

Aktienanalyse
Delticom AG



Zusammenfassung

Dieses Dokument enthält eine kurze Analyse der Delticom AG (WKN: 514680 | ISIN: DE0005146807) nebst einer Bewertung und Ausblick.

Delticom AG

Fair Value: 23,20 Euro

WKN: 514680 | ISIN: DE0005146807 - Preis: 20,60 Euro

(EUR)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
Umsatz	129.2	173.1	215.5	258.9	285.0	319.0
Gewinn je Aktie	0.28	0.53	0.70	0.99	1.15	1.30
Dividende je Aktie	0.26	0.40	0.67	1.00	1.15	1.22
Umsatzrendite (%)	2.59	3.63	3.87	4.53	4.77	4.83
Rohertragsmarge (%)	22.16	23.50	24.89	26.41	27.01	27.43
Eigenkapitalrendite (%)	45.7	14.7	18.0	23.3	25.6	27.0
Eigenkapital (Mio.)	7.3	42.7	46.3	50.2	53.0	57.0

Überblick über das Unternehmen

Die Delticom AG ist seit dem Jahr 1999 als Großhändler und seit 2000 zusätzlich als Online-Händler für Reifen tätig. Die Delticom-Gruppe verkauft im Geschäftsbereich eCommerce 102 Online-Shops in 35 Ländern (Europa, USA und Japan) ein Produktprogramm an Privat- und Geschäftskunden, je nach Marktgegebenheiten, bestehend aus folgendem Produktmix oder Teilen daraus: PKW-Reifen und dazugehörige Felgen, Motorradreifen, Leicht-LKW und LKW-Reifen, Busreifen, Industriereifen, Spezialreifen, Kompletträder (Felgen mit Reifen), ausgesuchte PKW-Ersatzteile und -Zubehör, Motorenöle, Batterien sowie Tuning-Equipment. Das Unternehmen erzielte im Jahr 2008 einen Umsatz von 259 Mio. Euro und beschäftigte dabei 86 Mitarbeiter.

Der 3-Jahreschart verdeutlicht den starken Anstieg der Aktie nach dem Börsengang im Jahr 2006 und den Einbruch nach Bildung eines Doppeltops zu Beginn der Wirtschaftskrise. Nach einer Seitwärtsphase von Anfang 2008 bis Mitte 2009 stieg die Aktie bis auf 20 Euro an.

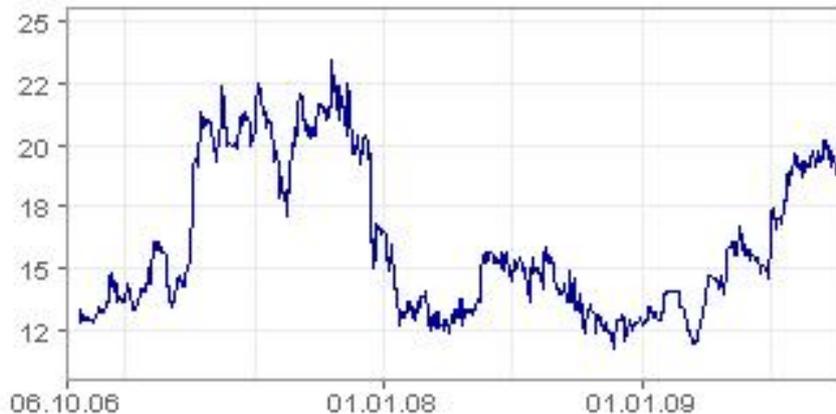


Abbildung 1: Langfristchart

Das Unternehmen gliedert sich wie folgt:

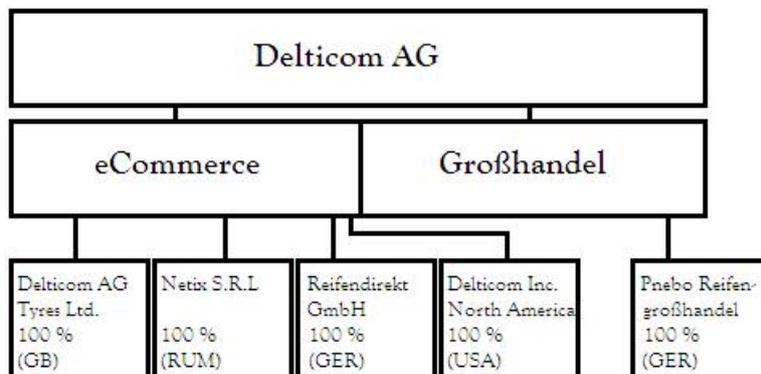


Abbildung 2: Struktur des Unternehmens

Abbildung 2 zeigt die Struktur des Unternehmens.

Da Delticom vorrangig im eCommerce (90 %) Geschäft tätig ist, sind auch die meisten Konzerngesellschaften in dieser Sparte tätig - aus Gründen der Markteinsicht und der Markteintritts ist das Unternehmen zudem im Reifengroßhandel tätig.

Inhaltsverzeichnis

1	Der Reifenmarkt	5
1.1	Der europäische Ersatzreifenmarkt	7
1.2	Der Onlinemarkt	7
2	Überblick über das Unternehmen	10
2.1	Geschichte	12
2.2	Produkte	13
2.3	Geschäftsmodell	14
2.4	Aktionärsstruktur	15
3	Externe Einflussfaktoren und Branchenspezifika	16
3.1	Kunden	16
3.2	Konkurrenz	16
3.3	Saisonalität	17
4	Umsatz	18
5	Jahresabschluss	19
5.1	GuV	19
5.2	Bilanz	21
5.3	Cashflow	22
6	Die Aktie und ihre Bewertung	23
7	Ausblick	24
7.1	Prognose	24
7.2	Fazit	25

1 Der Reifenmarkt

Der weltweite Ersatzreifenmarkt umfasst ein Volumen von 821 Mio. Autoreifen oder 65 Mrd. \$. Die wichtigsten Absatzmärkte sind Nordamerika mit 32 %, Asien 26 % und Europa mit 24 %. Mehr als 60 Prozent der Reifen sind für den PKW Markt bestimmt, weitere 20 Prozent für den LKW Markt und der Rest für Motorrad und andere Nischenmärkte.

