

# Automotive Beteiligungen aus Investorensicht: Welches Handeln ist angebracht?

Dieter Lauszus & Steffen Sachs, EbelHofer Strategy & Management Consultants, Köln

## 1. Einleitung

► Dieselseite und drohende Fahrverbote, gefährdete Arbeitsplätze oder der Angriff branchenfremder Player – die Automobilindustrie befindet sich im Wandel und ist Gegenstand der täglichen Berichterstattung.

Der vorliegende Beitrag nimmt dieses tagesaktuelle Thema auf, indem zuerst die Lage des Transaktionsmarkts im etablierten Automotivesegment beschrieben wird, um anschließend die klassische Industriesicht um neue Segmente zu erweitern. Aus Investorensicht ergibt sich derzeit eine Dreiteilung verschiedener Risiko-Multiple-Kombinationen, die vor dem Hintergrund von Entry- und Exit-Optionen bewertet werden. Im Anschluss werden fünf zentrale Treiber des Umbruchs identifiziert und deren Effekte auf Geschäftsmodelle im Zulieferbereich analysiert. Abschließend wird herausgehoben, warum die Commercial Due Diligence im unsicheren Fahrwasser des Transformationsprozesses eine wichtige Orientierungsfunktion erfüllt.

## 2. Automotive aus Investorensicht

### 2.1 Der Transaktionsmarkt: Die aktuelle Marktlage

Auch in 2017 bewegt sich der Transaktionsmarkt gesamtheitlich betrachtet auf ähnlichem Niveau wie im Vorjahr – sowohl bezogen auf den Deal Flow wie auch auf die realisierten Multiples<sup>1</sup>. Legt man den Fokus auf Transaktionswerte und deren Anzahl im Automotive-Segment des letzten Jahres, so folgten auf zwei starke Quartale (Q4/16 und Q1/17) zwei deutlich schwächere (Q2/17 und Q3/17). Im jahresübergreifenden Quartalsvergleich (Q3/16 vs. Q3/17) stieg der Gesamtwert aller Automotive-Deals hingegen um ca. 25%, während die Anzahl realisierter Deals um ca. 15% abnahm<sup>2</sup>.

1 Vgl. EbelHofer Private Equity Panel 2017, URL: [www.ebelhofer.com/medien/artikel-studien](http://www.ebelhofer.com/medien/artikel-studien) (Stand: 07.11.2017).

2 Vgl. Clearwater Automotive Newsletter Q3 2017, URL: <http://clearwaterinternational.com/de/library/automotive-newsletter-q3-2017/#subscribe-anchor> (Stand: 07.11.2017), S. 1.

Im vergangenen Quartal zeichnete sich der Transaktionsmarkt zudem durch eine anhaltende Konsolidierung in den Bereichen Antriebsstrang (z.B. Bosch Mahle Turbo Systems) sowie in den Bereichen Innenraum und Elektronik (Adient und Faurecia) aus<sup>3</sup>. Die aktuellen Automotive-Bewertungen über alle Subsegmente hinweg lagen etwas über dem Durchschnitt des Vorjahres: EV/SALES: +11,6%, EV/EBITDA: +3,6% und EV/EBIT: +0,6%. Aus der Metaperspektive ergibt sich demnach ein relativ stabiles und tendenziell positives Bild. Verlässt man jedoch die aggregierte Industriesicht, variieren die Bewertungen – wie in Abbildung 2 dargestellt – zwischen den einzelnen Subsegmenten zum Teil stark.

### 2.2 Automotive-Beteiligungen im Portfolio: Eine „Drei-Klassen-Gesellschaft“

Um einen Branchenausblick zu geben, soll der klassische Automotiverahmen um solche Unternehmen erweitert werden, die bisher meist nicht als Teil des Industriegefüges betrachtet wurden, es aber zukünftig sein werden. Durch die angestoßene Transformation verschwimmen alte Industriegrenzen: New Entrants aus anderen Branchen erweitern ihre Aktivitäten auf die Automobilindustrie, und etablierte Automotive Player expandieren ihre Geschäftsmodelle auf neue Märkte und Segmente<sup>4 5</sup>. Dabei legen wir den Fokus auf Automobilzulieferer neuer und alter Schule im Mid- und Small-Cap-Segment. Hier produziert der Umbruch in der Automobilindustrie „Ladenhüter“, „Evergreens“ und „Hypes“.

#### (1) „Ladenhüter“

Unternehmen, die als Nischenplayer Produkte herstellen, welche am klassischen Antriebsstrang hängen, er-

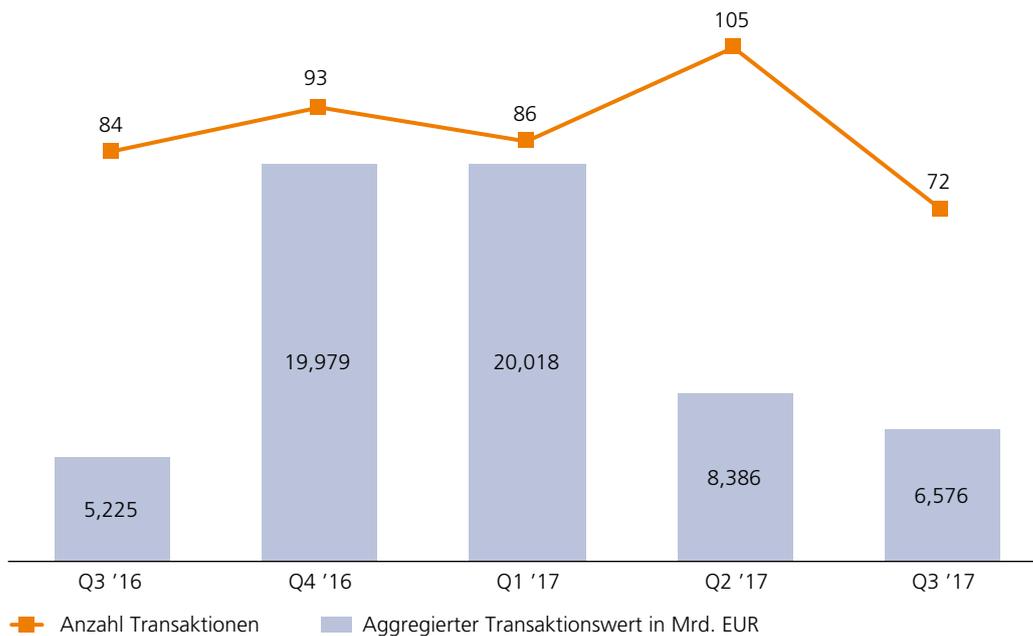
3 Vgl. Clearwater Automotive Newsletter Q3 2017, URL: <http://clearwaterinternational.com/de/library/automotive-newsletter-q3-2017/#subscribe-anchor> (Stand: 07.11.2017), S. 1.

