

Zurück in die Zukunft

Mit historischen Multiplikatoren kann man Autozulieferer im Moment kaum bewerten. Der Strukturbruch durch die Krise erscheint zu tief. Dennoch könnten sich die Kaufpreise bald wieder den alten Niveaus annähern.

Von Patrick von Herz

Im Juli 2007 kommt es zu einem Mega-Deal im deutschen Autosektor: Für 11,4 Milliarden Euro oder gut 10x EBITDA kauft Continental Siemens VDO. Technologisch und marktseitig das beste Target, das man damals kaufen kann, die Synergien sind erheblich. Und doch bringt der

hohe Kaufpreis Conti später in Bedrängnis. Wird es solche Automotive-Deals in Deutschland nie wieder geben?

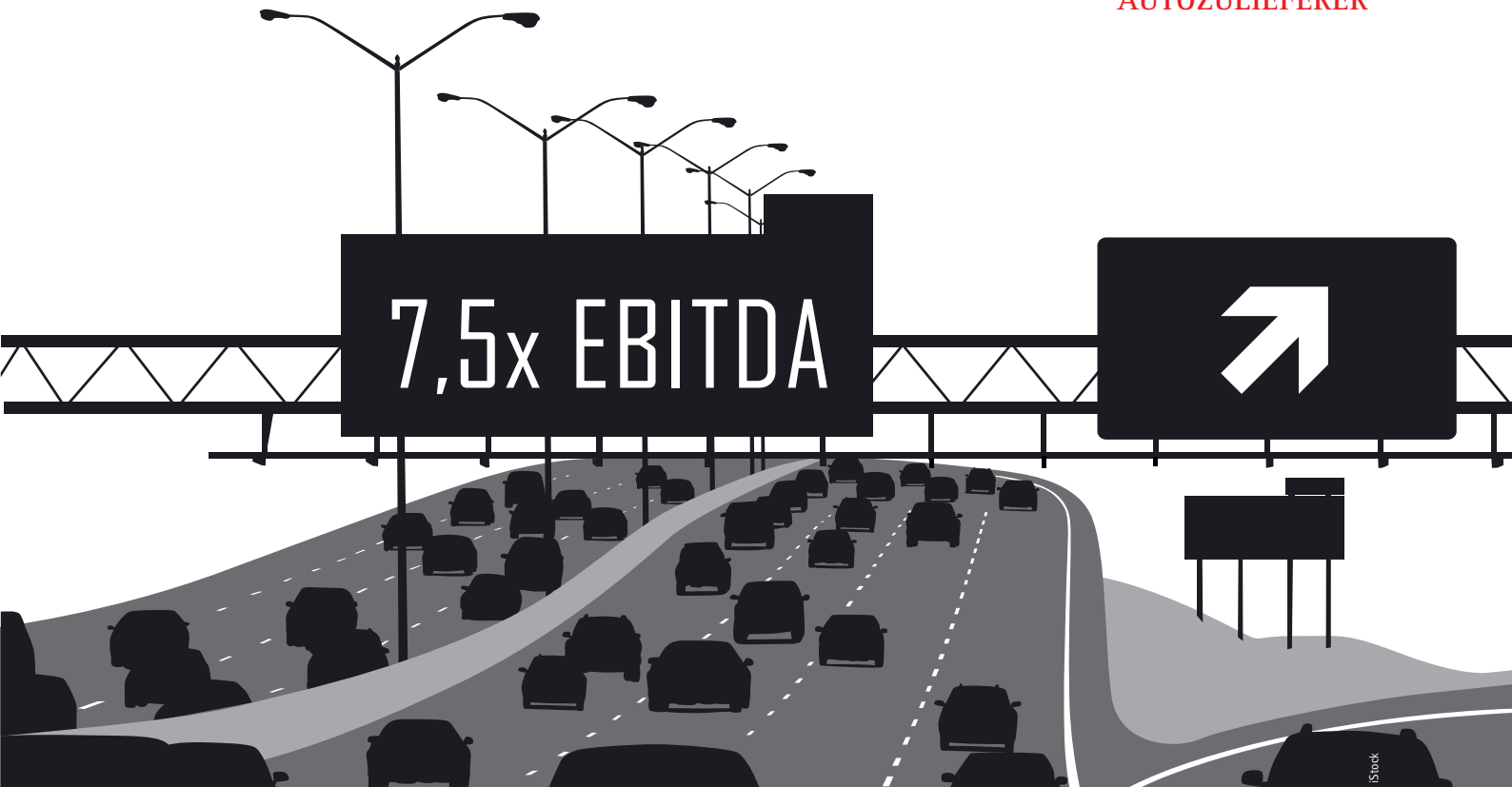
Seit Mitte 2008 ist der M&A-Markt für „gesunde“ Autozulieferer quasi zum Erliegen gekommen. Zwar gibt es immer noch recht viele Transaktionen. Aber seit Lehman wechselten hauptsächlich weniger rentable Betriebe oder Restrukturierungs-

fälle den Eigentümer. Die Folge: Weil es an Vergleichswerten mangelt, sind Autozulieferer nur noch schwer anhand von Multiplikatoren zu bewerten. Und auf die Multiples der Vorkrisenjahre kann man auch nicht zurückgreifen, zu sehr waren die Deals damals von enormen Fremdkapitalhebeln geprägt. Die durchschnittlichen EBITDA-Multiples für Transaktionen

