

# Aurelius AG

## Das bessere Geschäftsmodell

### Gastanalyse von Peter Thilo Hasler von Viscardi AG

#### Keine Arques-Kopie

Aurelius erwirbt ertragsschwache Unternehmen in Umbruch- und Sondersituationen. Dieses Geschäftsmodell ist seit Arques bestens bekannt. Selbst wenn die Parallelen auf den ersten Blick offensichtlich sind – zwei bayerische Beteiligungsgesellschaften mit Fokus auf Turnaround und tiefgreifender Incentivierung der an der Restrukturierung beteiligten Parteien bis hin zur Personalidentität der Firmengründer –, ist Aurelius keine Arques-Kopie. Ein erster großer Unterschied liegt im Management: Aurelius ist eine Eigentümer/Gründer-geführte Firma, deren CEO Dr. Dirk Markus gleichzeitig größter Einzelaktionär ist. Die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells ist damit gewährleistet. Zudem bekennt sich Aurelius zur Übernahme von notleidenden Unternehmen jeglicher Couleur und Größe, während Arques inzwischen eher die Übernahme tendenziell profitabler und vor allem möglichst großer Beteiligungen bevorzugt. Darüber hinaus sind wir der Meinung, dass Aurelius erfolgsentscheidend attraktivere Einkaufskonditionen verhandeln konnte als Arques.

#### Der Unterschied macht's

Der überragende Unterschied zwischen den beiden Sanierungsspezialisten liegt jedoch in der unterschiedlichen Behandlung des Kaufpreises und damit der Cashflows: 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 von Buchgewinnen, 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 betriebsnotwendiger 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. Im Idealfall stehen Erträgen keine weiteren Belastungen gegenüber. Ohne Liquiditäts- oder Kostendruck soll dann entschieden werden, wie die weitere Ausrichtung der Beteiligung erfolgen soll.

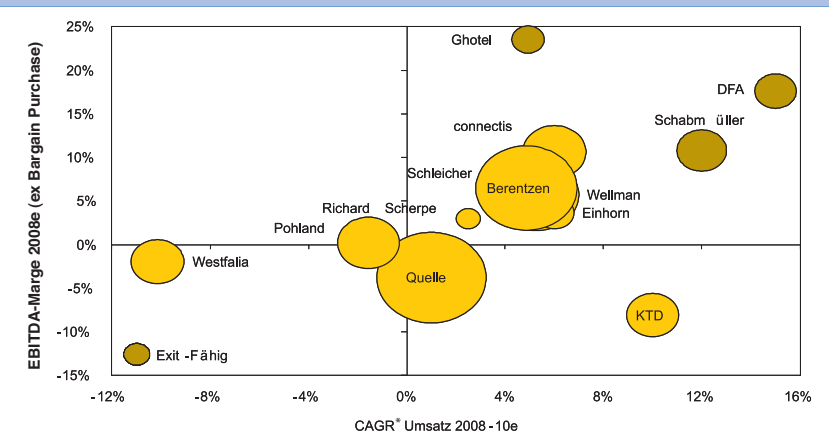


Peter Thilo Hasler

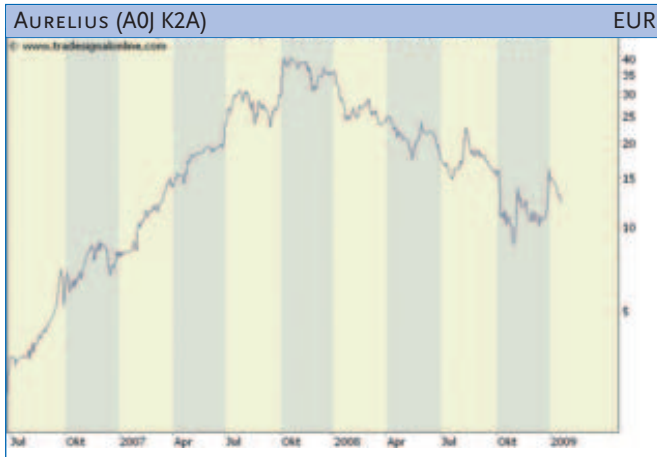
#### Portfeuille mit 19 Unternehmen, 1,1 Mrd. EUR annualisierter Umsatz