4 Vgl. Flörecke, Klaus-Dieter: Nvidia sucht hunderte Spezialisten – auch in München (14.10.2017), in: Automobilwoche, URL: [www.automobilwoche.de/article/20171014/BONLINE/171019916/nvidia-sucht-hunderte-spezialisten---auch-in-muenchen](http://www.automobilwoche.de/article/20171014/BONLINE/171019916/nvidia-sucht-hunderte-spezialisten---auch-in-muenchen) (Stand: 07.11.2017).

5 Vgl. Continental stellt revolutionäres 48V eBike-System vor (29.08.2017), URL: <https://www.continental-corporation.com/de/presse/pressemitteilungen/continental-stellt-revolutionaeres-48v-ebike-system-vor-93838> (Stand: 07.11.2017).

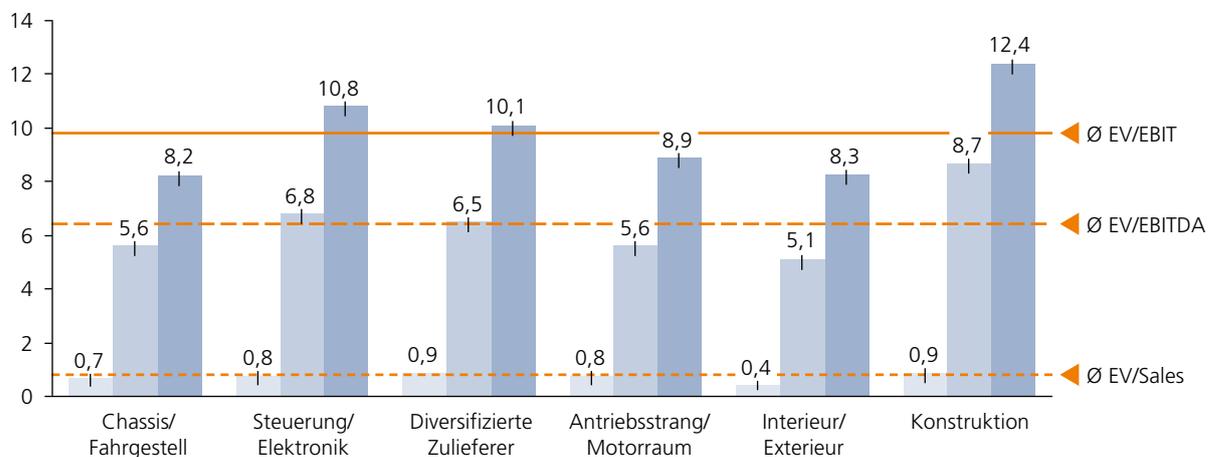
### Abb. 1 • Der klassische Automotive-Transaktionsmarkt im Zeitverlauf

Quelle: Eigene Darstellung nach Clearwater Newsletter Q3/17



### Abb. 2 • Multiples klassischer Automotive-Subsegmente im gleitenden Jahresdurchschnitt bis Q3/17

Quelle: Eigene Darstellung nach Clearwater Newsletter Q3/17



leben aktuell Zeiten hoher Unsicherheit und einen Umbruch ihres Geschäftsmodells<sup>6</sup>. Aufgrund dessen ist es für Beteiligungsgesellschaften derzeit schwierig, für solche Portfoliounternehmen einen profitablen Exit zu realisieren. Bewertungen, die vor zwei Jahren sicherlich akzeptiert worden wären, sind heute nicht mehr durchsetzbar. Potenzielle Käufer sehen sich zunehmend mit Klumpenrisiken konfrontiert, alternative Märkte sind meist noch nicht erschlossen und Geschäftsprognosen stehen auf tönernen Füßen. Also platzen viele Deals

oder Exits werden schmerzhaft. Käufer müssen den Phase-out des rückläufigen Kerngeschäfts neben einer Transformation des Geschäftsmodells stemmen. Verkäufer können einerseits einen schnellen, eventuell unprofitablen Exit forcieren, um Schlimmeres zu verhindern. Andererseits können sie diesen aufschieben, die Transformation selbst managen und auf einen späteren profitablen Exit hoffen. Beides sind definitiv keine Traumoptionen.

- *Schlechte Zeiten für Verkäufer, niedrige Preise bei hohem Risiko für Käufer.*

<sup>6</sup> Vgl. Oliver Wyman, URL: [www.oliverwyman.de/our-expertise/insights/2017/sep/Elektromobilitaet-Bleiben-die-Zulieferer-auf-der-Strecke.html](http://www.oliverwyman.de/our-expertise/insights/2017/sep/Elektromobilitaet-Bleiben-die-Zulieferer-auf-der-Strecke.html) (Stand: 07.11.2017).

