

Aurelius AG

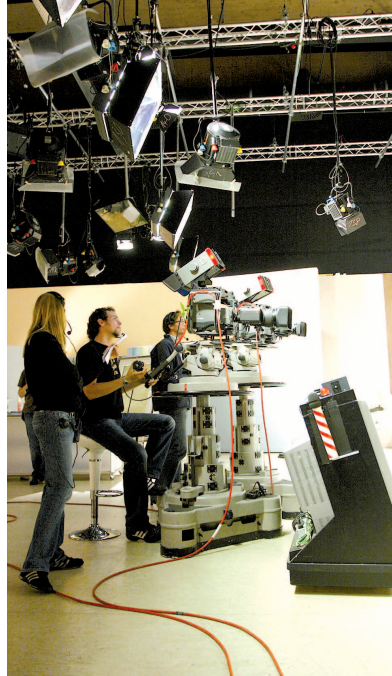
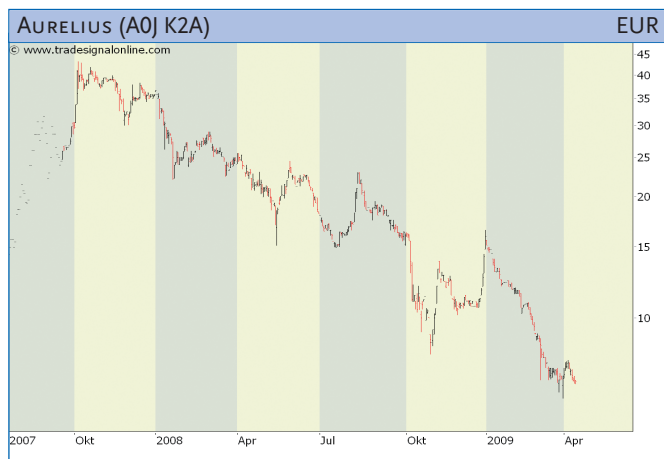
„A good Home“ für Sanierungsfälle

Unternehmen

Aurelius beteiligt sich an Unternehmen, sofern diese einen operativen Sanierungsbedarf oder einen Restrukturierungsbedarf der Fremd- oder Eigenkapitalseite aufweisen. Ein spezieller Branchenfokus steht dabei nicht im Vordergrund. Vielmehr wird eine Branchendiversifizierung zum Zwecke des Ausgleichs der negativen Folgen des Konjunkturzyklus grundsätzlich angestrebt. Vergleichbar zu Arques ist die Hebung von Synergieeffekten innerhalb des Portfolios grundsätzlich nicht Bestandteil des Geschäftsmodells: Jede Tochtergesellschaft muss für sich betrachtet die geforderte Performance erzielen. Unmittelbar nach Abschluss der Übernahmeverhandlungen beginnt der Restrukturierungsprozess. Dieser wird von eigenen Managern und einer eigenen Task Force (aktuell 20 Mitarbeiter) durchgeführt, welche auch die operative Geschäftstätigkeit aktiv begleiten. Aurelius-Philosophie ist es, den übernommenen Gesellschaften langfristig „a good home“ anzubieten, ein rascher Exit ist daher nicht essentieller Bestandteil der Unternehmensstrategie.

Geschäftsmodell

Während sich Arques von Anfang an auf die Erzielung von nicht Cash-relevanten Erträgen aus Bargain Purchase fokussiert hat, ist die Akquisitionspolitik von Aurelius stark Cashflow-orientiert und zielt darauf ab, einen möglichst negativen Kaufpreis zu erzielen. Anstelle anfänglicher Buchgewinne, die im Falle einer erfolgreichen Sanierung und des Verkaufs der Beteiligung langfristig durchaus liquiditätswirksam werden können, strebt Aurelius möglichst frühzeitig einen Zustand der – wie Aurelius es selbst nennt – „Free Option“ an. Dieser Zustand ist dann erreicht, wenn sich ein positiver Kaufpreis durch operative Rückflüsse aus der Beteiligung oder dem Verkauf nicht betriebsnot-



Fasslagerung (links) bzw. Getränkeabfüllung bei der Aurelius-Beteiligung Berentzen; Teleshopping-Produktion bei Channel21 (Mitte); Fotos: Aurelius

wendiger Aktiva auf Null reduziert oder wenn im Falle eines negativen Kaufpreises das i. d. R. verlustträchtige Unternehmen durch rasche Sanierung den Break-even erreicht. In beiden Fällen verfügt Aurelius dann über ein werthaltiges Asset, ohne selbst Liquidität bereitgestellt zu haben. Ohne Liquiditäts- oder Kostendruck soll dann entschieden werden, wie die weitere Ausrichtung der Beteiligung erfolgen soll.

Rückblick

Nur drei Jahre nach Gründung der Gesellschaft werden von der Akquisitionsabteilung pro Jahr etwa 400-500 Übernahmeziele analysiert. Aurelius ist damit klarer Marktführer unter den börsennotierten Sanierern. Der Dealflow wird gefüttert durch externe M&A-Berater und Investmentbanken ebenso wie durch die hauseigenen Kontakte des Managements. Derzeit besteht das Beteiligungsportefeuille aus 19 Gesellschaften mit einem annualisierten Umsatzvolumen von knapp 1 Mrd. EUR. Nach den vorläufigen Zahlen konnte Aurelius im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz von 580 Mio. EUR und ein EBITDA von 70 Mio. EUR erwirtschaften. Erfreulich entwickelte sich dabei der Ergebnis-Mix: Waren die negativen Unterschiedsbeträge aus der Kapitalkonsolidierung 2007 noch für rund 90% des EBITDA verantwortlich, sank ihr Anteil am EBITDA 2008 auf nur noch rund 20%.

Ausblick

Ohne Einbeziehung weiterer Akquisitionen rechnen wir für 2009e und 2010e mit Erlösen von 980 Mio. EUR und 1.013 Mio. EUR. Das EBITDA ohne Einbeziehung von Sondereffekten wie Bargain Purchase oder Verkaufserlöse geht durch die Übernahme der defizitären Blaupunkt im laufenden Jahr deutlich auf 21 Mio. EUR zurück, für 2010e rechnen wir nach erfolgter Restrukturierung dieser Beteiligung mit einem Anstieg des adjustierten EBITDA auf dann 47 Mio. EUR. Wir bewerten Aurelius anhand eines proprietären Sum-of-the-Parts-Modells auf EV/Umsatz-Basis. Aus diesem ergibt sich ein Kursziel von 18 EUR je Aktie, was dem 2,0-Fachen bzw. 12,4-Fachen unserer 2009er bzw. 2010er Ergebnisprognose entspricht.

analysiert von:
Peter Thilo Hasler

VISCARDI AG
INVESTMENT BANKING