlor somit sukzessive an Gewicht. Dies änderte sich 2019 mit dem Lieferstart für zwei amerikanische LCV-Modelle. Seitdem haben sich die Umsätze des geographischen Segments „Sonstige“ gegenüber 2018 auf 8,5 Mio. Euro verdreifacht, ihr Anteil betrug zuletzt 8,0 Prozent.

Großes Auftragsportfolio

Die Umsatzstruktur folgt der Auftragsstruktur, die von vergleichsweise wenigen Kunden geprägt ist, für die Delignit seine Produkte in Großserie liefert. Im letzten Jahr entfielen 41 Prozent der Gesamtumsätze auf den größten und 33 Prozent auf den zweitgrößten Kunden, wobei sich diese Werte auf die gesamten Konzerne beziehen. In der Praxis verteilen sich diese Volumina auf unterschiedliche Konzerngesellschaften und dort auf unterschiedliche Fahrzeugmodelle, was

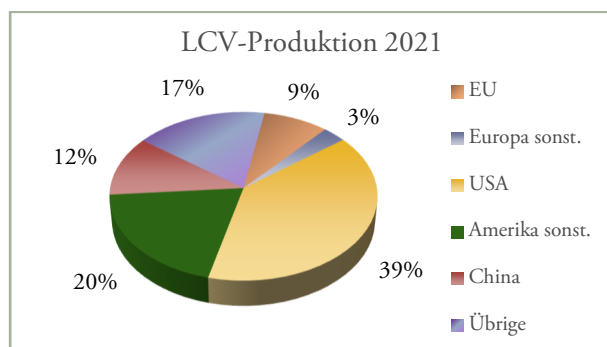
das Klumpenrisiko etwas relativiert. Insgesamt beruht das Geschäft auf langjährigen Auftragsbeziehungen mit den OEM-Kunden, der Großteil des aktuellen Auftragsportfolios läuft bis Anfang der 2030er Jahre, der jüngste Großauftrag sogar bis 2036. Das kumulierte Auftragsvolumen liegt nach Aussage des Unter-

nehmens beim Vielfachen des letztjährigen Jahresumsatzes und bietet auf der Grundlage der vereinbarten Liefermengen noch ein sehr großes Umsatz- und Ergebnispotenzial.

Marktumfeld

Fokus auf LCV-Markt

Dank der starken Positionierung als Hersteller von Systemen zur Laderaumausstattung und -sicherung von LCV und der in den letzten Jahren gewonnenen Großaufträge in diesem Bereich stellt das Segment der leichten Nutzfahrzeuge den mit Abstand wichtigsten Zielmarkt von Delignit dar, aus dem aktuell rund zwei Drittel der Erlöse stammen dürften. Dementsprechend konzentrieren wir uns in der Analyse des Marktumfelds vor allem auf dieses Segment sowie auf den Bereich der Reisemobile, dem wir besonders viel Potenzial für Delignit beimessen.



Quelle: OICA

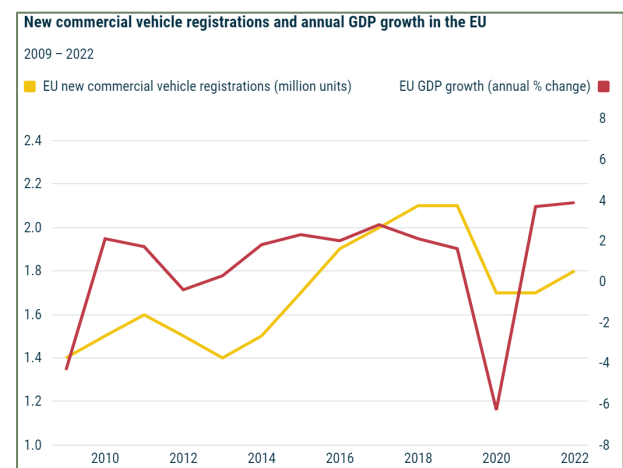
Weltmarkt von Amerika beherrscht

Als LCV gelten Nutzfahrzeuge mit einem zulässigen Gesamtgewicht von 3,5 Tonnen, umgangssprachlich Transporter genannt. Gemessen an den jährlichen Zulassungszahlen stellen sie das größte Segment des Nutzfahrzeugmarktes dar. Nach Angaben des europäischen Verbandes der Automobilhersteller (European Automobile Manufacturers Associations – ACEA) wurden EU-weit im letzten Jahr 1,56 Mio. neue LCV zugelassen, was 83 Prozent der Neuzulassungen aller Nutzfahrzeuge entsprach. Der Gesamtbestand der in der EU zugelassenen LCV wird auf mehr als 28,1 Mio. beziffert, die im Durchschnitt 11,6 Jahre alt sind. Damit hat sich das Durchschnittsalter der LCV-Flotte in der EU in den letzten zwei Jahren um 0,3 Jahre erhöht. Die LCV-Produktion in der EU, die laut ACEA in 37 Montagewerken erfolgt, lag letztes

Jahr mit 1,68 Mio. Fahrzeugen über den Zulassungszahlen, was die Gemeinschaft zu einem Nettoexporteur macht. Gemessen an der Weltproduktion von 18,6 Mio. Stück sieht der weltweite Branchenverband (International Organization of Motor Vehicle Manufacturers – OICA) die EU damit bei einem globalen Marktanteil von 8,6 Prozent. Deutlich größer ist der US-Markt, der sich laut OICA letztes Jahr auf 7,3 Mio. produzierte LCV belief, gleichbedeutend mit einem Weltmarktanteil von 39 Prozent. Zusammen mit den beiden anderen NAFTA-Ländern entfallen auf Nordamerika sogar 59 Prozent des Weltmarktes.

Starke Konjunkturabhängigkeit

Die gewerbliche Struktur der Nachfrage nach LCV bedingt eine überdurchschnittliche Konjunkturabhängigkeit des Marktes. Wie der nachstehenden Abbildung zu entnehmen ist (die sich allerdings nicht nur auf LCV, sondern auf sämtliche Nutzfahrzeuge bezieht), folgen die Zulassungszahlen relativ eng der BIP-Entwicklung, weisen dabei aber eine stärkere Amplitude auf.

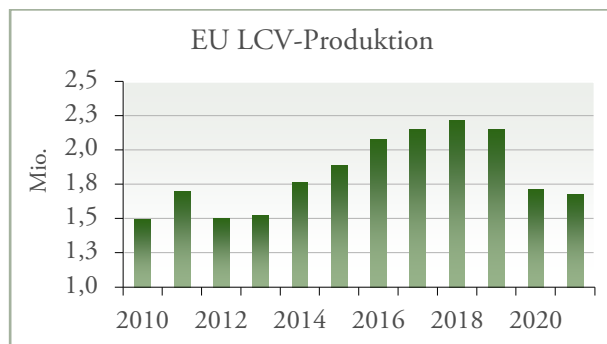


Quelle: ACEA

Dramatischer Corona-Einbruch

So war der europäische LCV-Markt in der Aufschwungphase zwischen 2012 und 2018 um kumu-

liert 47 Prozent auf mehr als 2,2 Mio. Fahrzeuge gewachsen, wobei die jährlichen Zuwachsraten bis an 15 Prozent heranreichten. Der Aufschwung endete aber bereits 2019, unter anderem, weil Verzögerungen in der Zulassung nach dem neuen Abgasprüfverfahren WLTP (Worldwide harmonized Light vehicles Test Procedure) für Produktionsunterbrechungen in der europäischen Automobilindustrie sorgten. Der daraus resultierende Rückgang der Produktionszahlen um 3,1 Prozent wurde aber 2020 durch die Auswirkungen der Corona-Pandemie deutlich in den Schatten gestellt. Vor allem die Werksschließungen im zweiten Quartal trugen maßgeblich zu einem Absinken des Outputs um 20,5 Prozent auf 1,7 Mio. Exemplare bei, den tiefsten Wert seit 2013. Die Neuzulassungszahlen blieben zwar etwas stabiler, verzeichneten aber mit -17,7 Prozent auf 1,4 Mio. Fahrzeuge dennoch einen sehr kräftigen Rücksetzer.

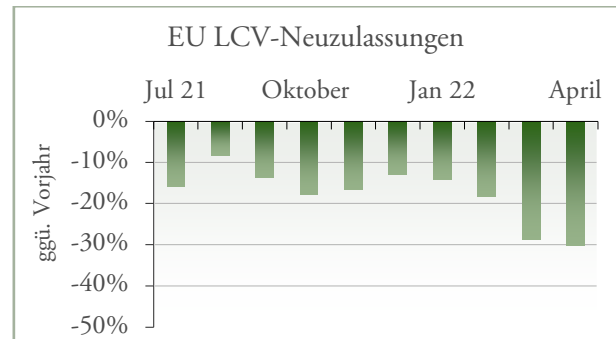


Quelle: ACEA

Chipknappheit stoppt Aufschwung

Die erste Jahreshälfte 2021 war von einer deutlichen Aufholbewegung gekennzeichnet. Spiegelbildlich zu 2020 fielen die Zuwachsraten vor allem im zweiten Quartal sehr hoch aus (teilweise über 200 Prozent), in Summe der ersten sechs Monate erholten sich die Neuzulassungszahlen von LCV um 38 Prozent auf 0,86 Mio. Fahrzeuge und lagen damit nur 6 Prozent unter dem ersten Halbjahr 2019. Doch der Aufschwung wurde durch die zunehmenden Lieferengpässe, vor allem, aber nicht nur, bei Halbleitern, jäh beendet. Ab Juli 2021 kippten die Vergleichszahlen mit dem Vorjahr wieder in den roten Bereich, so dass im Gesamtjahr nur ein moderates Plus von 8 Prozent (auf unter 1,6 Mio.) verblieb. Gemessen an den Produktionszahlen ist der EU-LCV-Markt 2021 nach

Angaben von ACEA sogar weiter geschrumpft, und zwar um knapp 2 Prozent auf unter 1,7 Mio. Einheiten.