**Abb. 3 • Die „Drei-Klassen-Gesellschaft“ der Automobilzulieferer aus Investorenperspektive**

Quelle: Eigene Darstellung EbelHofer Consultants

	„Ladenhüter“	„Evergreen“	„Hype“
<b>Geschäftsmodell</b>	Unsicher/rückläufig	Sicher/stabil	Unsicher/wachsend
<b>Bewertungssituation</b>	Niedrig	Hoch	Sehr hoch
<b>Risikosituation</b>	Hoch	Niedrig	Hoch
<b>Exit-Situation</b>	Unprofitabel	Profitabel	Sehr profitabel
<b>Entry-Situation</b>	Unsicher/günstig	Sicher/teuer	Unsicher/sehr teuer

**(2) „Evergreens“**

Zulieferer, die mit ihren Produkten nicht, oder nur geringfügig, vom Umbruch der Automobilindustrie betroffen sind, gelten weiterhin als unproblematische Investments. Die aktuelle Gesamtlage des Transaktionsmarktes lässt sich auch hier beobachten: Die Anzahl erfolgreicher Deals ist auf hohem Niveau und für stabile Geschäftsmodelle werden hohe Multiples bezahlt. Beispielsweise liegen aktuelle Bewertungen für Zulieferer im Subsegment Fahrzeugsteuerung/-elektronik deutlich über dem Industriemedian: EV/EBITDA: 6,8 vs. 6,4; EV/EBIT: 10,8 vs. 9,8<sup>7</sup>. In die Klasse der Evergreens fallen auch viele Zuliefererkonglomerate mit diversifizierten Geschäftsbereichen („diversifizierte Zulieferer“) die durch ihre breite Aufstellung einerseits weniger risikofähig sind und andererseits ausreichend Synergiepotenzial zur Skalierung neuer Technologien besitzen. Player mit überschaubarem Risiko und relativ stabilen Upsides haben ihren Preis, was sich in den höheren durchschnittlichen Bewertungen dieses Subsegments im Vergleich zum Industriemedian widerspiegelt: EV/Sales: 0,9 vs. 0,8, EV/EBITDA: 6,5 vs. 6,4, EV/EBIT: 10,1 vs. 9,8<sup>8</sup>. Daran wird sich nach aktueller Gemengelage mittelfristig wenig ändern.

- *Gute Zeiten für Verkäufer, hohe Preise bei ansonsten geringem Risiko für Käufer.*

**(3) „Hypes“**

Für Target-/Portfoliounternehmen, die von der Transformation der Automobilindustrie wahrscheinlich profitieren, werden astronomische Bewertungen gefordert und gezahlt. Dies gilt insbesondere für Firmen, die in hoffnungsvollen Bereichen wie Big Data, Batterietechnik, Leichtbau, Sensortechnik und Konnektivität aktiv sind. Meist haben diese Player keinen klassischen Automotivehintergrund und ihr Erfolg ist ungewiss, jedoch sind ihre Produkte/Dienstleistungen oft auch in anderen Branchen einsetzbar. Die Konkurrenz um diese Targets ist hoch und führt zusammen mit phantasievollen Hockeystick Business Cases zu Mondpreisen. Die

Käufer sind in der Regel OEMs<sup>9</sup>, globale Zulieferer<sup>10</sup> und New Entrants aus anderen Branchen wie Alphabet<sup>11</sup> (IT) oder DPDHL<sup>12</sup> (Logistik) – somit nicht Beteiligungsgesellschaften. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass die Realisierung von Upsides im Rahmen einer Integration – zum Beispiel in einen OEM – als höher und schneller realisierbar bewertet wird als unter der Regie eines PEs. Durch diesen Skalierungs- und Synergienachteil ziehen Beteiligungsgesellschaften im Bieterrennen häufig den Kürzeren.

- *Gute Zeiten für Verkäufer, Winner’s-Curse-Gefahr für Käufer.*

Zusammenfassend lässt sich die „Drei-Klassen-Gesellschaft“ wie in Abbildung 3 charakterisieren.

**3. Treiber des Umbruchs im Bereich Automotive**

Im Folgenden werden fünf ausgewählte Treiber des Umbruchs in der Automobilindustrie beleuchtet und deren Auswirkungen auf betroffene Geschäftsmodelle in der Zuliefererindustrie skizziert:

**3.1 Gesetzliche Vorschriften**

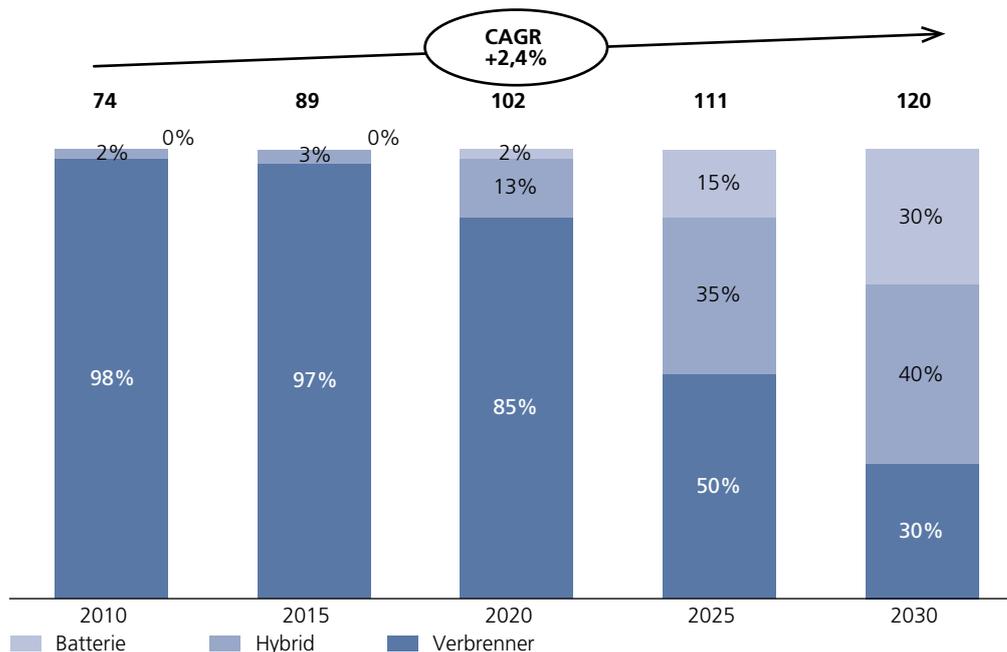
Norwegen (ab 2025), Paris (ab 2030) und UK (ab 2040) haben bereits angekündigt, den Verbrennungsmotor bei Neuzulassungen zukünftig zu verbieten<sup>13</sup>. China will noch schneller eine Lösung und plant bereits mit einer E-Autoquote für Neuzulassungen ab 2018 von 8%, die 2019 auf 10% und 2020 auf 20% steigen soll<sup>14</sup>. Ob

7 Vgl. Clearwater Automotive Newsletter Q3 2017, URL: <http://clearwaterinternational.com/de/library/automotive-newsletter-q3-2017/#subscribe-anchor> (Stand: 07.11.2017), S. 2-3.  
 8 Vgl. Clearwater Automotive Newsletter Q3 2017, URL: <http://clearwaterinternational.com/de/library/automotive-newsletter-q3-2017/#subscribe-anchor> (Stand: 07.11.2017), S. 2-3.