■ Prämie oder Abschlag? Bewertungsrahmen für mittelgroße Autozulieferer

Kriterium	Bewertungsabschlag ←	Durchschnittsbewertung für erfolgreiche Zulieferer	Bewertungsprämie →
	5,5x EBITDA	6,5x EBITDA	7,5x EBITDA +
Marktposition	Keine Top 5	Top 3-5	Top 2
Kritische Größe Umsatz	< EUR 100 Mio	> EUR 100 Mio	> EUR 250 Mio
Qualität der Kunden	Volumensegment westliche Welt	Volumensegment Et asiatische Kunden oder Premiumsegment	Premiumsegment Et asiatische Kunden
Gebuchte Aufträge/Visibilität des Umsatzes	< 60% in drei Jahren	< 75% in drei Jahren	> 75% in drei Jahren
Wachstumsraten Umsatz	< 5%	< 10%	> 10%
EBITDA-Marge	< 10%	< 20%	> 20%
Diversifikation (Kunden)	Topkunde > 35% Anteil	Topkunde 20-35% Anteil	Topkunde < 20% Anteil
Globalisierung	Präsenz auf einem Kontinent	Präsenz auf zwei Kontinenten	Präsenz auf drei Kontinenten inkl. Asien
Low Cost Countries-Strategie	Kein LCC-Standort	Mehrere LCC-Standorte	Standorte in Osteuropa und China/Indien
Fokus	Kernprodukt < 33% vom Umsatz	Kernprodukt < 50% vom Umsatz	Kernprodukt > 50% vom Umsatz
Technologiekomplexität/Patente	Niedrig	Erheblich	Sehr hoch
Marktstruktur	Stark fragmentiert (Top 10 < 60% Marktanteil)	Fragmentiert (Top 5 < 60% Marktanteil)	Konzentriert (Top 3 > 60% Marktanteil)

Quelle: Lincoln International Automotive Et Truck Group



rund um profitable Autozulieferer mit einem Unternehmenswert von mindestens 100 Millionen Euro lagen im Kern in der Bandbreite zwischen 5,5x und 7,5x. Kulminationspunkt war der VDO-Deal.

Das lag auch daran, dass die meisten Unternehmen im Rahmen professioneller Auktionen veräußert wurden, in denen sich auch Strategen zunächst am LBO-Wert des Targets orientierten. Die aggressive Bankenfinanzierung hatte auch die Bewertungen durch strategische Käufer verändert. Am Ende waren eine erhebliche industrielle Motivation und eine Bilanz mit viel Spielraum notwendig, um die Heerscharen von Finanzinvestoren in einer Auktion aus dem Rennen zu werfen.

Dass sich das Umfeld inzwischen verändert hat, sollte den strategischen Käufern eigentlich in die Hände spielen. Waren vor einigen Jahren noch Akquisitionsfinanzierungen von über 4x EBITDA möglich, stellen Banken heute (wenn überhaupt) selbst für gut positionierte Unternehmen mit normalem Cashflowprofil nur noch Leverage-Pakete von höchstens 3x EBITDA zur Verfügung. Dieser Paradigmenwechsel müsste das Bewertungsniveau eigentlich negativ beeinflussen. Doch so einfach ist es nicht, denn die Welt hat sich nicht nur im Bereich der Kreditfinanzierung geändert. Es sind neue Wach-

tumsmärkte entstanden und ganz neue strategische Käufer auf den Plan getreten.

Auf dem Weg zu 7,5x EBITDA

Die Wiedergeburt der globalen Automärkte hängt im Wesentlichen an den Schwellenmärkten. Der chinesische Automarkt wächst zurzeit dreimal so schnell wie der Weltmarkt. Das verändert auch die Käuferlandschaft. Wenn technologisch hochwertige Zulieferer der ersten Reihe aus reifen Autoregionen angeboten werden, ist seit einigen Monaten ein stark gestiegenes Interesse von Strategen aus BRIC-Ländern und Japan feststellbar. Diese suchen gezielt Zugang zu der technologischen Partnerschaft zwischen Systemlieferanten und den derzeitigen Gewinnern unter den Autoherstellern wie zum Beispiel VW.

Das gab es bereits Mitte des vergangenen Jahrzehnts, als sich vor allem indische Firmen in Europa umsahen. Neu ist, dass der Einstieg eines ambitionierten asiatischen Strategen mit einem „echten“ Heimatmarkt (China) für europäische Zulieferer wie ein Katalysator für die Umsetzung ihrer Asienstrategie wirken kann. Es entstehen Umsatzsynergien und Einsparungen durch mehr Low-Cost-Sourcing – beides treibt die Bewertung nach oben.

Es ist zu beobachten, dass die Multiples für nachhaltig profitable Zulieferer in den Trendkorridor von 5,5 bis 7,5x EBITDA zurückkehren. Darüber, wo sich ein Unternehmen dort einordnet, gibt ein Kriterienkatalog (siehe Grafik) Hinweise. Aus den besonders relevanten Eigenschaften eines Unternehmens lässt sich ableiten, ob dieser Zulieferer mit einer Prämie oder einem Abschlag auf den langjährigen Mittelwert von rund 6,5x EBITDA versehen werden sollte. Nur wenn die meisten Kriterien positiv ausgeprägt sind, lassen sich Bewertungen am oberen Ende des Korridors erzielen. Indes: Eine Transaktion mit einem Conti-VDO-Multiple von 10x wird es trotz der neuen Bewertungstreiber auf absehbare Zeit aber nur in ganz besonderen Technologienischen geben. ||



Patrick von Herz ist Mitglied des Vorstands und Global Co-Head der Automotive & Truck Group bei Lincoln International.

p.vonherz@lincolnternational.de