Quelle: ACEA

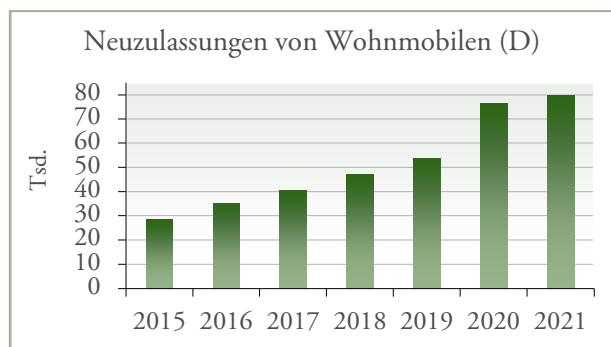
Erneuter Rückgang seit Kriegsausbruch

Durch den russischen Überfall auf die Ukraine sowie die rigide Zero-Covid-Politik in China und die damit verbundenen Lockdowns hat sich die Lage im laufenden Jahr erneut zugespitzt. Sowohl die daraus resultierenden Belastungen für die Lieferketten, als auch die massive Verteuerung der Energiepreise haben für eine deutliche Eintrübung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen gesorgt. In Verbindung mit der zur Abwehr der starken inflationären Tendenzen nun auch in Europa für Juli angekündigte Zinswende ist die konjunkturelle Zuversicht, die noch zum Jahreswechsel vorhanden war, nun von der Sorge vor einer Rezession abgelöst worden. In der Zulassungsstatistik macht sich das schwierige Umfeld in monatlichen Rückgängen (jeweils gegenüber Vorjahr) von bis zu 30 Prozent bemerkbar, in Summe der Monate Januar bis April lagen die LCV-Neuzulassungen in der EU mit 0,4 Mio. fast ein Viertel unter Vorjahr.

Reisemobile: Wachstum gegen den Trend

Ein zuletzt deutlich wachstumsstärkerer Markt ist das Segment der Reisemobile, das Delignit seit 2019 mit Interieur-Ausstattung für einen deutschen Hersteller beliefert. Die Neuzulassungszahlen von Reisemobilen in Deutschland haben bereits vor Corona deutlich zugelegt und lagen 2019 mit 53 Tsd. Exemplaren um 90 Prozent über dem Stand von 2015. Die Pandemie löste anschließend einen richtigen Ansturm aus, in

dessen Folge sich die Zahlen innerhalb eines Jahres um weitere 41 Prozent auf 76 Tsd. erhöhten. Trotz aller Lieferengpässe konnte das Wachstum auch letztes Jahr mit einem Anstieg um 4,4 Prozent auf 79,6 Tsd. fortgesetzt werden. Mit diesen Zahlen macht Deutschland rund 45 Prozent des europäischen Marktes aus, der, gemessen an den Neuzulassungen, nach Angaben der European Caravan Federation im letzten Jahr 181 Tsd. Fahrzeuge umfasste. Nach Deutschland waren Frankreich mit 17 Prozent und Großbritannien mit 8 Prozent die größten Einzelmärkte in Europa. Den Weltmarkt schätzt der deutsche Branchenverband Caravaning Industrie Verband e.V. (CIVD) für 2020 auf 232 Tsd. Einheiten, womit auf Deutschland rund ein Drittel der weltweiten Reisemobil-Neuzulassungen entfallen.

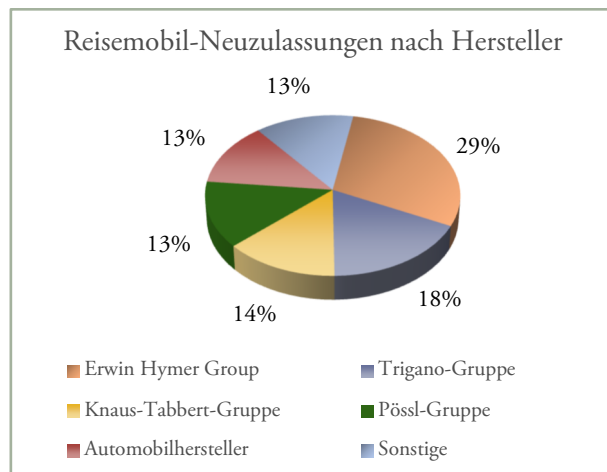


Quelle: KBA

Ein großer Platzhirsch

Der mit Abstand größte Anbieter auf dem deutschen Markt für Reisemobile ist laut dem Kraftfahrtbundesamt (KBA) Fiat Chrysler Automobile (FCA), der letztes Jahr mit PSA (Peugeot) zu dem Vielmarkenkonzern Stellantis fusioniert ist. Zählt man den Marktanteil des neuen Stellantis-Konzerns zusammen, in den auch die Nummer zwei der KBA-Statistik, Citroën, einfließt, ergibt sich ein Wert oberhalb von 70 Prozent. Dahinter folgt in einem sehr großen Abstand

Volkswagen mit 8,4 Tsd. Einheiten bzw. 10,5 Prozent der Gesamtzahl. Hinsichtlich des Marktanteils von Stellantis ist allerdings zu beachten, dass in diesen Zahlen neben den Eigenmarken (vor allem Fiat Ducato Camper) eine Vielzahl teils unabhängiger Marken enthalten ist, die von Stellantis (oder von anderen Herstellern) die Chassis und die Motoren beziehen. So basieren etwa die Wohnmobile von Dethleffs vor allem auf dem Fahrgestell von Fiat Ducato. Dethleffs selbst ist ein Teil der Erwin Hymer Group, dem Marktführer in Deutschland, auf dessen Marken 2020 fast ein Drittel aller Neuzulassungen entfiel. Dahinter folgten die Trigano-Gruppe, die Knaus-Tabbert-Gruppe und die Pössl-Gruppe, die 17,5 resp. 13,5 und 13,4 Prozent des Marktes abdeckten. Auf die Eigenmarken der Automobilhersteller entfielen knapp 10 Tsd. Neuzulassungen (12,7 Prozent), von denen ein Großteil die California-Reihe von Volkswagen war, mit welcher der Wolfsburger Konzern 2020 ein Wachstum um 133 Prozent auf 6,7 Tsd. Einheiten verzeichnete (Quelle: promobil.de: Wohnmobil-Neuzulassungen 2020. Hersteller mit den größten Marktanteilen)



Quelle: promobil.de, Angaben beziehen sich auf 2020

Strategie

Fokus auf das OEM-Geschäft

In den letzten Jahren hat sich Delignit sehr erfolgreich entwickelt, was unter anderem auf die Konzentration auf das OEM-Geschäft zurückzuführen ist. Dieses stellt zwar hohe Anforderungen an die Strukturen, Prozesse und Kapazitäten, ist mit langen Anbahnungs- und Anlaufzeiten verbunden und impliziert eine vergleichsweise geringe Breite der Kundenbasis, bietet im Erfolgsfall aber Potenzial für sehr große Absatzmengen und eine gute Visibilität für viele Jahre. Dementsprechend konzentriert sich Delignit auch für die Zukunft weiter auf Aktivitäten, die im Erfolgsfall die Chance auf ein Großseriengeschäft mit OEM-Kunden bieten.

Betonung der Material-, Entwicklungs-, System- und Serienkompetenz

Um die Position als OEM-Zulieferer zu erhalten und auszubauen, setzt Delignit auf den Ausbau der Kompetenzfelder Material, Entwicklung, System und Serienfertigung. Damit folgt das Unternehmen dem Trend vor allem in der Automobilindustrie, dass ein zunehmender Teil der Innovation und der Wertschöpfung auf die Zulieferer entfällt. Auf der Grundlage der genannten Kompetenzen kann Delignit laufend innovative Produkte entwickeln, diese zu kompletten Systemen innerhalb der Kundenprodukte integrieren und in den erforderlichen hohen Stückzahlen bei zuverlässig guter Qualität herstellen.

Positionierung als Qualitätsanbieter

Die Positionierung als Systemanbieter der Automobilindustrie profitiert davon, dass Delignit sich schon traditionell als Qualitätsanbieter verstanden hat und Massenmärkte spätestens seit dem Mehrheitsverkauf der beiden rumänischen Beteiligungen im Jahr 2010 größtenteils meidet. Dementsprechend erfüllen die Delignit-Produkte, -Strukturen und -Prozesse problemlos die hohen Anforderungen der Automobilindustrie, was auch in anderen Wirtschaftsbereichen als ein klares Gütesiegel gilt. So war nach Angaben des

Unternehmens die erwiesene OEM-Fähigkeit des Konzerns für die erfolgreiche Akquise des Auftrags für die serienmäßige Ausstattung von Reisemobilen mit ausschlaggebend. Doch auch im Automobilgeschäft handelt es sich bei den Delignit-Produkten um eine Premiausstattung, die deswegen im Niedrigpreissegment derzeit (noch) wenig zum Einsatz kommt.