9 Vgl. Becker, Joachim: Was Audi, BMW und Daimler mit dem Kartendienst Here vorhaben (14.10.2017), in Süddeutsche Zeitung, URL: [www.sueddeutsche.de/auto/allianz-gegen-google-was-audi-bmw-und-daimler-mit-dem-kartendienst-here-vorhaben-1.3201868](http://www.sueddeutsche.de/auto/allianz-gegen-google-was-audi-bmw-und-daimler-mit-dem-kartendienst-here-vorhaben-1.3201868) (Stand: 07.11.2017).  
 10 Vgl. Weinzierl, Stefan: ZF kauft sich bei DoubleSlash ein (09.09.2016), in: Produktion URL: <https://www.produktion.de/nachrichten/unternehmen-maerkte/zf-kauft-sich-bei-doubleslash-ein-398.html> (Stand: 07.11.2017).  
 11 Vgl. Postinett, Axel: Google fordert Uber heraus (20.10.2017), in: Handelsblatt, URL: [www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-konsumgueter/eine-milliarde-dollar-fuer-lyft-google-fordert-uber-heraus/20480960.html](http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-konsumgueter/eine-milliarde-dollar-fuer-lyft-google-fordert-uber-heraus/20480960.html) (Stand: 07.11.2017).  
 12 Vgl. Deutsche Post DHL übernimmt StreetScooter GmbH (09.12.2014), URL: [www.dpdhl.com/de/presse/pressemitteilungen/2014/deutsche\\_post\\_dhl\\_uebernimmt\\_streetcooter\\_gmbh.html](http://www.dpdhl.com/de/presse/pressemitteilungen/2014/deutsche_post_dhl_uebernimmt_streetcooter_gmbh.html) (Stand: 07.11.2017).  
 13 Vgl. Diese Staaten wollen Diesel und Benzin abschaffen (24.10.2017), in: Manager Magazin, URL: [www.manager-magazin.de/fotostrecke/verbrennungsmotor-diese-laender-planen-verbote-fotostrecke-136376.html](http://www.manager-magazin.de/fotostrecke/verbrennungsmotor-diese-laender-planen-verbote-fotostrecke-136376.html) (Stand: 07.11.2017).  
 14 Vgl. Die E-Auto-Quote in China kommt (28.09.2017), in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, URL: [www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/elektroautos-china-fuehrt-die-elektroquote-ab-2019-ein-15222043.html](http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/elektroautos-china-fuehrt-die-elektroquote-ab-2019-ein-15222043.html) (Stand: 07.11.2017).

**Abb. 4 • Prognose verschiedener Antriebskonzepte als Anteil globaler Neuzulassungen bis 2030**

Quelle: Schaeffler Automotive



andere Länder dem Beispiel folgen, ist unklar. Jedoch setzen diese Vorstöße ein großes Fragezeichen hinter die langfristige Zukunft des Verbrennungsmotors und damit auch hinter das Geschäftsmodell aller am Antriebsstrang hängenden Firmen im Automotivesegment. Die Industrie reagiert: Nach langem Zögern verkündete Volkswagen auf der diesjährigen IAA, bis 2025 mindestens 80 E-Modelle anbieten zu wollen<sup>15</sup>. Andere OEMs drücken noch stärker aufs Gas: Volvo möchte für jede Baureihe ab 2019 eine batteriebetriebene E-Variante anbieten<sup>16</sup>. Die Schaeffler-Zuliefergruppe rechnet bis 2030 auf globaler Ebene mit bis zu 30% E-Auto-Anteil und bereitet sich auf neue Rahmenbedingungen vor, wie beispielsweise öffentlichkeitswirksam mit einer Entwicklungspartnerschaft in der Formel E<sup>17</sup>. Die diskutierten Gesetzesinitiativen sollten gerade für spezialisierte mittelständische Zulieferer ein Warnsignal sein, die Abhängigkeit vom Verbrennungsmotor zu reduzieren und während des Phase-outs für zunehmend strengere Abgasvorschriften und Verbotsinitiativen Lösungen zu haben.

### 3.2 Alternative Antriebe

Welche alternativen Antriebstechnologien sich durchsetzen, ist trotz des Hypes um Tesla weiterhin unklar: Mittelfristig könnten dies im Rahmen einer Bridge-

Phase Verbrennungsmotoren mit Gasbetrieb (LPG/CNG), verbesserte Lösungen auf Benzin- (4-Wege-Kat) und Dieselmotorbasis (NOx-Speicher/SCR-Kat) sowie Hybridantriebe sein. Langfristig scheinen batteriebetriebene Elektromotoren oder E-Antriebe mit Brennstoffzellen hohes Potenzial zu haben. Klar scheint, dass auf lange Sicht konventionelle Otto- und Dieselmotoren keine Zukunft haben. Die CO<sub>2</sub>-Diskussion und drohende Fahrverbote wirken als Katalysatoren dieses Trends und befeuern die bereits hohe Unsicherheit im Markt<sup>18</sup>. Allerdings sind derzeit auch gegenläufige Tendenzen erkennbar: Die aktuelle Phase von Umtausch- und Umweltprämien verzögert den Phase-out des Verbrenners und lässt die installierte Basis im Markt weiter wachsen<sup>19</sup>. Das Gros der Kundschaft greift derzeit noch lieber zu Benzinern und Dieseln, da Alternativlösungen als noch zu teuer und technisch nicht ausgereift angesehen werden – ob gerechtfertigt oder nicht<sup>20</sup>. Ein kurzfristiger Absatzboom könnte also die Dringlichkeit des Vorantreibens alternativer Antriebskonzepte verschleiern und ließe wertvolle Zeit im Transformationsprozess verstreichen. Fraglich ist somit, ob die alten „Hidden Champions“ der Zulieferindustrie auch die neuen sein werden – insbesondere jene, die am Antriebsstrang hängen. Elektroantriebe sind weniger komplex als konventionelle Antriebe. Setzen sich also E-Autos durch, müssen OEMs künftig weniger Bauteile

15 Vgl. VW investiert 20 Milliarden Euro für 80 neue E-Modelle (12.09.2017), in: Manager Magazin, URL: [www.manager-magazin.de/unternehmen/autoindustrie/roadmap-e-vw-investiert-20-milliarden-euro-fuer-80-neue-e-modelle-a-1167287.html](http://www.manager-magazin.de/unternehmen/autoindustrie/roadmap-e-vw-investiert-20-milliarden-euro-fuer-80-neue-e-modelle-a-1167287.html) (Stand: 07.11.2017).