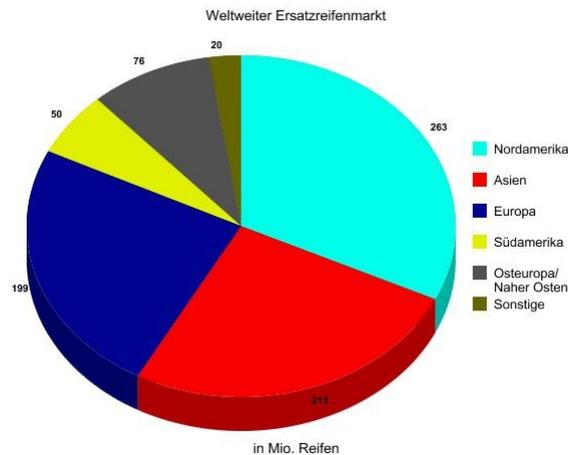


Abbildung 3: Weltweiter Ersatzreifenmarkt

Der weltweite Reifenmarkt ist zum Großteil als gesättigt anzusehen, wodurch, wenn überhaupt, nur mit einem moderaten Wachstum zu rechnen ist. Gründe dafür sind die technologisch verbesserten Reifen, welche weniger schnell abnutzen sowie verbesserte Straßenverhältnisse. Gegen diesen Trend wirkt die längere Lebenszeit der Autos, wodurch inzwischen pro Person mehr Autos bestehen, obwohl die Neuzulassungen rückläufig sind. Die durchschnittliche Haltedauer eines Reifens wird bei gutem Straßenbelag auf 60.000 km angesetzt, wodurch sich bei einer durchschnittlichen Jahresreichweite der Autofahrer von 15.000 km ein Wiederbeschaffungszyklus von 4 Jahren errechnen lässt. Dazu kommt in den meisten Gebieten die Notwendigkeit oder Pflicht Winterreifen zu benutzen, welcher im deutschen Markt z.B. rund 50 % ausmachen. Diese Begebenheit zeigt sich auch in der Saisonalität der Reifenbranche, in der der Umsatz überwiegend im 2. (Sommer) und 4. (Winter) Quartal erzielt wird - extreme Wettererscheinungen wie ein langer Winter verschieben dabei die Umsätze regelmäßig.

Der Herstellermarkt wird maßgeblich von Pirelli, Michelin, Continental, Bridgestone und der Goodyear Tire & Rubber Company kontrolliert, daneben gibt es allerdings noch zahlreiche andere Hersteller, welche vor allem Nischenmärkte bedienen. Der Herstellmarkt weißt eine sehr starke Konkurrenz auf und ist seit Jahren durch Überkapazitäten gekennzeichnet. Zudem besteht neuerdings durch chinesische Dumpingreifen ein nochmals verstärkter Wettbewerb, welchem in den USA sogar zu Schutzzöllen begegnet wird.

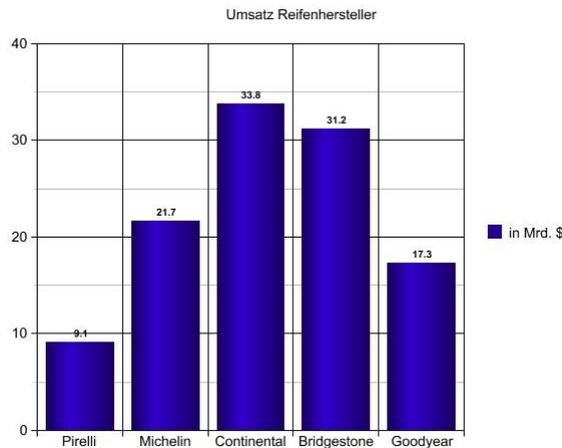


Abbildung 4: Umsatz der Reifenproduzenten in Mrd. US-Dollar

Alles in allem stellt sich die Angebotsstruktur für Händler wie Delticom sehr günstig dar, der starke Wettbewerb, die mehr oder weniger austauschbaren Produkte und die geringe Anbietervielfalt bieten den den Händlern eine starke Einkaufsposition, in der vor allem Mengenrabatte durchgesetzt werden können.

1.1 Der europäische Ersatzreifenmarkt

Da Delticom 85 % des Umsatz in der EU generiert, ist die Betrachtung des europäischen Ersatzreifenmarktes besonders wichtig. Insgesamt wurden in Europa 2008 rund 199 Mio. Reifen abgesetzt, wichtigster Markt ist wie auf Abbildung 5 zu erkennen ist, Deutschland mit 49 Mio. Reifen. Daneben sind Großbritannien, Frankreich (beide 24 Mio.) und Italien (22 Mio.) die wichtigsten europäischen Märkte.

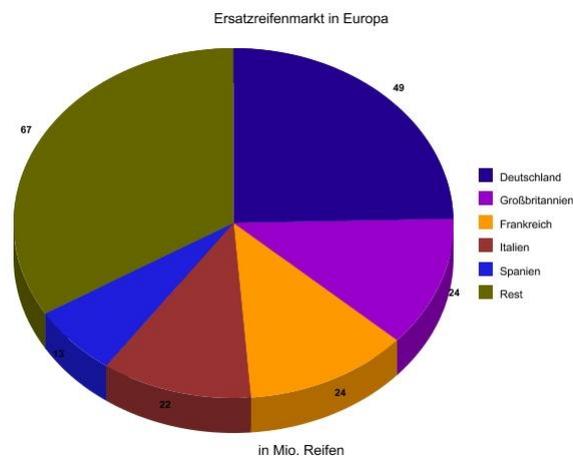


Abbildung 5: Ersatzreifenmarkt in der EU, in Mio. Reifen

Der Absatztrend ist in Deutschland seit 2006 rückläufig, nachdem die Anzahl der verkauften Reifen zuvor seit 1998 kontinuierlich angestiegen ist, dabei zeigte sich auch in der Rezession 2001/02 nur ein geringfügiger Rückgang.