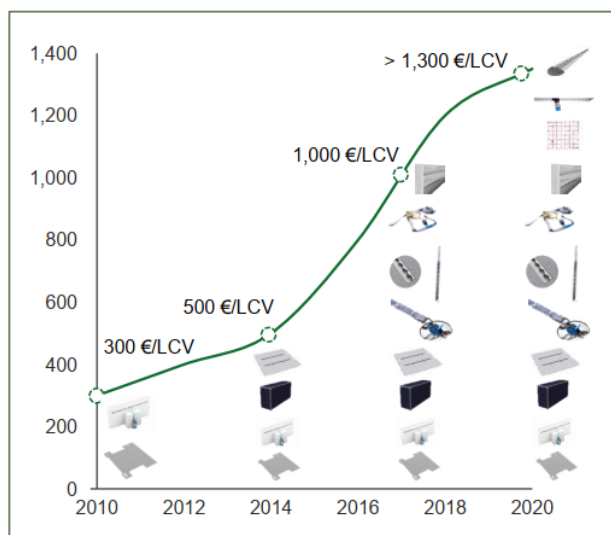
Große Wertschöpfungstiefe

Um die hohe und verlässliche Qualität sicherstellen zu können, setzt Delignit auf eine hohe Wertschöpfungstiefe. Bei den Kernprodukten beginnt diese mit der Herstellung des Werkstoffs und endet mit der Übergabe an die Logistikpartner, die dann auch die Sequenzierung der gelieferten Systemkomponenten (losgrößengerechte und fahrzeugbezogene Lieferung entsprechend der Produktionsplanung) am Produktionsband des Kunden übernehmen. Durch diese große Produktionstiefe kann Delignit die Marge der einzelnen Schritte selbst einbehalten sowie laufend Optimierungspotenziale hinsichtlich der Produkte, der Prozesse und deren Vernetzung identifizieren und nutzen. Auch sinkt dadurch die Abhängigkeit der eigenen Profitabilität von einzelnen Wertschöpfungsstufen und damit die Anfälligkeit für etwaige Störungen. So spielt Buchenholz zwar als Grundmaterial für Delignit weiter eine zentrale Rolle, sein Gewicht als Kostenfaktor liegt aber inzwischen nur noch im unteren einstelligen Prozentbereich der Gesamtleistung. Dementsprechend ist die jüngste Verteuerung von Holz auch für Delignit zwar deutlich spürbar, aber nicht dramatisch (auch langfristig sieht Delignit die Verfügbarkeit von Buchenholz als gesichert an, zumal die Buche mit dem Klimawandel gut zurechtkommt und ihr Anteil bei den Neuanpflanzungen steigt).

Mehr Umsatz pro Fahrzeug

Delignit positioniert sich aber nicht nur hinsichtlich der eigenen Leistungstiefe als ein Komplettanbieter, sondern ist auch darum bemüht, dies auch produkt-

seitig im Hinblick auf die Bedürfnisse der Kunden umzusetzen. Dementsprechend wird das Sortiment an Ausstattungselementen kontinuierlich erweitert. Lag der Schwerpunkt zu Beginn des Automotive-Geschäfts in der Lieferung von Kofferraumladeböden und Transporterböden, umfasst das Spektrum heute komplette Systeme mit zahlreichen Variationsmöglichkeiten, mit denen die Kunden den Laderaum nach eigenen Bedürfnissen konfigurieren können. Diese Entwicklung wird von Delignit bewusst forciert, weil damit ein deutlich höherer Umsatz pro Fahrzeug möglich wird, was eine stärkere Monetarisierung der bestehenden Kundenbeziehungen ermöglicht. Welche großen Fortschritte Delignit auf diesem Weg bereits erreicht hat, verdeutlicht die untere Graphik: Lag der erzielbare Umsatz pro ausgestattetem Fahrzeug 2010 (und damit noch vor den großen Serienlieferverträgen) bei lediglich 300 Euro, waren es 2020 bereits 1.300 Euro. Als nächste Erweiterung wurde letztes Jahr von einem amerikanischen OEM eine Auftragerweiterung für die Lieferung von LED-beleuchteten Deckenschienen akquiriert, die über die vereinbarte Laufzeit ein mittleres siebenstelliges Volumen erreichen kann.



Quelle: Unternehmen

Diversifikation der Kundenbasis

Trotz dieser Erfolge spielt auch die Diversifikation der Kundenbasis eine zentrale Rolle in der Delignit-Strategie, was in den letzten Jahren mit der Gewinnung des ersten amerikanischen OEM-Kunden und dem

Einstieg in das Reisemobilgeschäft gut gelungen ist. Auch in Zukunft will Delignit neue OEM-Kunden gewinnen und berichtet auf Nachfrage auch von guten Kontakten zu potenziellen Abnehmern, verweist aber auch auf die sehr langen Entscheidungszyklen solcher Abschlüsse sowie auf die eigenen Kapazitäten, die für neue Großaufträge erweitert werden müssten.

Erschließung neuer Anwendungsgebiete

Das Diversifikationsstreben betrifft aber auch die mit den eigenen Produkten adressierten Anwendungen. Diesbezüglich bedeutete gerade der erste Großauftrag für Reisemobile einen wichtigen Fortschritt, dessen positiver Diversifikationseffekt sich gerade im letzten Jahr bemerkbar machte, als das Kerngeschäft LCV aufgrund der Pandemie und der Lieferengpässe schwächelte. Ebenfalls eine Innovation findet in dem neuen Elektro-LCV Anwendung, für den Delignit Leichtbauelemente konzipiert hat, die Wabenstrukturen und verschleißresistente Oberflächen kombinieren. Um Innovationschancen frühzeitig zu erkennen und neue Anwendungsgebiete zu identifizieren, unterhält Delignit ein spezielles Team „New Business“, das sich mit diesen Fragestellungen laufend beschäftigt.

Verstärkte Internationalisierung

Schließlich sieht Delignit noch großes Wachstumspotenzial in Märkten außerhalb von Europa und insbesondere in Nordamerika. Mit dem erfolgreichen Anlaufen des inzwischen erweiterten ersten Großauftrags in den USA verfügt das Unternehmen vor Ort nun über Strukturen, Kontakte und Referenzen, um dieses Potenzial zukünftig stärker zu erschließen.

Kontinuität und Risikobegrenzung

Insgesamt setzt Delignit auch für die Zukunft auf die Fortsetzung des erfolgreichen Weges der letzten Jahre und auf eine organische Weiterentwicklung. Akquisitionen werden in der Strategiematrix zwar auch aufgeführt, doch sieht das Unternehmen nach eigener Aussage derzeit keine attraktiven Opportunitäten. Grundsätzliches Interesse bestünde aber an einer Erweiterung der technologischen Basis sowie an einer Stärkung der Marktposition in Übersee oder auf ei-

nem Gebiet des Segments Technological Applications. Auch bezüglich der organischen Entwicklung ist Delignit um einen risikoreduzierten Ansatz bemüht. Das betrifft sowohl die Akquise der Aufträge, bei der das Unternehmen klar die Marge vor dem Volumen priorisiert, als auch Themen wie Kapazitätserweiterungen und Innovationstempo.

Nachhaltigkeit in vielen Facetten

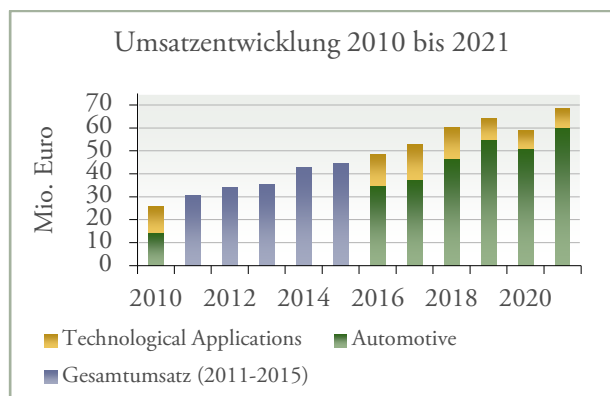
Das Bemühen um Kontinuität spiegelt sich auch in der Führungsstruktur und Personalpolitik wider, die von langen Amtszeiten der Vorstände und langen Betriebszugehörigkeitszeiten geprägt ist. Die Letztere beziffert das Unternehmen auf Nachfrage auf zehn Jahre im Durchschnitt aller Mitarbeiter und noch mehr be-

zogen auf die zweite Führungsebene (Angaben gelten für die Kerngesellschaft Blomberger Holzindustrie GmbH und dürften laut Delignit im Gesamtkonzern sogar noch höher liegen). Diese Zahlen lassen sich deuten als Ausdruck eines nachhaltigen Umgangs mit der Ressource Mitarbeiter. Um Nachhaltigkeit ist Delignit auch bei der Nutzung der anderen Ressourcen bemüht. Bezüglich der eigenen Produkte stellt die Nachhaltigkeit (CO₂-Neutralität von Buchenholz, Gewichtsvorteile) sogar eine wichtige Eigenschaft dar, mit der Delignit im Markt zunehmend punkten kann, und die deswegen durch entsprechende Zertifizierungen und Selbstverpflichtungen (z.B. Verzicht auf Holz aus Raubbaugebieten) aktiv gestärkt wird.

Finanzen

Steiler Wachstumstrend seit 2010

Seit der Fokussierung auf das aktuelle Geschäftsmodell im Jahr 2010, in deren Rahmen Delignit mittels des Mehrheitsverkaufs der rumänischen Töchter aus dem Geschäft mit Standardsperrholz ausgestiegen ist, konnte das Unternehmen ein sehr starkes und mit Ausnahme des Corona-Jahres 2020 ununterbrochenes Umsatzwachstum verzeichnen. Betragen die Erlöse 2010 noch 25,7 Mio. Euro, waren es 2021 bereits 68,3 Mio. Euro, woraus sich eine durchschnittliche Wachstumsrate (CAGR) von 9,3 Prozent ergibt. Dabei war das Wachstum vor allem organisch, die einzige Akquisition war der Zukauf der DHK automotive GmbH im Jahr 2013, die seinerzeit rund 5 Mio. Euro pro Jahr erlöste. Diese trug zum Wachstum des Segments Automotive bei, das seit 2010 sogar mit 13,9 Prozent p.a. zulegen konnte und für die Expansion des Konzerns sorgte. Das Segment Technological Applications hatte zwar zwischendurch ebenfalls spürbar zugelegt, blieb in den letzten drei Jahren (zuletzt auch Corona-bedingt) aber sogar unter dem Ausgangswert.