Derzeit gehören 19 Gesellschaften zum Konsolidierungskreis von Aurelius. Der Spirituosenhersteller Berentzen, die gemessen am Umsatz größte Beteiligung, generiert einen Umsatz von knapp 430 Mio. EUR, die kleinste Beteiligung ist die Spezialdruckerei R. Scherpe mit erwarteten Erlösen in Höhe von 10 Mio. EUR. Bis auf wenige Ausnahmen ist Aurelius an allen Firmen mit mindestens 85% beteiligt. Gemessen an der jeweiligen Restrukturierungsphase befinden sich nach unserer Einschätzung derzeit drei Beteiligungen in der Phase, in der sie grundsätzlich als verkaufsfähig angesehen werden können: Ghotel, Schabmüller und DFA. In der ersten Phase der Restrukturierung und damit im Verlust tragenden Bereich befinden sich die Gesellschaften Westfalia und Pohland sowie die beiden jüngsten Erwerbungen Blaupunkt und Book Club Associates (beide befanden sich 2008 noch nicht im Portfeuille). Der Rest des Portfolios befindet sich in unterschiedlichen Graden des Turnarounds.

PORTFOLIO-UNTERNEHMEN: CAGR\* UMSATZ 2008-10E vs. EBITDA-MARGE 2008E



Bubble-Größe entspricht annualisiertem Umsatzvolumen 2008e; \*) CAGR: compounded annual growth rate (jährliche Wachstumsrate); Quelle: Viscardi



### Macht eine Fusion mit Arques Sinn?

Seit der 3%igen Beteiligung von Aurelius an Arques wird über eine Fusion der beiden Unternehmen spekuliert. Ein Zusammenschluss zu „Arquelius“ würde u.E. aus vielerlei Gründen strategisch sinnvoll sein: Zunächst wird eine größere Einheit geschaffen werden, mit der Synergieeffekte gehoben und die kritische Masse schneller erreicht werden könnte. Typische Fusionseffekte wie kulturelle Unterschiede oder eine breite Überlappung von Verantwortlichkeiten würden nur eine geringe Rolle spielen, zumal Dr. Markus als einer der Firmengründer und ehemaliger CRO mit Arques bestens vertraut ist. Als CEO einer mit Arques verschmolzenen Aurelius würde Dr. Markus zweifellos den Schwerpunkt wieder auf den ursprünglichen Geschäftszweck justieren, den Erwerb notleidender Unternehmen in Übergangsphasen, mit allen Konsequenzen auf Ertrags- und Bilanzqualität, die ein derart riskantes Geschäftsmodell hat. Der zu verzeichnende Brain Drain hochqualifizierter Mitarbeiter bei Arques würde damit beendet werden.

Abgesehen davon, dass sich die beiden Kontrahenten bei Auktionen nicht länger gegenseitig überbieten würden, spricht auch das aktuelle Kapitalmarktumfeld für eine Fusion, da der-

zeit Größe mit Solidität gleich gesetzt wird. Eine fusionierte Arquelius mit einem Umsatz 2010e von über 8,5 Mrd. EUR würde dieses Kriterium eher erfüllen als zwei getrennte Einheiten.

### Bewertung anhand eines EV/Umsatz-Modells

Nachdem die Kursperformance eines Sanierers stark von seiner Fähigkeit abhängt, weitere Sanierungskandidaten zu übernehmen, ist ein EV\*/Umsatz-Modell die geeignete Bewertungsmethodik. Wir bevorzugen den Umsatz gegenüber Ertragsgrößen, da wir damit einen vergleichsweise stabilen Unternehmenswert errechnen können, während Ergebniszahlen im Sanierungsprozess sehr volatil sind. Bewertet man die beiden Komponenten des Geschäftsmodells, d.h. die Performance des bestehenden Portfolios und die erwartete Performance der zukünftigen Übernahmen, und berechnet für beide Komponenten die jeweilige operative Performance der Beteiligungen sowie ihre möglichen Verkaufserlöse, dann ergibt sich ein fairer Wert von 18,00 EUR je Aktie. Der Bewertung haben wir vergleichsweise konservative Annahmen zugrunde gelegt. So gehen wir davon aus, dass ein Viertel der Sanierungen misslingt oder dass der Verkaufsmultiplikator deutlich unter den bisher erzielbaren Multiples liegt. ■

\*) EV steht für Enterprise Value, also den um die Nettoverschuldung bereinigten Firmenwert.

#### DISCLAIMER

Es bestehen keine Vertragsbeziehungen zwischen Aurelius AG und Viscardi AG. Die Aurelius-Aktie ist im Musterdepot des Smart Investor enthalten.

**HINWEIS:** In der Rubrik „Gastanalyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Researchhäuser zu Wort. Die vorgestellten Analysen stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!