1.2 Der Onlinemarkt

Delticom ist ausschließlich im Onlinemarkt vertreten und unterhält keine eigenen Verkaufspunkte. Daher ist die Bestimmung des noch jungen Onlinereifenmarktvolumens wichtig, um das Potential des Unternehmens einschätzen zu können.

Wie man auf Abbildung 6 erkennt, macht der Onlinehandel noch einen sehr geringen Anteil am gesamten Distributionsnetz aus, jedoch zeigt die Entwicklung der letzten Jahre, dass der Anteil des Onlinehandel in Deutschland zwischen 2007 und 2008 von 3,1 auf 4,9 Prozent gestiegen ist. Dagegen verlieren die Reifenfachhändler seit Jahren kontinuierlich Anteile (2005: 45 %, 2008: 39,5 %). Einen ähnlichen Trend weisen auch die Autohändler auf, welche ebenfalls unter dem aufkeimenden Wachstum des Onlinereifenmarkts leiden.

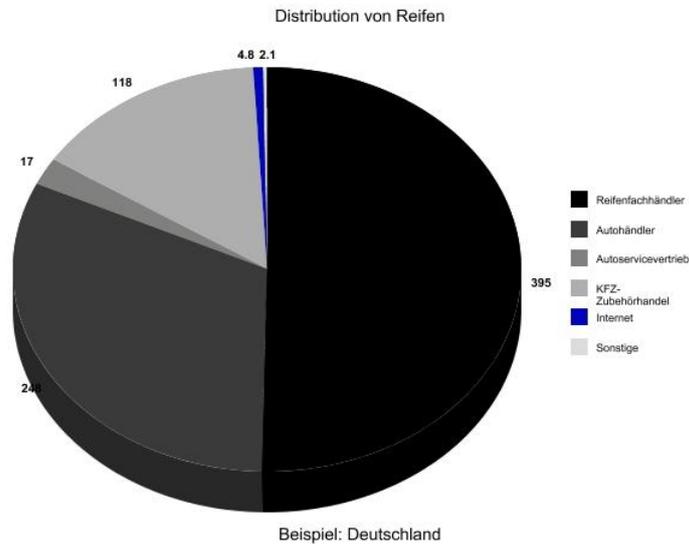


Abbildung 6: Distributionskanäle in Deutschland

Während also im Bundersdurchschnitt 4,9 % ihre Reifen Online kaufen, liegt der Anteil der „bis 29-jährigen“ schon bei 10,8 und der Anteil der „30-39-jährigen“ bei 9,0 Prozent. Mit zunehmdem alter nimmt der Anteil der Onlinekäufer stetig ab - man erkennt also, dass die älteren Käufer eher im Reifenfachhandel kaufen, während die jungen Käufer verstärkt Online Reifen kaufen.

Europaweit liegt der Anteil des Onlinereifenhandels niedriger bei geschätzten 3 Prozent, womit die EU zur Zeit über einen Onlinereifenmarkt im Volumen von ca. 330 Mio. Euro verfügt.



Abbildung 7: Internetnutzung unter Erwachsenen

Wie man auf der Grafik erkennt, gehört Deutschland neben Großbritannien und den skandinavischen Ländern, zu den EU-Ländern mit der höchsten Internetnutzung unter Erwachsenen, wichtige Abnehmerländer wie Frankreich, Italien und Spanien hinken dabei aber noch hinterher, was weiteres Wachstumspotential verspricht.

Das der Onlinereifenhandel ein recht junges Phänomen ist, zeigen auch die Bekanntheitszahlen des ADAC Reifenmonitors, so landet „reifendirekt.de“ die Hauptseite der Delticom AG bisher nur auf Rang 5 in der Befragung nach preiswerten Reifen und weist auch im Bekanntheitsgrad mit 15 % einen deutlich geringeren Wert als A.T.U mit 81 % auf. Dabei hat eine wissenschaftliche Studie festgestellt, dass der Onlinereifenhandel im Schnitt 25 % günstiger ist, als der Kauf bei stationären Reifenhändler.

Diese Daten lassen auf einige mittel- bis langfristige Trends schließen, welche sich wie folgt zusammenfassen lassen:

Onlinereifenhandel:

- Günstigere Preise
- Noch geringe Bekanntheit
- Sehr großer Marktpotential
- Schnelle Lieferzeiten

In Anbetracht der Tatsache, dass viele Autofahrer die Vorteile des Onlinereifenkaufs noch garnicht entdeckt haben, unterschätzt die aktuelle Zahl der Marktgröße (330 Mio. Euro) das tatsächliche Marktpotential bei weitem. Bisher haben 4,9 Prozent den Onlinereifenkauf genutzt, in Zukunft wollen aber rund 15 Prozent das Angebot nutzen, womit man ein realistisches Marktvolumen in Höhe von 1,2 Mrd. Euro für die nächsten 5 Jahre in Euro schätzen kann.

Dies würde einem Anteil am europäischen Markt von 11 Prozent entsprechen und in Deutschland einen Anteil von etwa 15 Prozent ausmachen. Insgesamt betrachtet, bietet der bei einem Onlinehändler große Vorteile: Die Hersteller haben große Abnehmer, welche die Reifen schon früh im Jahr bestellen, die Kunden profitieren von den geringen Preisen (keine Fixkosten und Mengenrabatte die weitergegeben werden) und die Montagepartner profitieren durch die immer noch anfallende Montage und entsprechende Zusatzreparaturen. Aufgrund dieser Tatsachen, ist ein Marktanteil des Onlinehandels von 11 Prozent bis im Jahr 2014 als realistisch einzuschätzen.