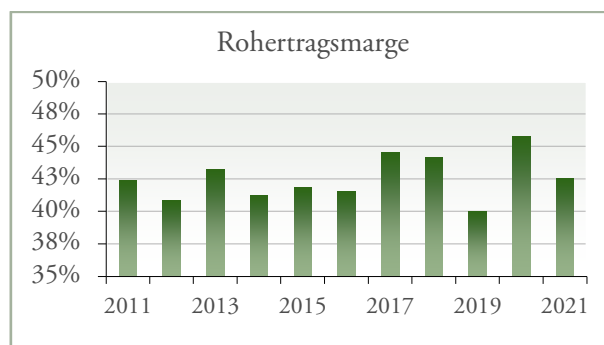


Quelle: Unternehmen; für 2011 bis 2015 keine Segmentdaten

Stabile Rohmarge

Trotz des massiv erhöhten Anteils des OEM-Geschäfts mit ausgesprochen preissensiblen Kunden konnte Delignit seine Rohmarge in diesem Zeitraum weitgehend stabil halten, worin sich nicht zuletzt die Vorteile einer großen eigenen Wertschöpfungstiefe

widerspiegeln. Bezogen auf die Betriebsleistung lag sie 2021 mit 42,5 Prozent nahezu punktgenau auf dem Niveau aus 2011 und entsprach auch exakt dem Durchschnittswert der Jahre 2011 bis 2021. Auch dazwischen blieben die Schwankungen vergleichsweise moderat, der Höchstwert betrug 45,8 Prozent und der Tiefstwert 40,0 Prozent. Der letztere war allerdings einer Sondersituation im Jahr 2019 geschuldet, als der schwierige Anlauf des ersten Großauftrags für Reisemobile die Profitabilität belastete. Davon abgesehen war in den letzten Jahren sogar eine Aufwärtsverschiebung der Rohmarge erkennbar, die aber durch die Verteuerung der Rohstoffe im letzten Jahr wieder rückgängig gemacht wurde.

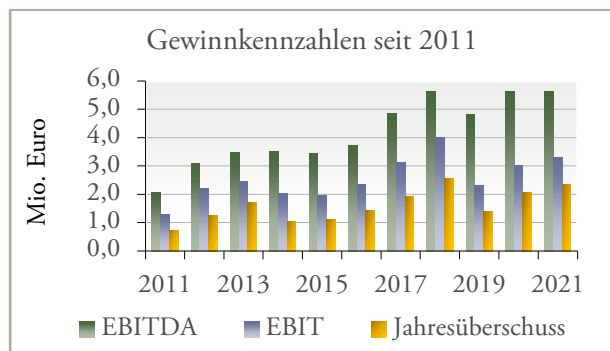


Quelle: Unternehmen; bezogen auf die Betriebsleistung

Seit 2011 profitabel

Das Wachstum der letzten Jahre ging mit einer ebenfalls deutlich aufwärtsgerichteten Gewinnentwicklung einher. Einen Verlust hat Delignit zum letzten Mal 2010 gemeldet, als sich die Restrukturierung und der Ausstieg aus dem Massengeschäft in einem Nachsteuerverlust von 10,2 Mio. Euro bemerkbar machten. Bereits ein Jahr später war Delignit aber auf allen Ergebnisebenen wieder profitabel, seitdem wurde fast durchgehend Gewinnwachstum im Gleichschritt mit dem Umsatz erreicht. Die größte Ausnahme war das Jahr 2019, als die Sonderkosten im Zusammenhang mit dem Anlauf des großen Reisemobilauftrags zu einem Ergebnisrückgang um fast die Hälfte geführt ha-

ben. Hiervon konnte sich die Ergebnissituation schon 2020 deutlich erholen, wobei wegen der Pandemie das Margenniveau des Jahres 2018 noch nicht wieder erreicht wurde.



Quelle: Unternehmen

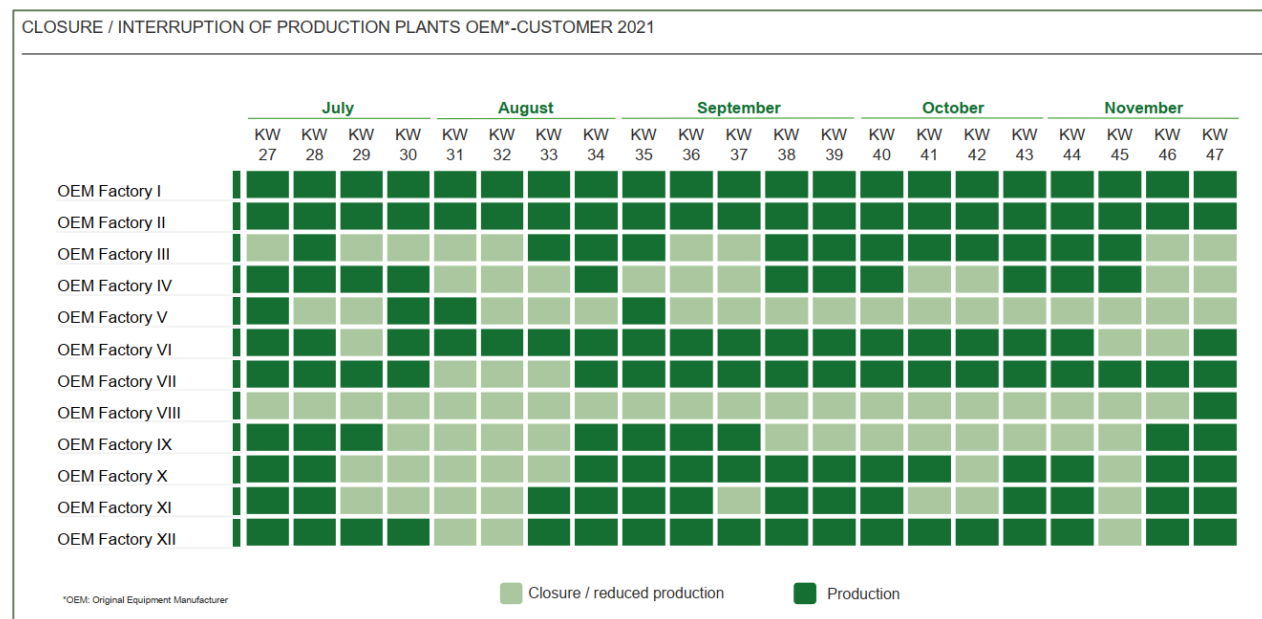
2021 mit zweifacher Belastung

Auch 2021 konnte der Gewinn weiter gesteigert werden, wenn auch schwächer als der Umsatz. Ursächlich dafür waren im kleineren Ausmaß noch die Belastungen durch die Pandemie, vor allem aber die Lieferengpässe im Automobilssektor, die immer wieder zum Stillstand der OEM-Fabriken führten (siehe Übersicht der Fabrikschließungen unten). Dies sorgte für Unterbrechungen der Abrufe und damit auch bei Delignit zu Stillständen und zu suboptimalen Betriebsabläufen. Zu sehen ist dies auch an den Umsatz-

zahlen der beiden Halbjahre. Während die ersten sechs Monate 2021 noch von einer lebhaften Nachfrage und einer starken Aufholbewegung nach dem Lockdown in 2020 geprägt waren und der Automotive-Umsatz in dieser Zeit um 48 Prozent gesteigert werden konnte, blieb er in der zweiten Jahreshälfte um 4 Prozent unter dem Vorjahresniveau. Und auch das nur, weil das Reisemobil-Geschäft von den Lieferengpässen weitgehend unbeeinträchtigt weiter deutlich gewachsen ist. Für die vollen zwölf Monate 2021 konnte die Automotive-Sparte aber dennoch deutlich, nämlich um 18 Prozent, auf den neuen Rekordwert von 60,2 Mio. Euro zulegen. Gewachsen ist 2021 auch das kleinere Segment Technological Applications, das aber mit 8,1 Mio. Euro (+6 Prozent) den Corona-bedingten Einbruch des Vorjahrs (von 9,4 auf 7,6 Mio. Euro) noch nicht wettmachen konnte. Der konsolidierte Konzernumsatz legte infolgedessen um 16 Prozent auf 68,3 Mio. Euro zu.

Weiterhin gute Profitabilität

Trotz dieser schwierigen Rahmenbedingungen konnte Delignit auch 2021 den Gewinn steigern. Beim EBITDA fiel dieser Zuwachs zwar mit 0,4 Prozent auf 5,6 Mio. Euro nur minimal aus, doch beim EBIT konnte ein Anstieg um 9,4 Prozent auf 3,3 Mio. Euro erzielt werden. Das Vorsteuerergebnis und der



Quelle: Unternehmen

Jahresüberschuss legten sogar zweistellig zu, auf 3,2 respektive 2,3 Mio. Euro. Gegenüber dem Vorjahr hat sich die Margenlage somit etwas verschlechtert, doch sind die in dem schwierigen Umfeld erzielten Margen von 8,3 Prozent beim EBITDA und 3,4 Prozent beim Nettogewinn weiterhin sehr solide. Die Nettomarge lag damit sogar geringfügig über dem langjährigen Durchschnitt seit 2011 (3,3 Prozent), die EBIT-Marge nur leicht darunter (5,3 Prozent). Der Höchstwert der EBIT-Margenentwicklung seit 2011 wurde 2018 mit 6,7 Prozent erreicht (2013 wurde eine noch höhere Marge ausgewiesen, die aber von positiven Sondereffekten aus der Erstkonsolidierung von DHK automotive profitierte), bevor die Probleme mit dem Anlauf des Reisemobilauftrags (2019), Corona (2020) sowie Verteuerung der Vorprodukte und Lieferengpässe (2021) den Trend stoppten.