16 Vgl. Volvo verabschiedet sich vom Verbrennungsmotor (05.07.2017), in: Spiegel Online, URL: [www.spiegel.de/auto/aktuell/volvo-verabschiedet-sich-ab-2019-vom-verbrennungsmotor-a-1156009.html](http://www.spiegel.de/auto/aktuell/volvo-verabschiedet-sich-ab-2019-vom-verbrennungsmotor-a-1156009.html) (Stand: 07.11.2017).

17 Vgl. Pape, Timo: Formel E: Schaeffler & Audi entwickeln Antriebsstrang gemeinsam (27.06.2017), URL: <https://www.e-formel.de/news/formel-e-schaeffler-audi-entwickeln-antriebsstrang-gemeinsam-7873.html> (Stand: 07.11.2017).

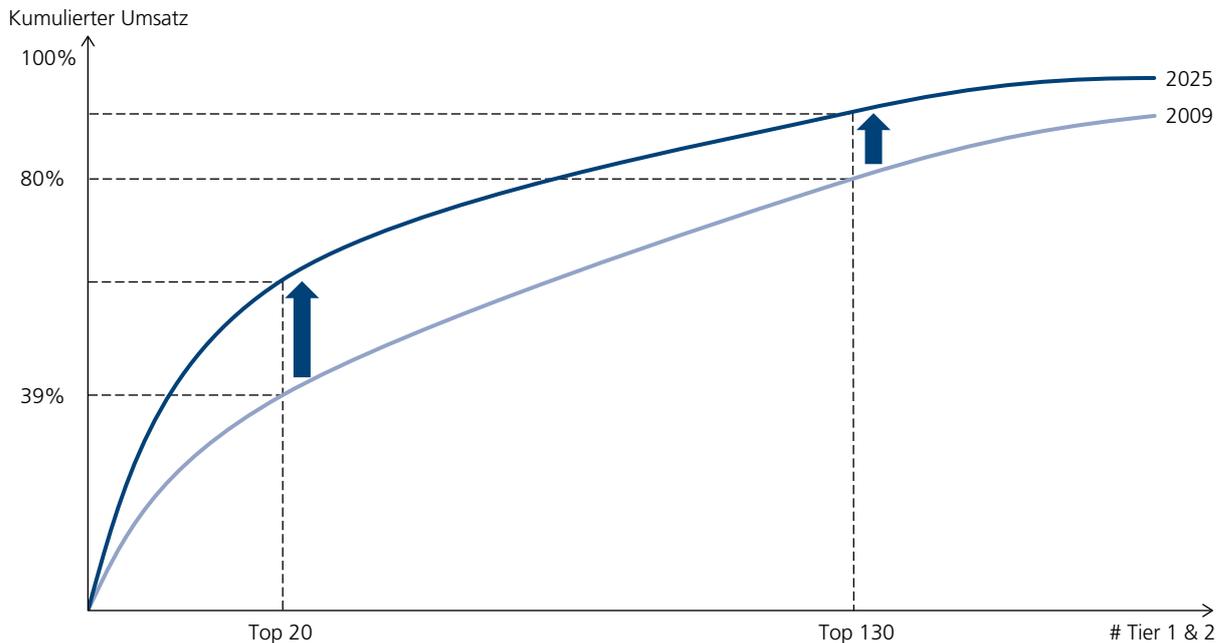
18 Vgl. Commerzbank: Corporate Sector Report Automobilzulieferer in Deutschland (Mai 2017), URL: [https://www.firmenkunden.commerzbank.de/portal/media/corporatebanking/neu-hauptportal-rebrush/home/Automobilzulieferer\\_18\\_08\\_2017\\_Kurzversion.pdf](https://www.firmenkunden.commerzbank.de/portal/media/corporatebanking/neu-hauptportal-rebrush/home/Automobilzulieferer_18_08_2017_Kurzversion.pdf) (Stand: 07.11.2017).

19 Vgl. Fasse, Markus: Daimlers Diesel-Paradox (20.10.2017), in: Handelsblatt, URL: [www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/abgaskandal-daimlers-diesel-paradox/20481730.html](http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/abgaskandal-daimlers-diesel-paradox/20481730.html) (Stand: 07.11.2017).

20 Vgl. Joho, Katja: Die größten Mythen der E-Autos (07.08.2017), in: WirtschaftsWoche, URL: [www.wiwo.de/unternehmen/auto/elektromobilitaet-die-groessten-mythen-ueber-e-autos/20142790.html](http://www.wiwo.de/unternehmen/auto/elektromobilitaet-die-groessten-mythen-ueber-e-autos/20142790.html) (Stand: 07.11.2017).

**Abb. 5 • Konzentrationsprognose Automotive Tier 1 und 2**

Quelle: Roland Berger



beziehungen und weniger Zulieferer orchestrieren. Dies wird sich auch auf den Arbeitsmarkt auswirken, da nicht alle Beschäftigten umgeschult werden können und gerade im Bereich des Antriebsstrangs weniger Personal benötigt wird: Laut einer Studie von Ifo-Institut und Verband der Automobilindustrie (VDA) sind dadurch in Deutschland 426.000 Automotivejobs gefährdet<sup>21</sup>. In diesem Zuge hat Volkswagen angekündigt, eigene Komponentenwerke zu bündeln, um bei der anstehenden Transformation möglichst hohe Synergieeffekte zu erzielen<sup>22</sup>. Die Kräfte während der Übergangsphase zu bündeln, gilt ebenso für Zulieferer „alter Schule“, die mittelfristig zweigleisig fahren müssen. Vor dieser Herausforderung ist mit einer zunehmenden Konzentration der Tier 1 und 2 auszugehen.