2 Überblick über das Unternehmen

Die Delticom AG ist Europas führender Online-Reifenhändler mit einem Marktanteil in Europa von ca. 75 Prozent und mehr als 100 Online Shops in 35 Ländern. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über ein europaweites Partnernetz, welches mehr als 20.000 Montagepartner beinhaltet. Neben PKW-Reifen aller Art, hat das Unternehmen noch LKW-Reifen, Felgen, Kompletträder, Öle und sonstige Reperaturteile im Angebot. Das Produktportfolio umfasst über 100 Marken und mehr als 25.000 verschiedene Produkte.

Das Unternehmen besteht aus folgenden Sparten:

- eCommerce
- Großhandel

Abbildung 8 verdeutlicht die Stärken und Schwächen des Unternehmens in Form einer BCG-Portfolio.

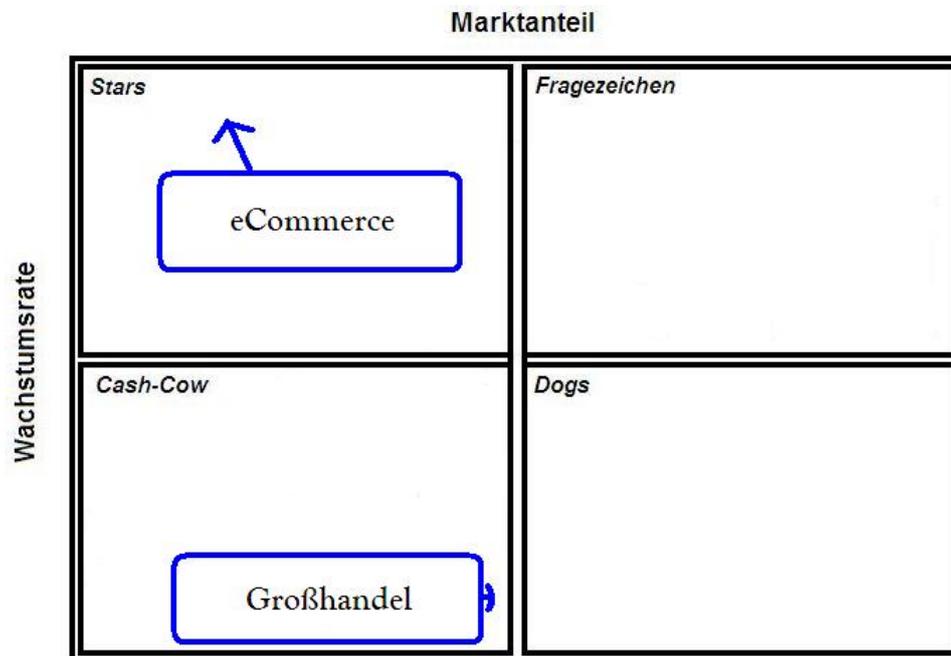


Abbildung 8: BCG-Matrix des Unternehmens

BCG-Analyse

Cashcow: Der Großhandel ist die ganz klare Cashcow des Unternehmens. Diese Sparte macht allerdings mit 8,2 Prozent nur einen sehr geringen Anteil am Umsatz des Unternehmens aus. Die operative Marge von 5,6 Prozent liegt ebenfalls deutlich unterhalb der des Konzerns, dafür benötigt diese Sparte keine Investitionen und benötigt auch nur einen sehr geringen Anteil an den Vorräten, diese Sparte versorgt das Unternehmen also mit hohen Freecashflows.

Neben diesem wirtschaftlichen Aspekt, ist das Großhandelsgeschäft wichtig, da es dem Unternehmen Einblicke in den Markt und wichtige Kontakte für das sogenannte Streckengeschäft verschafft, welches für die Expansion unabdinglich ist. Das Streckengeschäft kommt zur Anwendung, wenn ein Kunde sehr weit vom nächsten Lager entfernt beliefert werden muss, oder in der Region (wie z.B. in den USA) kein Zentrallager besteht: Delticom erwirbt dann die Reifen direkt vom Hersteller oder Großhändler und lässt die Waren dann von einem Transportunternehmen direkt zum Kunden bringen. Der kurze nach recht gerichtete Pfeil verdeutlicht die Richtung und Lage der Sparte: Mittelmäßiger Marktanteil und niedriges Wachstum, durch den nicht vorhandenen Kapitalbedarf und die flexible Kostenstruktur (keine Fixkosten) ist die Position als Cash-Cow allerdings gesichert.

Stars: Die Kernsparte des Unternehmens stellt das eCommerce dar. Hier werden über mehr als 100 Webseiten in fast allen europäischen Ländern sowie Japan und den USA die Produkte des Unternehmens vertrieben. Mit den sehr hohen Wachstumsraten (21 %) und der für einen Händler sehr hohen operativen Marge von 8,7 Prozent erfüllt die Sparte alle Anforderungen. Dazu kommt ein Marktanteil von mehr als 70 % im Onlinemarkt, welcher das Wachstum aber aus den oben angeführten Gründen nicht bremsen wird. Die Investitionen beliefen sich auch in diesem Bereich auf gerade einmal 1,1 Mio. Euro bei über 20 Mio. EBIT.

Fazit BCG: Das Unternehmen ist mit der soliden Cashcow und einem sehr guten Starsegment bestens aufgestellt. Für die nächsten Jahre reicht das Wachstum des eCommerce Segment aus, um den Konzern wachsen zu lassen, sollte der Umsatz des eCommerce über 700 Mio. Euro wachsen, wäre es aber ratsam, ein weiteres Segment in Stellung zu bringen - in näherer Zukunft steht dies aber nicht an.

2.1 Geschichte

- 1999 - Gründung durch die ehemaligen Continental AG-Manager Rainer Binder und Andreas Prüfer
- 2001 - Bereits 10.000 Kunden in D,CH und AUT
- 2002 - Deutscher Gründerpreis
- 2003 - Erster Onlinereifenhändler mit TÜV Siegel
- 2005 - Bereits 40 Onlineshops in 22 Ländern und 500.000 Kunden
- 2006 - Börsengang in Frankfurt am Main, Umsatz: 173 Mio. Euro
- 2007 - 15.000 Montagepartner
- 2008 - Mehr als 2.600.000 Kunden und Aufstieg in den SDAX

2.2 Produkte

Die Folgende Übersicht zeigt eine Auswahl der Produkte welche in den Online-Shops angeboten werden.