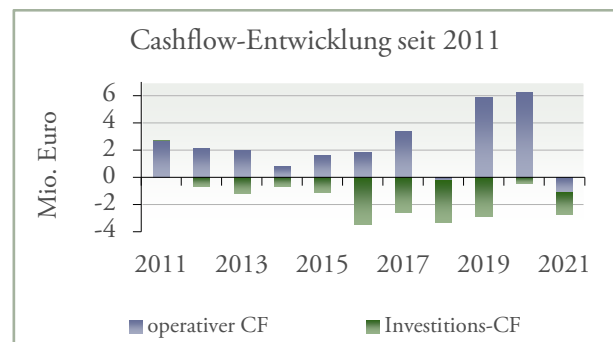
| Geschäftszahlen | GJ 2020 | GJ 2021 | Änderung |
|---------------------------|---------|---------|----------|
| Umsatz | 58,69 | 68,33 | +16,4% |
| <i>Automotive</i> | 51,06 | 60,23 | +17,9% |
| <i>Technological App.</i> | 7,63 | 8,10 | +6,2% |
| EBITDA | 5,62 | 5,64 | +0,4% |
| EBITDA-Marge | 9,6% | 8,3% | |
| EBIT | 3,03 | 3,32 | +9,4% |
| EBIT-Marge | 5,2% | 4,9% | |
| EBT | 2,78 | 3,17 | +14,0% |
| EBT-Marge | 4,7% | 4,6% | |
| Jahresüberschuss | 2,08 | 2,34 | +12,2% |
| Netto-Marge | 3,5% | 3,4% | |
| Free-Cashflow | 5,80 | -2,74 | - |

Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

Niedrigere Abschreibungen und Zinsen

Dass Delignit letztes Jahr trotz der widrigen Rahmenbedingungen den Gewinn überhaupt steigern konnte, lag am Rückgang der Abschreibungen und der Zinsaufwendungen, die sich um 10 bzw. 41 Prozent reduzierten. Demgegenüber legten die anderen Aufwandsarten zu. Während sich der Materialaufwand mit 30,6 Prozent (auf 40,6 Mio. Euro) und die SBA mit 27 Prozent (auf 6,7 Mio. Euro) stärker als die Betriebsleistung (+23 Prozent auf 70,7 Mio. Euro) erhöhten,

blieb der Zuwachs des Personalaufwands aber deutlich darunter (+15 Prozent auf 17,7 Mio. Euro). Und auch dieser Anstieg war bei einem nahezu stabilen durchschnittlichen Mitarbeiterbestand vor allem auf zwei Sondereffekte zurückzuführen: die im Vorjahresvergleich geringere Nutzung der Kurzarbeit sowie die – nicht liquiditätswirksamen – Kosten des Aktienoptionsprogramms, die sich wegen der starken Performance der Aktie bis Ende 2021 von 3 Tsd. Euro im Vorjahr auf 756 Tsd. Euro erhöhten. Trotz dieses Effekts, der sich angesichts des in Folge der russischen Invasion in der Ukraine nun deutlich gesunkenen Aktienkurses im laufenden Jahr nicht wiederholen dürfte, konnte die Personalaufwandsquote im Vorjahresvergleich um 1,7 Prozentpunkte auf 25,1 Prozent reduziert werden, womit sie auch unter dem langjährigen Durchschnittswert von 26,4 Prozent blieb.



Quelle: Unternehmen

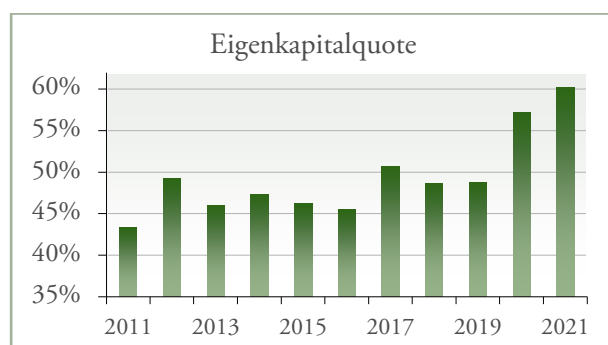
Starke Innenfinanzierungskraft

Anders als der Gewinn, hat sich der operative Cashflow letztes Jahr deutlich verschlechtert und ist von dem Rekordüberschuss im Vorjahr (6,3 Mio. Euro) auf -1,1 Mio. Euro abgerutscht. Der wichtigste Grund dafür war der massive Anstieg der Vorräte (siehe unten) und der Forderungen, darüber hinaus haben sich die Steuerzahlungen, die 2020 wegen der außerordentlichen Stundungsmöglichkeiten im Zuge der Corona-Maßnahmen auf nur noch knapp 0,2 Mio. Euro gesunken waren, wieder deutlich erhöht. In Verbindung mit den ebenfalls wieder normalisierten Investitionen (1,7 Mio. Euro nach 0,5 Mio. Euro) führte dies zu einem Free-Cashflow von -2,7 Mio. Euro. Das letzte Geschäftsjahr war damit eine von nur drei Perioden seit 2011, in denen Delignit einen negativen Free-Cashflow ausweisen musste. In Summe

dieses Zeitraums belaufen sich die operativen Cash-Überschüsse auf 25,2 Mio. Euro und übertreffen damit die Summe der Investitionen um 7,4 Mio. Euro, die Delignit vor allem für die Tilgung von Krediten nutzte. So auch im letzten Jahr, in dem die Tilgung mit 1,3 Mio. Euro der größte Abflussposten im Finanzierungs-Cashflow in Höhe von -1,9 Mio. Euro war.

Hohes Vorratsvermögen

Insgesamt hat sich die bilanzielle Liquidität 2021 von 4,9 auf 0,2 Mio. Euro reduziert, wobei Delignit zusätzlich noch über hohe ungenutzte Kreditlinien verfügt. Der größte Teil des Vermögens steckte zum letzten Bilanzstichtag in den Vorräten, die sich innerhalb von zwölf Monaten um 44 Prozent auf 15,9 Mio. Euro erhöht haben und damit mehr als 40 Prozent der Bilanzsumme von 39,6 Mio. Euro ausmachten. Das Unternehmen begründet diesen Anstieg mit dem frühzeitig eingeleiteten strategischen Lageraufbau als Reaktion auf die sich schon Anfang 2021 abzeichnende massive Verteuerung der Rohstoffe. Die zweitgrößte Aktivposition stellen die Sachanlagen mit 13,3 Mio. Euro bzw. einem Drittel der Bilanzsumme dar, denen mit großem Abstand die Forderungen folgen, die sich Ende 2021 auf 5,2 Mio. Euro beliefen, nach 3,2 Mio. Euro im Vorjahr. Immaterielle Werte spielen hingegen nur eine untergeordnete Rolle und machten zum Jahreswechsel mit 3,1 Mio. Euro nur acht Prozent aller Asset aus.



Quelle: Unternehmen

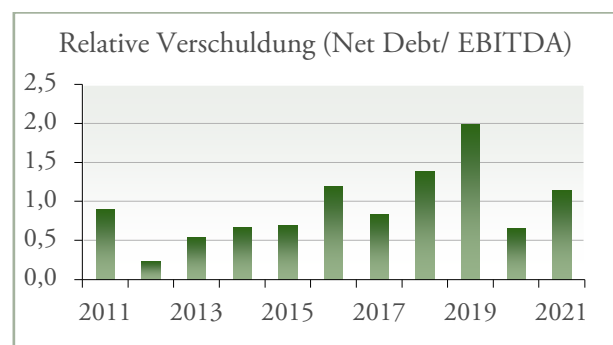
Wachsende Eigenkapitalquote

Solide ist auch die Passivseite der Bilanz, die eindeutig vom Eigenkapital dominiert wird. Dieses belief sich

Ende Dezember auf 23,8 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Eigenkapitalquote von 60,2 Prozent. Diese hat somit ihren Aufwärtstrend weiter fortgesetzt und sich innerhalb von nur zwei Jahren um 11,3 Prozentpunkte erhöht.