### 3.3 Neue Mobilitätskonzepte

Überlastete Infrastruktur, Uber, Car Sharing oder die sinkende Bedeutung des Autos als Statussymbol – diese Trends werden voraussichtlich dazu führen, dass in Industrienationen weniger PKWs zugelassen werden. Metropolen, in denen die Abgasbelastung hoch und Stellplätze knapp sind machen den Fahrzeugbesitz gezielt unattraktiv, wie das Beispiel Singapur zeigt<sup>23</sup>. Auf Absatzwachstum sollte also in diesen klassischen Märkten nicht mehr gesetzt und stattdessen neue Geschäftsmöglichkeiten etabliert werden. Viele OEMs

haben diesen Trend erkannt: BMW bezeichnet sich seit 2016 nicht mehr als Fahrzeughersteller, sondern als Anbieter von Mobilität<sup>24</sup>. Volvo plant, sein neues Flaggship Polestar nicht mehr zum Kauf, sondern ausschließlich als Abonnement anzubieten<sup>25</sup>. Es wird zudem seit einiger Zeit erwartet, dass die Carsharing-Anbieter Car2Go und DriveNow fusionieren werden, um New Entrants abzuwehren<sup>26</sup>. Daimler und BMW – Konkurrenten im klassischen Geschäft – könnten in neuen Geschäftsmodellen zu Partnern werden. Was also auf anderen Ebenen vorgedacht wird, gilt auch für Zulieferer: Die klassische Industriedenke muss ad acta gelegt werden, um sich für die Zukunft zu wappnen. Die Zeit drängt, weil Zulieferer in gesättigten Märkten mit rückläufigen Stückzahlen rechnen müssen, was zumindest mit zeitlicher Verzögerung auch für den Profittreiber Aftersales-Geschäft gilt, da die installierte Basis im Markt schrumpfen wird.

### 3.4 Neue Funktionen und Kompetenzen

Autos sollen künftig autonom fahren, als Stromspeicher dienen, Kommunikationszentralen sein und vieles mehr. Bei dieser Entwicklung tauchen zahlreiche neue Player – zum Beispiel aus der IT-Industrie – in der Branche

21 Vgl. VDA: VDA und Ifo-Institut zum „Verbot des Verbrennungsmotors“ (18.07.2017), URL: <https://www.vda.de/de/presse/Pressemeldungen/20170708-vda-und-ifo-institut-zum-verbot-des-verbrennungsmotors.html> (Stand: 07.11.2017).

22 Vgl. Fünf Antworten zur neuen VW-Sparte (11.10.2017), in: WirtschaftsWoche, URL: [www.wiwo.de/unternehmen/automobil/volkswagen-buendelt-komponentenwerke-fuenf-antworten-zur-neuen-vw-sparte/20440998.html](http://www.wiwo.de/unternehmen/automobil/volkswagen-buendelt-komponentenwerke-fuenf-antworten-zur-neuen-vw-sparte/20440998.html) (Stand: 07.11.2017).

23 Vgl. Mehr Auto geht nicht entscheidet Singapur (23.10.2017), in: Manager Magazin, URL: [www.manager-magazin.de/politik/artikel/singapur-begrenzt-anzahl-der-autos-und-motorraeder-a-1174246.html](http://www.manager-magazin.de/politik/artikel/singapur-begrenzt-anzahl-der-autos-und-motorraeder-a-1174246.html) (Stand: 07.11.2017).

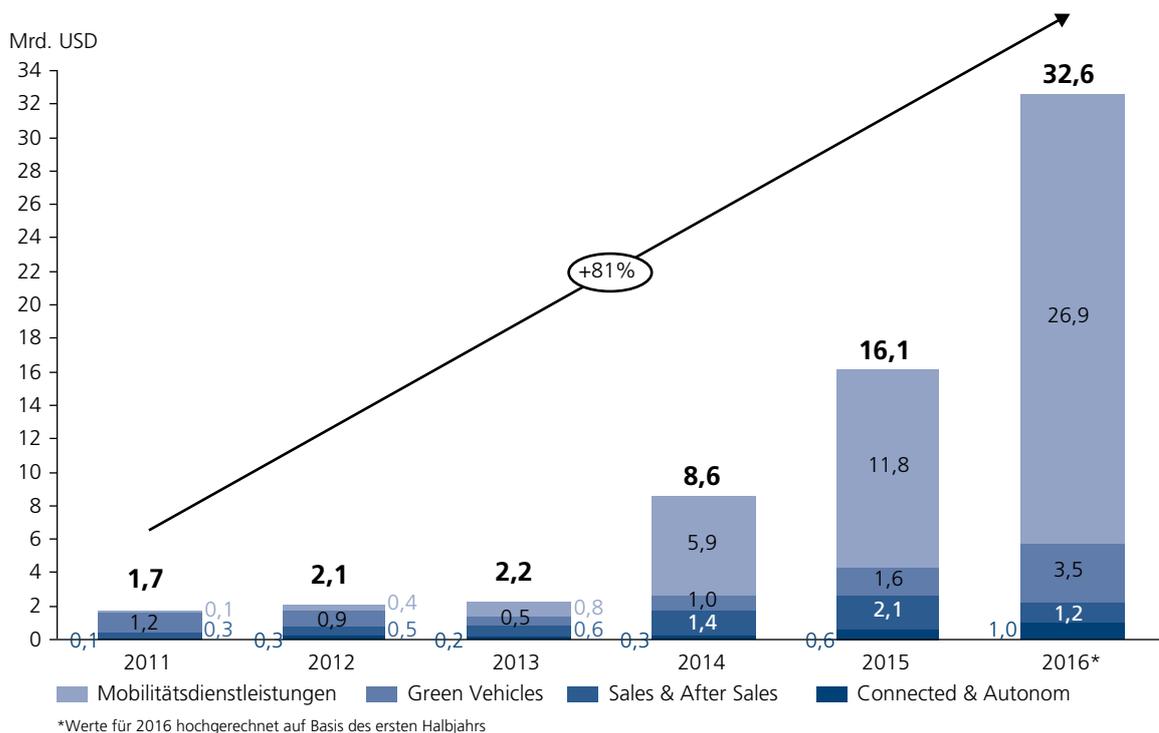
24 Vgl. Krüger, Harald: Rede Krüger Telefonkonferenz Q2/2016 (02.08.2016), URL: <https://www.press.bmwgroup.com/deutschland/article/detail/T0262628DE/rede-von-harald-krueger-vorsitzender-des-vorstands-der-bmw-ag-telefonkonferenz-zwischenbericht-zum-30-juni-2016?language=de> (Stand: 07.11.2017).