PKW-Reifen	LKW-Reifen	Felgen	Ersatzteile/Öle
			

Abbildung 9: Produktportfolio

Das gesamte Produktsortiment umfasst u.a. Sommerreifen, Winterreifen, Ganzjahresreifen, LeichtLKW-Reifen, Off-Road-Reifen, Runderneuerte Reifen, Runflat-Reifen, LKW-Reifen, Spezial-/ Schlepperreifen, Motorradreifen, Stahlkomplettträger, Alukomplettträger, Alufelgen, Motoröl sowie Autoersatzteile und Zubehör.

2.3 Geschäftsmodell

Das Geschäftsmodell von Delticom besteht darin, Reifen ausschließlich über das Internet zu verkaufen. Der gängige Einkaufsprozess der meisten Händler wiefolgt aussieht:

Hersteller -> Großhändler -> Einzelhändler -> Montagepartner -> Endkunde

Delticom geht dagegen einen neuen Weg:

Hersteller -> Delticom Lager -> Montagepartner / Endkunde

Neben dieser effizienten Struktur betreibt das Unternehmen ein rigoroses Outsourcing in allen Bereichen, was die Kosten weiter verringert. Befindet sich ein Kunde zu weit von den Lagern entfernt oder ist das Produkt gerade nicht verfügbar, so stellt das Unternehmen auf „Streckengeschäft“ um, indem ein Transportunternehmen das Produkt direkt beim Hersteller abholt und zum Kunden bringt.

Neben einigen Verpackungsanlagen und Maschinen in den Lagern, verfügt das Unternehmen noch über angemietete Büros. Diese spartanische Ausstattung fährt die fixen Kosten auf ein Mindestmaß herunter. Da das Unternehmen die Lager vor den wichtigen Umsatzquartalen Q2 und Q4 füllt, nimmt Delticom sehr großen Mengen direkt bei den Herstellern ab womit signifikante Mengenrabatte entstehen.

Die Bestellung ist 24h an 365 Tagen im Jahr möglich und kommt in der Regel innerhalb der nächsten 2 Tage beim Kunden an oder wird direkt an einen von 24.000 Montagepartner in ganz Europa gesendet. Durch all diese Maßnahmen ist es Delticom möglich durchschnittlich 25 Prozent weniger pro Reifen zu verlangen, obwohl das Produkt exakt das selbe wie im Reifenfachhandel ist.



Abbildung 10: Servicepartner in Europa

2.4 Aktionärsstruktur

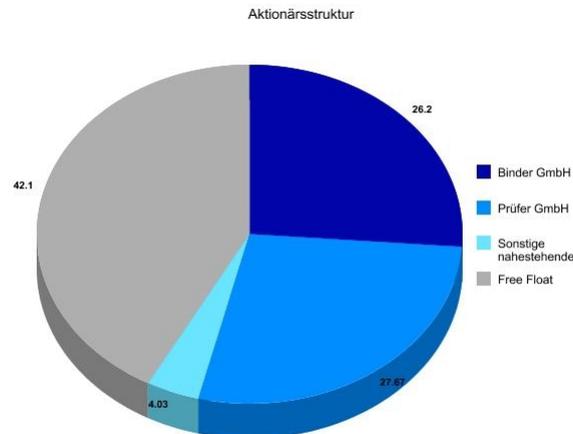


Abbildung 11: Aktionärsstruktur

Hinter der Binder GmbH und Prüfer GmbH stehen die beiden Gründer Rainer Binder und Andreas Prüfer, es handelt sich dabei um langfristige Investoren und Vorstandsmitglieder. Dies wird auch durch die Gründergeführte Dividendenpolitik ersichtlich - die Ausschüttungsquote ist mit über 100 Prozent zwar sehr hoch, allerdings durch den großen Freecashflow ohne weiteres vertretbar. Würden die Gründer bei normalen Handelsvolumen ihre Aktien am Markt verkaufen wollen, so würde dies über 4 Jahre dauern, auch dies unterstreicht den langfristigen Ansatz.

Die Aktionärsstruktur stellt sich ideal dar - die Gründer halten zusammen 53 Prozent am Unternehmen, weitere 4 Prozent werden von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern gehalten. In den letzten Wochen fanden zudem vermehrt große Insiderkäufe statt, welche zum einen den attraktiven Preis und zum anderen die Zukunftsaussichten unterstreichen. Es ist davon auszugehen, dass der Vorstand einen Großteil seines Vermögens im Unternehmen investiert hat, was das nachhaltige wirtschaften weiter fördert.

3 Externe Einflussfaktoren und Branchenspezifika

Wie jedes andere Geschäft, ist auch Delticom von bestimmten externen Einflussfaktoren wie Kunden, Konkurrenz und dem Wetter, bzw. der Saisonalität betroffen. Diese werden im folgenden besprochen.

3.1 Kunden

Bisher zählen vor allem junge, preisbewusste und Interneterfahrene Kunden zum Kundenstamm von mittlerweile 2.6 Mio. Käufern. Im Käuferbereich unter 39 Jahren, kommt das Unternehmen auf geschätzte 8 Prozent Anteil. Während in vielen europäischen Ländern wie Italien und Spanien die Internetnutzung unter Erwachsenen noch weniger stark ausgeprägt ist, sind vor allem Deutschland, Großbritannien und die Schweiz schon fast an den Nutzungsgrenzen angelangt. Da sich die Reifen von Delticom nicht in Qualität oder Alter von der Ware im Autofachhandel unterscheiden, liegt der Fokus bei der Werbung der Kunden klar auf dem Preisbewusstsein, was im Grunde jeden Autofahrer anspricht. Dennoch wird auch in Zukunft der Schwerpunkt klar bei den unter 40-jährigen Autofahrern liegen.