Moderate Verschuldung

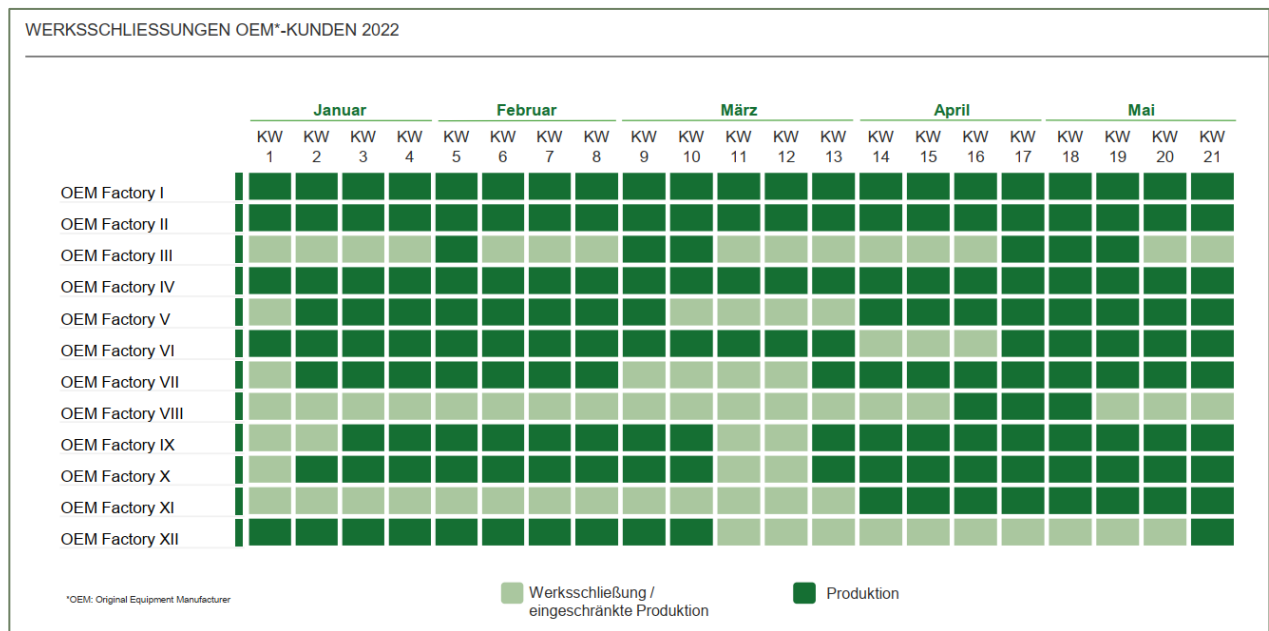
Spiegelbildlich zur hohen Eigenkapitalquote weist die Delignit-Bilanz nur eine moderate Verschuldung auf. Die Summe aus Bankkrediten und Leasingverbindlichkeiten lag Ende 2021 bei 6,7 Mio. Euro (hiervon 2,6 Mio. Euro aus Leasing), was abzüglich der Liquidität einer Nettoverschuldung von 6,4 Mio. Euro entsprach. Bezogen auf das letztjährige EBITDA korrespondiert dies mit einer sehr moderaten relativen Verschuldung von 1,1. Wie der Abbildung unten zu entnehmen ist, schwankt diese seit Jahren stabil um die Marke von 1.



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Vorsichtige Prognose für 2022

Insgesamt sieht sich Delignit mit der aktuellen Aufstellung und dem großen Auftragsbestand in einer sehr guten Position, um auch in den nächsten Jahren das Umsatz- und Ergebniswachstum fortzusetzen. Das Unternehmen spricht davon, in Zukunft weiterhin mit zweistelligen Raten wachsen und die EBITDA-Marge weiter erhöhen zu wollen. Als Vision wird dabei ein Umsatzniveau oberhalb von 100 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge über 10 Prozent genannt. Allerdings bleibt das laufende Jahr hiervon noch ausgenommen. Hier verweist Delignit auf die massiv erhöhte Unsicherheit infolge der russischen Aggression und sieht vor allem weiter anhaltende Störungen der Lieferketten als einen zentralen Risikofak-



Quelle: Unternehmen

tor. So waren auch die ersten Monate des laufenden Jahres von Produktionsunterbrechungen in der Automobilindustrie gekennzeichnet, wovon auch die von Delignit belieferten Werke betroffen waren (siehe Abbildung). Derzeit scheint sich die Lage nach Aussage des Vorstands zwar zu beruhigen, aber der Ausblick bleibt weiterhin unruhig. Vor diesem Hintergrund

hat Delignit für 2022 bisher keine konkrete Prognose veröffentlicht. Stattdessen wurde lediglich ein leichtes Umsatzwachstum in Aussicht gestellt, das aber von einer rückläufigen EBITDA-Marge begleitet werden dürfte.

Equity-Story

Ökologischer Hightech-Werkstoff

Delignit blickt auf eine 200-jährige Unternehmensgeschichte zurück, in der sich das Unternehmen schon früh auf die Herstellung des gleichnamigen Werkstoffes aus Buchenholz spezialisiert hat. Dieser wurde über Jahre kontinuierlich weiterentwickelt und stellt heute einen Hightech-Werkstoff dar, der nach Bedarf mit verschiedenen Zusatzfunktionen versehen werden kann. Eine Grundeigenschaft ist aber seine CO₂-Neutralität, was für die Kunden zunehmend wichtig wird. Zu diesen gehören vor allem die Automobilindustrie, aber auch Zughersteller und Ausrüster von Fabriken und Warenumschlagzentren.

Positionierung als Systemlieferant

Das Geschäftsmodell reicht inzwischen weit über die Werkstoffherstellung hinaus. Auf der Grundlage einer umfassenden Materialkompetenz auch für andere Werkstoffe, einer großen Expertise in der Produktentwicklung und einer seit Jahren ausgebauten Fähigkeit für die Großserienproduktion hat sich Delignit zu einem Systemlieferanten entwickelt, der seinen Kunden fertige Systeme für deren Produkte anbietet und dabei die komplette Wertschöpfungskette, von der Entwicklung, über die Materialbeschaffung, bis zur Serienfertigung und Just-in-Sequence-Lieferung abdeckt.

Etablierter Automobilzulieferer

Diese Leistungen werden vor allem für Kunden aus der Automobilindustrie erbracht, auf die zuletzt fast 90 Prozent aller Umsätze entfielen. Das Automotive-Geschäft umfasst vor allem umfangreiche Systeme für die Laderaumausstattung und -sicherung sowie Interieur-Systeme für Reisemobile. Dabei agiert das Unternehmen als ein Direktzulieferer (Tier One), was die Qualität und Zuverlässigkeit seiner Produkte und Prozesse unterstreicht.

Umsatz- und Gewinnwachstum

Seit Delignit 2010 das Geschäftsmodell auf die aktuelle Aufstellung ausgerichtet hat, wurde eine beein-

druckende Wachstumsgeschichte geschrieben. Auf der Grundlage mehrerer großer Serienaufträge konnte der Umsatz im Automotive-Segment seitdem mit einer CAGR von fast 14 Prozent gesteigert werden und legte in Summe von 14,4 auf 60,2 Mio. Euro zu. Dadurch erhöhte sich der Konzernumsatz mit einer Durchschnittsrate von 9,3 Prozent auf zuletzt 68,3 Mio. Euro.

Seit 2011 profitabel

Dieses Umsatzwachstum wurde von ebenfalls deutlich steigenden Gewinnen begleitet. Seit 2011 ist Delignit durchgehend profitabel. Im Durchschnitt der Jahre 2011-2021 wurde eine EBITDA Marge von 8,5 Prozent und eine EBIT-Marge von 5,3 Prozent erwirtschaftet. Trotz der Belastungen durch die Corona-Pandemie und vor allem durch die teils massiven Lieferengpässe in der Automobilindustrie, in deren Folge auch Delignit von unterbrochenen Abrufen betroffen war, konnte auch letztes Jahr ein Margenniveau erreicht werden, welches nur unwesentlich unter den langjährigen Durchschnittswerten lag. Beim Vorsteuerergebnis und beim Jahresüberschuss wurden diese sogar erreicht bzw. minimal übertroffen.

Hohe Cashflows

Die hohe Ergebnisqualität wird durch die hohen Cashflows unterstrichen, die Delignit in den letzten Jahren erwirtschaften konnte. Trotz größerer Investitionen in den Aufbau der Kapazitäten, die für die Bearbeitung der akquirierten Aufträge benötigt wurden und werden, war der Free-Cashflow nur in drei der letzten elf Jahre negativ, in Summe wurde seit 2011 ein Cash-Überschuss von 7,4 Mio. Euro erwirtschaftet.

Komfortable Bilanzstruktur

Dementsprechend solide stellt sich die Bilanzsituation dar. Die Eigenkapitalquote überstieg Ende 2021 zum ersten Mal die Marke von 60 Prozent, während sich

die Nettoverschuldung lediglich auf das 1,1-fache des letztjährigen EBITDA belief. Und das, obwohl Delignit 2021 zur Sicherstellung der eigenen Lieferfähigkeit und zum Schutz vor weiteren Preiserhöhungen einen Großteil der Liquidität in den Aufbau der Vorräte investiert hat. Diese machten zum letzten Bilanzstichtag mehr als 40 Prozent der Bilanzsumme aus.

Sehr großer Auftragsbestand

Aus den zahlreichen Großaufträgen, die Delignit in den letzten Jahren akquirieren konnte, besteht ein Auftragsbestand, der bis weit in die 2030er Jahre reicht und über die gesamte Laufzeit ein Volumen in vielfacher Höhe der letztjährigen Umsätze umfasst. Das Gros dieser Aufträge betrifft die Laderaumausstattung und -sicherung für LCV sowie das Interieur für Reisemobile. Gerade beim Letzteren wurde das Auftragsvolumen inzwischen deutlich ausgeweitet, auch der Umfang des Auftrags für die Lieferung von Leichtbauteilen für einen elektrischen Transporter, dessen Serienproduktion dieses Jahr startet, wurde bereits ausgeweitet und liegt nun beim Mehrfachen des ursprünglichen Bestellvolumens.

Weiteres Wachstumspotenzial

Allein dieses Auftragspolster bietet bei Annahme einer Normalisierung der Situation in der Automobilindustrie und damit auch der Abrufzahlen das Potenzial für deutliche höhere Umsätze und Ergebnisse bei Delignit. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über weitere vielversprechende Wachstumsoptionen. Eine bereits in der Vergangenheit erfolgreich erprobte Strategie ist das Angebot zusätzlicher Ausstattungsmerkmale, sodass der Umsatz pro Fahrzeug gesteigert und bestehende Kundenbeziehungen stärker monetarisiert werden können. Ferner sieht Delignit vor allem in den USA noch großes Potenzial, das zukünftig stärker erschlossen werden soll, und will darüber hinaus auch mit Innovationen und der Übertragung der eigenen Material- und Entwicklungskompetenz auf andere Anwendungsfelder wachsen.