25 Vgl. Geiger, Thomas: Elektrische Performance-Marke: So will Volvo Polestar gegen Tesla & Co in Stellung bringen (17.10.2017), in: Automobilwoche, URL: [www.automobilwoche.de/article/20171017/BCONLINE/171019876/elektrische-performance-marke-so-will-volvo-polestar-gegen-tesla-co-in-stellung-bringen](http://www.automobilwoche.de/article/20171017/BCONLINE/171019876/elektrische-performance-marke-so-will-volvo-polestar-gegen-tesla-co-in-stellung-bringen) (Stand: 07.11.2017).

26 Vgl. Eisert, Rebecca: Fusion von Car2go und DriveNow steht kurz bevor: „Zeitnah“ Gespräche zwischen Zetsche und Krüger (27.07.2017), in: Automobilwoche, URL: [www.automobilwoche.de/article/20170727/HEFTARCHIV/170729903/fusion-von-cargo-und-drive-now-steht-kurz-bevor-zeitnah-gespraechе-zwischen-zetsche-und-krueger](http://www.automobilwoche.de/article/20170727/HEFTARCHIV/170729903/fusion-von-cargo-und-drive-now-steht-kurz-bevor-zeitnah-gespraechе-zwischen-zetsche-und-krueger) (Stand: 07.11.2017).

**Abb. 6 • Erhaltene Investitionen von Automotive-Start-ups nach Segmenten in Mrd. USD (2011-2016)**

Quelle: Oliver Wyman



auf und „stören“ die alte Ordnung<sup>27</sup>. Viele etablierte Automotive Player investieren heute schon stärker in Themen wie Konnektivität und E-Mobility als in den konventionellen Antriebsstrang<sup>28</sup>. Unklar ist, inwieweit die vielen spezialisierten Zulieferer neue Kompetenzen erwerben und alte Kompetenzen auf andere Industrien/Verwendungsrichtungen übertragen können. Für manche Zulieferer, zum Beispiel in den Bereichen Innenraumgestaltung und Services, bieten sich jedoch zahlreiche Chancen: Entertainmentsysteme, bewegliche Sitz-/Schlafkonzepte, individuelle Designs et cetera werden zukünftig einen größeren Anteil an der Wertschöpfung ausmachen als heute. Es ist daher unerlässlich, das eigene Geschäftsmodell zu überprüfen und zukunftsfähig auszurichten. Ein hoffnungsvolles Wachstumsfeld können sichere Schnittstellen kommunizierender Komponenten sein: Das Thema IT-Sicherheit spielt bei „intelligenten“ Komponenten eine prominente Rolle und drängte 2016 beim erfolgreichen Hackerangriff auf ein Tesla Model S in die Medien<sup>29</sup>. Einen zulieferübergreifenden Schnittstellenstandard zu entwickeln, der das Einfallstor OBD2 ersetzt, wäre dafür ein ressourcenökonomischer Ansatz. Auf Initiative des VDA kooperieren bei diesem sicherheitsrelevanten Thema bereits einige Zulieferer und OEMs: BMW stellte

im Mai 2017 sein auf diesem Standard basierendes CarData Programm zur Datenverschlüsselung vor<sup>30</sup>. Über die Daten verfügen können die Autobesitzer, die diese zur Auswertung durch Dritte freigeben können. Dadurch bietet sich auch für mittelständische Zulieferer die Chance, durch Big-Data-Auswertungen ihre Produkte schneller zu optimieren und in ihrem Stammgeschäft Innovationsführer zu bleiben. Um eine Neuausrichtung im Sinne der Industrie 4.0 erfolgreich zu managen, wird es nicht ausreichen, auf hohe Fertigungsqualität und kompetente Ingenieure zu setzen. Hingegen sind Investitionen in IT-Kompetenz notwendig, um mit Playern aus anderen Branchen auf Augenhöhe zu sein und Wertschöpfung im eigenen Haus zu halten. Hier sollte die „klassische“ Industrie auch für Kooperationen offen sein, um beispielsweise beim Autonomen Fahren die Geschwindigkeit anderer Spieler mitgehen zu können<sup>31</sup>. Außerdem stellt der Siegeszug des 3D-Drucks bisherige Fertigungsprozesse in Frage: Additive Fertigung zeigt einen hohen Erfahrungskurveneffekt, sodass Gewichts- und Ressourcenersparnis schon bald den höheren Produktionsaufwand rechtfertigen könnten<sup>32</sup>. Bisher nutzt die Automobilindustrie diese Technologie vor allem zur Fertigung von Prototypen, während die Luftfahrtindustrie 3D-Druck

27 Vgl. Postinett, Axel: Google fordert Uber heraus (20.10.2017), in: Handelsblatt, URL: [www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-konsumgueter/eine-milliarde-dollar-fuer-lyft-google-fordert-uber-heraus/20480960.html](http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-konsumgueter/eine-milliarde-dollar-fuer-lyft-google-fordert-uber-heraus/20480960.html) (Stand: 07.11.2017).

28 Vgl. Dawson, Chester: Daimler to invest \$1 Billion in Alabama Plant (21.09.2017), in: The Wall Street Journal, URL: <https://www.wsj.com/articles/daimler-to-invest-1-billion-in-alabama-plant-1505984946> (Stand: 07.11.2017).