Delticom verfügt inzwischen über eine Kundenbasis von mehr als 2.6 Mio. Käufern, wobei mehr als ein Viertel der Kunden im Jahr 2008 Neukunden waren.

3.2 Konkurrenz

Im Onlinegeschäft hat Delticom mit einem Marktanteil von über 75 Prozent eine sehr starke und durch das große Einkaufsvolumen Markt- bzw. Preisbestimmende Position. Der gesamte Reifenmarkt wird aber weitgehend von großen Reifenhändlern und Werkstätten wie ATU oder Pitstop kontrolliert.

Nennenswerte Konkurrenten im Onlinegeschäft sind weitgehend national vertreten sind blackcircles in GB, allopneus in FRA und tirerack.com in den USA. Delticom hat durch den First-Mover Vorteil einen großen Vorsprung auf die genannte Konkurrenz.

3.3 Saisonalität

Durch die starken Klimaumschwünge während eines Jahres in Westeuropa, ist Delticom einer gewissen Saisonalität ausgesetzt. Den Großteil der Umsätze erzielt das Unternehmen daher im zweiten und vierten Quartal, während im ersten und dritten die Vorräte für das folgende Quartal gefüllt werden. Durch lange Winter oder plötzliche Wintereinbrüche können sich diese Muster allerdings um einige Wochen verschieben, wodurch ausreichend Lagerkapazitäten notwendig sind, um auch in Ansturmzeiten lieferfähig zu bleiben.

4 Umsatz

Das Unternehmen erzielt den Großteil des Umsatzes Online mit der eCommerce Sparte, ein weiterer eher unbedeutender und wachstumsschwacher Anteil stammt aus der Großhandelspartei.

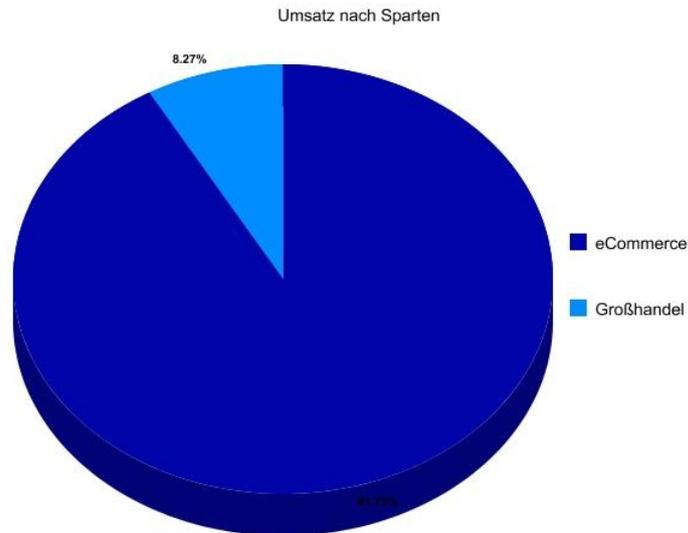


Abbildung 12: Umsatz nach Sparten

Zur Umsatzverteilung nach Regionen, macht das Unternehmen nur spärlich Angaben, rund 85 Prozent werden in Europa und der Rest in USA, Japan und weiteren Ländern generiert, dabei wuchs der EU Bereich mit 17 und der USA/Sonstige Bereich mit 44 Prozent. Insgesamt wurden 259 Mio. Euro umgesetzt. Durch positive Neugründungseffekte, wird das Wachstum in letzterem Bereich wohl deutlich höher als im Europabereich liegen.

Durch das Hochrechnen der Marktanteile der einzelnen Länder lässt sich die genaue Umsatzaufteilung grob abschätzen. So entfallen auf Deutschland rund 40 Prozent der Umsätze, Frankreich und Großbritannien kommen auf rund 15 Prozent, sowie Italien und Spanien auf jeweils 5 Prozent, der Rest verteilt sich hauptsächlich auf Österreich und die Schweiz. Da keine offiziellen Zahlen vorliegen, ist dies nur als vorsichtige Schätzung anzusehen.

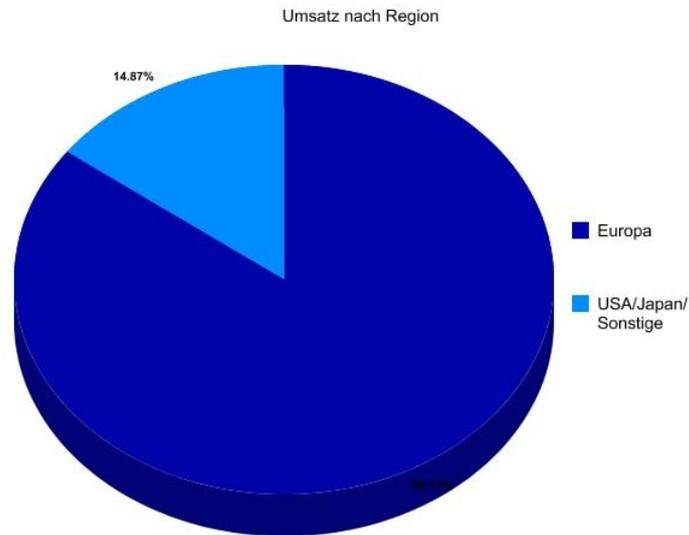


Abbildung 13: Umsatz nach Regionen

5 Jahresabschluss

5.1 GuV

Der Umsatz wuchs in den letzten 5 Jahren mit rund 40 Prozent jährlich, in den letzten 2 Jahren legte der Umsatz um 22,8 bzw. 18,4 Prozent zu. Dabei war vor allem das eCommerce Geschäft für den starken Umsatzanstieg verantwortlich.

Die Materialaufwandsquote verringerte sich über die letzten Jahre kontinuierlich, zum einen durch einen höheren Anteil des rohmargenstärkeren eCommerce-Segments und zum anderen durch das höhere Einkaufsvolumens von 76,9 % im Jahr 2006 auf 74,7 % 2008. Durch diesen sich fortsetzenden Effekt rechne ich für jeden Prozent mehr Umsatz mit einer Senkung der Rohmarge um 5 Basispunkte sowie pro Jahr um eine Senkung um 10 Basispunkte durch einen vergrößerten Anteil des eCommerce.