Bewährte Strategie

Damit verfolgt Delignit eine Strategie, die sich schon in den letzten Jahren erfolgreich bewährt hat. In deren Rahmen wurde das Produkt- und Kundenportfolio schrittweise diversifiziert, wobei das Unternehmen darauf achtet, dass die Expansionsgeschwindigkeit im Einklang mit dem Wachstumstempo der Kapazitäten und der Organisation bleibt. Eine wichtige Leitlinie ist dabei die Profitabilität, die in der Wachstumsstrategie eine klare Priorität vor dem Mengenwachstum hat. Dementsprechend liegt der Wachstumsschwerpunkt im Premiumbereich, in dem Delignit vor allem mit der Qualität und dem Innovationsgrad der Produkte und nicht mit deren Preis überzeugt.

Zwei wichtige Diversifikationserfolge

In den letzten Jahren sind Delignit zwei strategische Erfolge gelungen, die das Potenzial bieten, die künftige Entwicklung deutlich zu beflügeln. Zum einen wurde der erste OEM-Kunde in den USA gewonnen, womit Delignit der Eintritt in diesen potenzialträchtigen Markt gelungen ist. Für die weitere Expansion in Amerika kann Delignit nun auf den vor Ort vorhandenen Strukturen, Kontakten und Referenzen aufbauen. Zum anderen ist mit dem ersten Großauftrag für die Ausstattung von Reisemobilen ein bedeutender Markt außerhalb des Transportersegments erschlossen worden. Hier sieht Delignit noch große Chancen auf die Gewinnung weiterer Kunden sowie auf die Erhöhung der eigenen Wertschöpfungstiefe, womit sich im Erfolgsfall spürbare Wachstums- und Margeneffekte ergeben sollten.

Kontinuität und Verlässlichkeit

Neben der starken Marktstellung, der mehr als soliden Zahlen und der vielversprechenden Perspektiven überzeugt Delignit auch mit einem hohen Grad an Kontinuität und Verlässlichkeit. Dies gilt sowohl nach außen, in Richtung der Lieferanten und Kunden, als auch nach innen. Sowohl die langfristig angelegte und konsequent verfolgte Strategie als auch die auf Kontinuität bedachte Personal- und Führungspolitik wirken vertrauensbildend und dürften auch aus Aktionärssicht ein Asset darstellen.

DCF-Bewertung

Fortsetzung des Wachstums

Als zentrale Annahme für die Ermittlung des fairen Wertes der Delignit-Aktie sind wir davon ausgegangen, dass der beeindruckende Wachstumstrend der letzten zehn Jahre auch in Zukunft fortgesetzt werden kann. Angesichts der sehr guten Marktstellung, die in den letzten Jahren mit dem Einstieg in das Geschäft mit der Ausstattung von Reisemobilien und mit der Gewinnung des ersten großen US-Kunden auf zwei vielversprechenden Gebieten weiter ausgebaut werden konnte, des großen Auftragsbestandes und nicht zuletzt der auf umfassender Material- und Anwendungs-kompetenz beruhenden Innovationskraft erscheint diese Annahme unseres Erachtens gut begründet.

100 Mio. Umsatz bis 2026

Allerdings gehen wir davon aus, dass die aktuell schwierigen Rahmenbedingungen nicht spurlos an Delignit vorübergehen, weswegen wir für das laufende Jahr ungeachtet des großen Auftragsbestandes eine spürbare Wachstumsabschwächung unterstellt haben. So kalkulieren wir für 2022 nur mit einem Anstieg der Erlöse um 5 Prozent auf knapp 72 Mio. Euro. Anschließend lassen wir die Wachstumsrate auf 10 Prozent in den Jahren 2023 und 2024 ansteigen, bevor wir sie aus Vorsicht wieder schrittweise absinken lassen. Die von Delignit als Vision genannte Marke von 100 Mio. Euro Umsatz wird in unserem Modell damit im Jahr 2026 überschritten, zum Ende des Detailprognosezeitraums (im Jahr 2029) beträgt der Umsatz dann 125 Mio. Euro. Im Durchschnitt rechnen wir somit für den Zeitraum von 2021 bis 2029 mit einer CAGR von 7,9 Prozent und damit mit einem Wert, der um 1,4 Prozentpunkte unter der CAGR der Jahre 2010 bis 2021 liegt.

Schwierigere Rahmenbedingungen

Auch bezüglich der Rentabilität liegen unsere Schätzwerte für die nächsten Jahre unter dem Niveau, das Delignit in der Vergangenheit erreicht hat. Dies gilt insbesondere für das laufende Jahr, das auch in jüngerer

Zeit noch von wiederholten Produktionsstillständen in Fabriken der Kunden und somit auch von erratischen Abrufen gekennzeichnet gewesen ist. Hinzu kommen deutliche Inflationseffekte bei nahezu allen Inputfaktoren. Auch wenn Delignit durch einen vorausschauenden Vorratsaufbau und durch rechtzeitige Lieferverträge noch nicht akut von den aktuellen Preisspitzen betroffen ist, liegen die Materialpreise dennoch weit oberhalb dessen, was bis 2020 üblich war. Und sollten die Einkaufspreise auf dem aktuellen Niveau bleiben, was derzeit nicht unwahrscheinlich erscheint, werden sie spätestens im nächsten Jahr in der GuV von Delignit sichtbar werden. Inwiefern sich dies dauerhaft auf die Margen von Delignit auswirkt, bleibt aber abzuwarten. Grundsätzlich verweist das Unternehmen nämlich auf die in vielen Verträgen vorgesehene Möglichkeit, nachweisbare Kostensteigerungen bei Einkaufspreisen an die Kunden weiterzureichen, und berichtet auf Nachfrage von einer insgesamt positiven Resonanz und von sehr konstruktiven, teilweise bereits erfolgreich abgeschlossenen, Gesprächen.

Mehrjährige Profitabilitätsdelle

Um das aus dieser Gemengelage resultierende Risiko für die Profitabilität abzubilden, haben wir für das laufende Jahr rückläufige Margen modelliert, die ab 2023 wieder schrittweise ansteigen. Dies aber nur vergleichsweise moderat, sodass die EBITDA-Marge erst 2024 das Niveau aus 2021 überschreitet. Anschließend lassen wir die Rentabilität im Trend der Jahre bis 2018 aber weiter ansteigen, sodass wir für 2029 mit einer EBITDA-Marge von 10,2 Prozent und einer EBIT-Marge von 7,5 Prozent kalkulieren. Für das laufende Jahr rechnen wir hingegen lediglich mit einer EBITDA-Marge von 7,0 Prozent und einer EBIT-Marge von 3,8 Prozent, woraus sich die Erwartung eines Jahresüberschusses von 1,8 Mio. Euro ergibt.

| Mio. Euro | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 | 12 2026 | 12 2027 | 12 2028 | 12 2029 |
|-----------------------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Umsatzerlöse | 71,7 | 78,9 | 86,8 | 94,6 | 102,2 | 109,9 | 117,5 | 125,2 |
| Umsatzwachstum | | 10,0% | 10,0% | 9,0% | 8,0% | 7,5% | 7,0% | 6,5% |
| EBIT-Marge | 3,8% | 4,5% | 5,2% | 5,8% | 6,3% | 6,8% | 7,2% | 7,5% |
| EBIT | 2,7 | 3,5 | 4,5 | 5,5 | 6,4 | 7,4 | 8,5 | 9,4 |
| Steuersatz | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 0,8 | 1,0 | 1,3 | 1,6 | 1,9 | 2,2 | 2,5 | 2,7 |
| NOPAT | 1,9 | 2,5 | 3,2 | 3,9 | 4,6 | 5,3 | 6,0 | 6,6 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 2,0 | 2,2 | 2,8 | 2,8 | 2,9 | 3,0 | 3,0 | 3,2 |
| + Zunahme langfr. Rückstellungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| + Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Operativer Brutto Cashflow | 4,0 | 4,7 | 6,0 | 6,7 | 7,4 | 8,2 | 9,1 | 9,8 |
| - Zunahme Net Working Capital | 3,0 | -0,6 | -0,7 | -0,7 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -1,0 |
| - Investitionen AV | -3,2 | -5,5 | -3,0 | -3,2 | -3,4 | -3,6 | -3,7 | -3,9 |
| Free Cashflow | 3,7 | -1,4 | 2,2 | 2,7 | 3,2 | 3,8 | 4,4 | 4,9 |

Wieder höhere Investitionen

Das Geschäftsmodell und insbesondere die große Wertschöpfungstiefe machen ein stetiges Kapazitätswachstum zur Voraussetzung steigender Umsätze. Nachdem Delignit die Investitionen in den beiden Corona-Jahren spürbar reduziert hat, dürfte die Investitionstätigkeit ab 2022 wieder deutlich anziehen. Das Unternehmen selbst spricht für das laufende Jahr von Investitionen in Höhe von über 3 Mio. Euro, die nächstes Jahr noch einmal deutlich zunehmen dürften. Wir haben dies entsprechend in unserem Modell unterstellt und für die restlichen Jahre des detaillierten Prognosezeitraums mit einer Investitionsquote von 3,3 Prozent (vom Umsatz) kalkuliert, die somit dem Durchschnitt der Jahre 2011 bis 2021 entspricht.

Terminal Value

Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Geschäftsjahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle oben, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Zur Ermittlung des Terminal Value für den Zeitraum ab 2029 setzen wir die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums an, auf deren Grundlage wir an-

schließend ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a. annehmen.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir auf 5,8 Prozent (das entspricht dem Durchschnittswert in Deutschland; Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem fundamental abgeleiteten Beta von 1,2, in dem einerseits die gute grundsätzliche Visibilität der Entwicklung aufgrund des auf großen, langjährigen Lieferverträgen beruhenden Geschäftsmodells und andererseits die Abhängigkeit vom kurzfristigen Abrufverhalten der Kunden zum Ausdruck kommen, einem Zielfremdkapitalanteil von 30 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 29 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,6 Prozent.