Da das Unternehmen konsequentes Outsourcing betreibt und die Kosten sehr niedrig hält, ging die Personalaufwandsquote von 2,0 auf 1,9 % zurück, obwohl sich die Anzahl der Mitarbeiter um 6 auf 81 erhöht hat.

Mit dem erweiterten Kunden- und Absatzkreis stieg auch das Transportvolumen und damit die Kosten. Während 2006 noch 12,7 Mio. Euro im Jahr für Transport aufgewendet wurden, waren es 2008 schon 20,9 Mio. Euro wobei sie die Transportkostenquote zu normalisieren scheint, was auch mit den gesunkenen Treibstoffkosten zutun haben kann.

Wie bei der Marktanalyse anfangs beschrieben, lässt die Bekanntheit des Online-reifenhandels noch zu wünschen übrig. Daher steigerte das Unternehmen die Mar-

ketingquote von 1,8 % vor 3 Jahren auf 2,8 % im Jahr 2008 - dies schmälert zwar die Renditen in diesem und nächstem Jahr, wird aber die Bekanntheit langfristig steigern.

Als Konsequenz verbesserte sich die EBIT-Marge von 5,7 auf 6,4 %. Da das Handelsgeschäft sowieso eher geringe Fixkosten aufweist, führen die Umsatzanstiege zu Fixkostendegression während eventuelle Umsatzeinbrüche durch den großen Anteil an variablen Kosten abgedeckt werden. Die Umsatzrendite stieg von 3,8 auf 4,5 Prozent.

Da das Unternehmen keine finanziellen Schulden ausweist, kann Delticom auf ein positives Finanzergebnis blicken, welches zusammen mit der gesunkenen Steuerquote den Jahresgewinn um 40,5 Prozent auf 11,7 Mio. Euro steigerte.

Dies entspricht einem Gewinn je Aktie in Höhe von 2,97 Euro oder 0,99 Euro nach dem 1:3 Split.

5.2 Bilanz

Das Unternehmen weist zum 31.12.2008 eine Eigenkapitalquote von 52,5 Prozent aus, was knapp unter dem Vorjahrswert liegt und einen sehr guten Wert darstellt. Da das Unternehmen keinen finanziellen Schulden hat und über viele flüssige Mittel verfügt, liegt das Gearing bei -85 % bzw. Net Cash.

Da das Unternehmen neben den Büroräumen und Lagerausrüstung über keinerlei Sachanlagen verfügt, beträgt die Anlagenintensität des Unternehmens gerade einmal 3,5 Prozent. Ein Drittel dieser Position nehmen Immaterielle Vermögenswerte ein, welche vor allem aus Web-Domains bestehen. Da diese nur bei Erwerb aktiviert werden dürfen, unterschätzt die Bilanz meiner Ansicht nach den Wert aller Delticom Domains.

Mit 38 Prozent der Bilanzsumme oder 37,1 Mio. Euro stellen die Vorräte die größte Bilanzposition dar. Die durchschnittliche Lagerdauer verringerte sich in 2008 von 78,4 auf 69,2 Tage, die Kapitalbindung hält in diesem Bereich also abgenommen, was positiv zu sehen ist.

Die Umschlagshäufigkeit des Kapitals erhöhte sich von 2,47 auf 2,72 - das Kapital wurde also produktiver eingesetzt und floss schneller ins Unternehmen zurück.

Trotz des starken Umsatzwachstums, verbuchte das Unternehmen zum Jahresende weniger Forderungen als im Vorjahr, was allerdings auch auf diverse Wettereffekte in den Dezembermonaten zurückzuführen ist, da ein langer bzw. kurzer Winter die Umsätze um einige Wochen verschieben kann. Die Kreditorenlaufzeit liegt mit 67 Tagen deutlich über der Debitorenlaufzeit von 12 Tagen, was das ausgezeichnete Forderungsmanagement hervorhebt. Ausstehende Forderungen werden Delticom also schnell bezahlt, wobei das Unternehmen selbst relativ spät bezahlt.

Die Liquidität 1. Grades liegt mit 65,2 Prozent auf einem sehr hohen Niveau - da das Unternehmen das Cash allerdings im zweiten Quartal zur Finanzierung der Vorräte benötigt, ist der Wert als gut einzustufen.

Die Liquidität 2. Grades ist mit einem Wert von 130,2 Prozent als gut einzustufen, wenn man bedenkt, dass ein großer Teil aus dem oben angeführten Cash besteht.

Die Liquidität 3. Grades beträgt 205,3 Prozent - damit ist das Unternehmen sehr solide aufgestellt und jederzeit fähig, seinen Verpflichtungen nachzukommen.

Die Eigenkapitalrendite stieg von 17,9 auf 23,3 Prozent, was einen sehr guten Wert darstellt. Die Gesamtkapitalrendite stieg ebenfalls von 9,5 auf 12,2 Prozent.

Die Bilanz des Unternehmens sieht sehr gut aus: Es bestehen keine Finanzverbindlichkeiten, das Unternehmen verfügt über ein großes Cashpolster und auch alle weiteren Kennzahlen weisen Bestwerte aus.

5.3 Cashflow

Durch den erhöhten Jahresüberschuss, sowie ein sehr gutes Working-Capital Management stieg der operative Cashflow um 155 Prozent auf 16,6 Mio. Euro, der nachhaltige Cashflow belief sich dabei auf 11,8 Mio. Euro nach 8,9 Mio. Euro im Vorjahr.

Hiervon wurden, wie im Vorjahr, rund 1,1 Mio. Euro in neue Domains und Lagermaschinen investiert, was einer Sachinvestitionsquote von 9,3 Prozent nach 12,3 Prozent im Vorjahr gleichkommt. Dies stellt natürlich einen sehr guten Wert dar, welches es dem Unternehmen erlaubt, sehr viel Cash an die Aktionäre auszuschütten.

2008 bezahlte Delticom eine Dividende von 2 Euro je Aktie oder 7.893 Mio. Euro nach 4.736 Mio. Euro im Vorjahr. Diese sehr hohe Ausschüttungsquote lässt sich durch die geringere Sachinvestitionsquote erklären und macht in Anbetracht der komfortablen Cashposition auch Sinn.

Bereinigt um alle Sondereffekte liefen dem Unternehmen also 11,8 Mio. Euro zu, davon wurden 1,1 Mio. Euro investiert und weitere 7,8 Mio. ausgeschüttet. Somit stieg die Liquidität des Unternehmens zum Ende des Geschäftsjahrs auf 42,9 Mio. was 44,8 Prozent der Bilanzsumme entspricht.

6 Die Aktie und ihre Bewertung

Im folgenden werden die verschiedenen Bewertungsmaßstäbe der Aktie dargestellt und erläutert sowie die Berechnung des Fair Values dargelegt.

Auf Basis der erwarteten Zahlen für das Geschäftsjahr 2009 ergibt sich die folgende Bewertung:

KGVe: 17.9

KBVe: 4.4

KUVe: 0.8

Zur Zeit ist das Unternehmen mit 243 Mio. Euro oder 20,6 Euro je Aktie an der Börse bewertet. Aufgrund einer Betrachtung der fairen KGV, KBV, KUV und „Owner Earnings“ sehe ich den Fairen Wert 2009 bei 23,2 Euro je Aktie und 2010 bei 26,4 Euro je Aktie.

Da die Aktie vom Jahrestief inzwischen mehr als 60 Prozent angestiegen ist, hat die Aktie das Potential für 2009 schon fast ausgespielt. Langfristig ist das Unternehmen allerdings sehr attraktiv bewertet, da selbst in der jetzigen Krise mit einem zweistelligem Wachstum zu rechnen ist und durch ein weiteres Wachstum des Onlinereifenmarktes Delticom durch Einkaufsvorteile zu den Gewinnern zählen wird.

7 Ausblick

Da das Unternehmen durch ein größeres Einkaufsvolumen die Bruttomargen steigern kann, ergeben sich für Delticom interessante Zukunftsaussichten auf Umsatz- und Gewinebene.

Im einzelnen bietet sich auf der Umsatzseite das Wachstumspotential durch eine weitere internationale Expansion, die verstärkte Nutzung des Internets zum Reifenkauf sowie anorganisches Wachstum durch Übernahmen von Konkurrenten.

Auf der Margenseite wird das weiterhin starke Wachstum des eCommerce Bereichs die Rohertragsmarge stärken. Zudem erreicht Delticom durch höhere Einkaufsvolumina größere Rabatte, welche die Rohertragsmarge weiter entlasten.

Da das Unternehmen saisonalen Mustern, insbesondere durch Wettereffekte, unterworfen ist - können die Schätzungen teilweise deutlich neben den tatsächlichen Ergebnissen liegen. Dies liegt zum Beispiel daran, dass ein Großteil des Umsatzes mit Winterreifen im vierten Quartal erzielt wird. Sollte nun also der Wintereinbruch erst im Januar eintreten, verschiebt sich der Umsatz vom Q4 auf das Q1 des nächsten Jahres. Dies hat zwar für die Schätzung einen erschwerenden Effekt, ist aber für die Bewertung des Unternehmens unerheblich, da der fehlende Umsatz aus dem Q4 ja das nächste Jahr entsprechend verbessert. Die konkreten Zahlen werden in folgendem Teil genauer aufgeführt.

7.1 Prognose

(MIO.EURO)	2010E	2009E	2008
Umsatzerlöse	319	285	259
sonst. Erträge	5,0	4,5	3,2
Gesamtleistung	324,0	289,5	262,2
Materialaufwand	235,1	211,3	193,7
Personalaufwand	6,78	5,49	4,95
Abschreibungen	0,91	0,69	0,48
sonst. betr. Aufw.	59,05	52,31	46,59
Operatives Ergebnis (EBIT)	22,16	19,71	16,44
Finanzergebnis	0,65	0,37	1,14
Ergebnis vor Steuern	22,81	20,08	17,59
Steuern	7,39	6,50	5,86
Jahresüberschuss	15,42	13,58	11,73
Ergebnis je Aktie	1,30	1,15	0,99

7.2 Fazit

Delticom ist meiner Einschätzung nach eines der aussichtsreichsten Unternehmen in Deutschland. Zum einen verfügt das Unternehmen über ein sehr attraktives Geschäftsmodell, welches ein langfristiges Wachstum zulässt und zudem durch das steigende Einkaufsvolumina über Phantasie auf der Margenseite.

Zudem ist das Unternehmen schuldenfrei, verfügt über eine große Cashposition, arbeitet sehr rentabel und verfügt über enorme Freecashflows. Das Management, welches aus der Branche kommt, hält selbst einen Großteil der Aktien, was ein nachhaltiges wirtschaften wahrscheinlich macht.

Auf dem aktuellen Niveau ist das Unternehmen zwar schon ambitioniert bewertet, jedoch wächst das Unternehmen durch die erwarteten Steigerungsraten sehr schnell selbst in hohe KGVs hinein, womit die Bewertung durchaus vertretbar ist. Zur Zeit bietet die Aktie meiner Einschätzung nach einen Abschlag von 12,6 Prozent auf den Fair Value, was für sich genommen nur eine geringe Sicherheitsmarge bietet. Da Delticom aber ein Wachstumsunternehmen ist und das Geschäftsjahr 2009 schon weit fortgeschritten ist, sollte das Hauptaugenmerk auf dem fairen Wert des Jahres 2010 liegen, zudem die Aktie einen Abschlag von fast 30 Prozent aufweisen kann. Meiner Meinung nach kann man hier bei einem Rücksetzer in den Bereich von 18 bis 19 Euro eine erste Position aufbauen, besonders günstig ist die Aktie aber nichtmehr.

Autor: Stairway