Kursziel: 10,50 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,6 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 86,2 Mio. Euro oder 10,52 Euro je Aktie, woraus wir das Kursziel von 10,50 Euro ableiten. Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir somit trotz der vorsichtigen Annahmen ein Aufwärtspotenzial von ca. 30 Prozent.

Unterdurchschnittliches Schätzrisiko

Dieses Potenzial geht unseres Erachtens mit einem unterdurchschnittlichen Schätzrisiko einher, das wir mit drei von sechs möglichen Risikopunkten bewerten. Insbesondere die seit Jahrzehnten etablierte Marktposition, die stabile Kundenbasis und der große Auftragsbestand sorgen für eine grundsätzlich gute Prognostizierbarkeit der Zahlen. Dem steht die Abhängigkeit der Erlöse vom Timing der konkreten Abufe gegenüber. Auch impliziert unser Modell die weitere Expansion in den erst kürzlich erschlossenen

Märkten (USA, Reisemobile), was derzeit noch als unsicher bezeichnet werden muss.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 7,66 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,6 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 16,51 Euro im optimistischsten Fall.

| Sensitivitätsanalyse WACC | Ewiges Cashflow-Wachstum | | | | |
|------------------------------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2,0% | 1,5% | 1,0% | 0,5% | 0,0% |
| 5,6% | 16,51 | 14,72 | 13,32 | 12,19 | 11,26 |
| 6,1% | 14,22 | 12,87 | 11,78 | 10,88 | 10,13 |
| 6,6% | 12,43 | 11,38 | 10,52 | 9,79 | 9,18 |
| 7,19% | 11,00 | 10,17 | 9,47 | 8,87 | 8,36 |
| 7,6% | 9,83 | 9,15 | 8,58 | 8,09 | 7,66 |

Fazit

Delignit blickt auf eine mehr als 200-jährige Unternehmensgeschichte zurück, in deren Verlauf sich das Unternehmen von einem einfachen Holzverarbeiter zu einem direkten Automobilzulieferer entwickelt hat. Basis des Geschäftsmodells ist aber weiterhin Buchenholz, aus dem Delignit den gleichnamigen Werkstoff produziert, der anschließend zu kompletten Systemen weiterverarbeitet wird, die Delignit als Komplettanbieter an seine Kunden liefert. Der Produktschwerpunkt liegt derzeit bei der Laderaumausstattung und -sicherung von leichten Nutzfahrzeugen und beim Interieur von Reisemobilen, darüber hinaus gehören Kofferraumladeböden, Bodensysteme für Züge, Fabriken und Warenverteilzentren sowie zahlreiche Nischenanwendungen zum Sortiment.

Mit dieser Aufstellung hat Delignit in den vergangenen Jahren eine beachtliche Wachstumsgeschichte mit einer fast zweistelligen CAGR, einer soliden Profitabilität und signifikanten Cash-Überschüssen geschrieben. Auf der Grundlage eines Auftragsbestandes in mehrfacher Höhe der letztjährigen Erlöse ist Delignit zudem bestens positioniert, um diese Erfolgsgeschichte auch in Zukunft fortzuschreiben, zumal das Unternehmen noch über vielfältige attraktive Wachstumsoptionen verfügt.

Aktuell wird die Entwicklung aber durch die schwierige Lage der Automobilindustrie infolge der Lie-

ferengpässe für viele wichtige Vorprodukte (Stichwort Chipknappheit) überschattet, die sich in wiederholten Werksstillständen bemerkbar macht und auch bei Delignit zu erratischen und in Summe niedrigeren Abrufen führt. Da sich die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen durch die russische Aggression in der Ukraine weiter verschlechtert haben, dürfte Delignit dieses Jahr das volle Potenzial der vielversprechenden Positionierung nicht ganz zeigen können.

Wann sich die Lage wieder normalisiert, bleibt abzuwarten. Wir haben in unseren Schätzungen aus Vorsicht angenommen, dass dieses Jahr schwierig wird, dass aber ab 2023 die Umsatzdynamik wieder deutlich zunimmt. Ergebnisseitig sind wir noch vorsichtiger vorgegangen und haben mit Blick auf die spürbar steigenden Input-Kosten für die nächsten Jahre mit einem Margenniveau teils deutlich unter den in der Vergangenheit erreichten Werten kalkuliert. Auf dieser Grundlage sehen wir den fairen Wert des Unternehmens bei 10,50 Euro je Aktie und damit klar oberhalb des aktuellen, von der derzeitigen Unsicherheit geprägten Kurses.

In Verbindung mit der starken Marktstellung, der bewährten Wachstumsstrategie, dem erfahrenen Management-Team und der soliden Bilanz rechtfertigt das die Vergabe des Urteils „Buy“, mit dem wir die Coverage beginnen.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

| Mio. Euro | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| AKTIVA | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 17,4 | 18,6 | 21,9 | 22,2 | 22,6 | 23,1 | 23,8 | 24,4 | 25,1 |
| 1. Immat. VG | 3,1 | 2,9 | 2,8 | 2,7 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,4 |
| 2. Sachanlagen | 13,3 | 14,7 | 18,1 | 18,5 | 19,0 | 19,6 | 20,3 | 21,0 | 21,8 |
| II. UV Summe | 22,1 | 23,4 | 25,7 | 30,1 | 34,3 | 37,4 | 40,9 | 44,8 | 49,3 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 23,8 | 25,6 | 28,1 | 31,1 | 34,7 | 38,7 | 43,1 | 48,1 | 53,7 |
| II. Rückstellungen | 3,5 | 3,6 | 3,7 | 3,8 | 4,0 | 4,1 | 4,2 | 4,3 | 4,4 |
| III. Fremdkapital | | | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 3,8 | 4,0 | 4,1 | 4,1 | 4,0 | 3,8 | 3,7 | 3,6 | 3,6 |
| 2. Kurzfristiges FK | 8,4 | 8,8 | 11,8 | 13,2 | 14,3 | 14,0 | 13,7 | 13,2 | 12,7 |
| BILANZSUMME | 39,6 | 42,1 | 47,6 | 52,2 | 56,9 | 60,6 | 64,6 | 69,3 | 74,4 |

GUV-Prognose

| Mio. Euro | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|-----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzerlöse | 68,3 | 71,7 | 78,9 | 86,8 | 94,6 | 102,2 | 109,9 | 117,5 | 125,2 |
| Rohertrag | 29,4 | 29,0 | 32,3 | 36,1 | 39,6 | 43,0 | 46,6 | 50,2 | 53,6 |
| EBITDA | 5,6 | 5,0 | 6,0 | 7,5 | 8,5 | 9,5 | 10,6 | 11,8 | 12,8 |
| EBIT | 3,3 | 2,7 | 3,5 | 4,5 | 5,5 | 6,4 | 7,4 | 8,5 | 9,4 |
| EBT | 3,2 | 2,6 | 3,4 | 4,3 | 5,1 | 6,0 | 7,1 | 8,2 | 9,1 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 2,3 | 1,8 | 2,4 | 3,0 | 3,6 | 4,3 | 5,0 | 5,8 | 6,5 |
| JÜ | 2,3 | 1,8 | 2,4 | 3,0 | 3,6 | 4,3 | 5,0 | 5,8 | 6,5 |
| EPS | 0,29 | 0,23 | 0,29 | 0,37 | 0,45 | 0,52 | 0,61 | 0,71 | 0,79 |

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CF operativ | -1,1 | 7,1 | 4,3 | 5,4 | 6,0 | 6,6 | 7,4 | 8,2 | 8,9 |
| CF aus Investition | -1,7 | -3,2 | -5,5 | -3,0 | -3,2 | -3,4 | -3,6 | -3,7 | -3,9 |
| CF Finanzierung | -1,9 | -0,4 | 2,1 | 0,5 | -0,1 | -1,8 | -2,2 | -2,4 | -2,6 |
| Liquidität Jahresanfa. | 4,9 | 0,2 | 3,7 | 4,6 | 7,4 | 10,1 | 11,5 | 13,1 | 15,1 |
| Liquidität Jahresende | 0,2 | 3,7 | 4,6 | 7,4 | 10,1 | 11,5 | 13,1 | 15,1 | 17,5 |

Kennzahlen

| Prozent | 2021 Ist | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzwachstum | 16,4% | 5,0% | 10,0% | 10,0% | 9,0% | 8,0% | 7,5% | 7,0% | 6,5% |
| Rohtragsmarge | 43,1% | 40,4% | 40,9% | 41,5% | 41,8% | 42,1% | 42,4% | 42,7% | 42,9% |
| EBITDA-Marge | 8,3% | 7,0% | 7,6% | 8,7% | 9,0% | 9,3% | 9,7% | 10,0% | 10,2% |
| EBIT-Marge | 4,9% | 3,8% | 4,5% | 5,2% | 5,8% | 6,3% | 6,8% | 7,2% | 7,5% |
| EBT-Marge | 4,6% | 3,6% | 4,3% | 4,9% | 5,4% | 5,9% | 6,5% | 7,0% | 7,3% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 3,4% | 2,6% | 3,1% | 3,5% | 3,9% | 4,2% | 4,6% | 4,9% | 5,2% |

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 01.07.2022 um 7:20 Uhr fertiggestellt und am 01.07.2022 um 8:30 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

| Datum | Anlageempfehlung | Kursziel | Interessenkonflikte |
|-------|------------------|----------|---------------------|
| keine | | | |

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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