29 Vgl. Hacker attackieren Tesla-Auto – Zugriff auf Licht, Sitz, Wischer... (21.09.2017), in: Manager Magazin, URL: [www.manager-magazin.de/unternehmen/autoindustrie/tesla-hacker-konnten-licht-sitze-und-schweibenwischer-fernsteuern-a-1113191.html](http://www.manager-magazin.de/unternehmen/autoindustrie/tesla-hacker-konnten-licht-sitze-und-schweibenwischer-fernsteuern-a-1113191.html) (Stand: 07.11.2017).

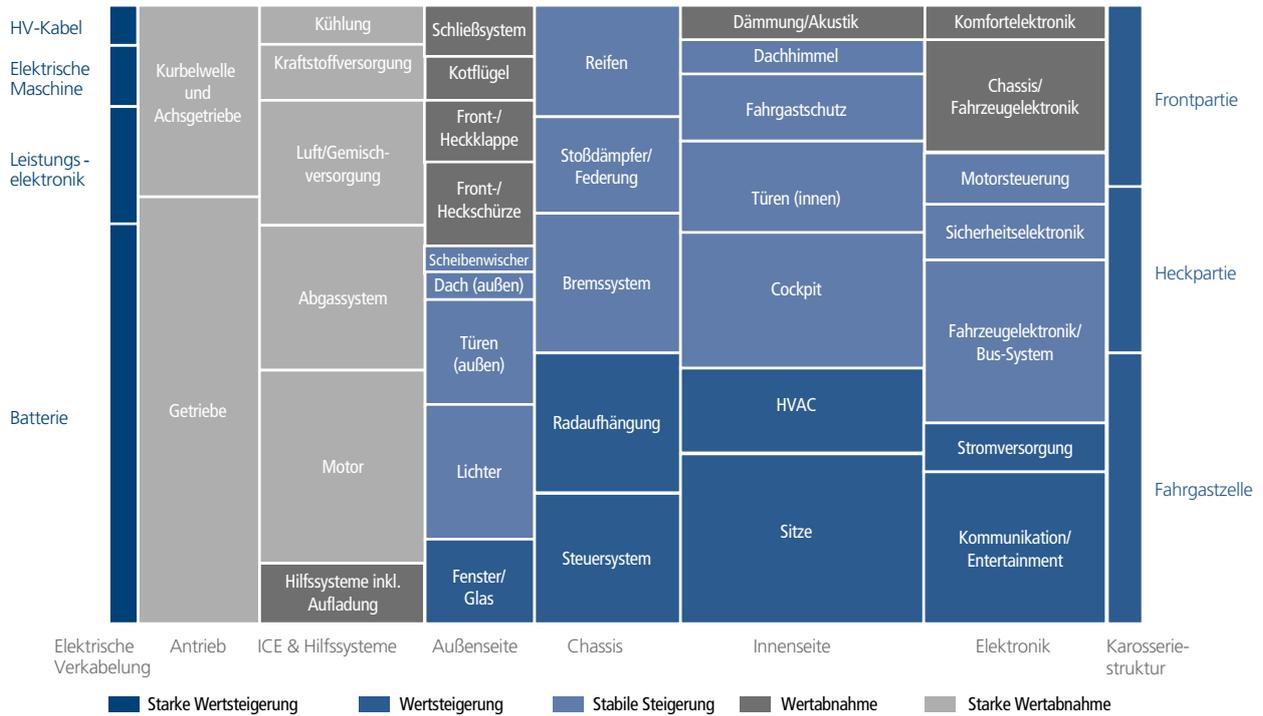
30 Vgl. BMW: BMW Group startet BMW CarData: neue und innovative Services für den Kunden – sicher und transparent (30.05.2017), URL: <https://www.press.bmwgroup.com/deutschland/article/detail/T0271366DE/bmw-group-startet-bmw-cardata-neue-und-innovative-services-fuer-den-kunden-%E2%80%93-sicher-und-transparent?language=de> (Stand: 07.11.2017).

31 Vgl. Hajek, Stefan: Warum die Autobauer neue Partner brauchen (24.10.2017), in: WirtschaftsWoche, URL: [www.wiwo.de/unternehmen/auto/autonomes-fahren-warum-die-autobauer-neue-partner-brauchen/20474922.html](http://www.wiwo.de/unternehmen/auto/autonomes-fahren-warum-die-autobauer-neue-partner-brauchen/20474922.html) (Stand: 07.11.2017).

32 Vgl. Pankow, Gabriel: 3D-Druck in der Autoindustrie – Disruption oder Hype? (26.01.2017), in: Produktion, URL: <https://www.produktion.de/trends-innovationen/id-3d-druck-in-der-autoindustrie-disruption-oder-hype-122.html> (Stand: 07.11.2017).

**Abb. 7 • Gesamtmarktaufteilung von Fahrzeugmodulen 2016 und Wertschöpfungsprognose**

Quelle: Oliver Wyman



bereits in der Serienfertigung einsetzt. Auch bei diesem Thema ist ein Blick über den Tellerrand gefragt, damit Zulieferer diese Technologie beherrschen, sobald sie für die Fertigung größerer Stückzahlen konkurrenzfähig ist. Im Rahmen einer Kompetenzoffensive ist die größte Baustelle der Faktor Mensch, denn der Aufbau neuer Kompetenzen betrifft in erster Linie die Mitarbeiter, deren Qualifikationsanforderungen sich stark wandeln werden<sup>33</sup>. Dies stellt Aus- und Weiterbildung vor große Herausforderungen: Einerseits muss die derzeitige Belegschaft fit gemacht werden, um den Transformationsprozess aktiv mitgestalten zu können und um deren Akzeptanz zu sichern. Andererseits müssen betriebliche Ausbildungsprogramme und Studiengänge neu ausgerichtet werden, damit die nächste Mitarbeitergeneration zukunftsfähig aufgestellt ist. Dies ist laut einer Umfrage des Branchenverbands Bitkom noch nicht der Fall und gibt Anlass zu schnellem Handeln<sup>34</sup>. Was große Player der Industrie bereits professionell machen, gilt auch für die zahlreichen mittelständischen Betriebe: Künftige Jobprofile müssen definiert sowie Kooperationen mit Bildungseinrichtungen, Industrie- und Handelskammern und Verbänden intensiviert werden, damit der Personalbedarf gedeckt werden kann.

### 3.5 Längere Lebenszyklen und Upgrades

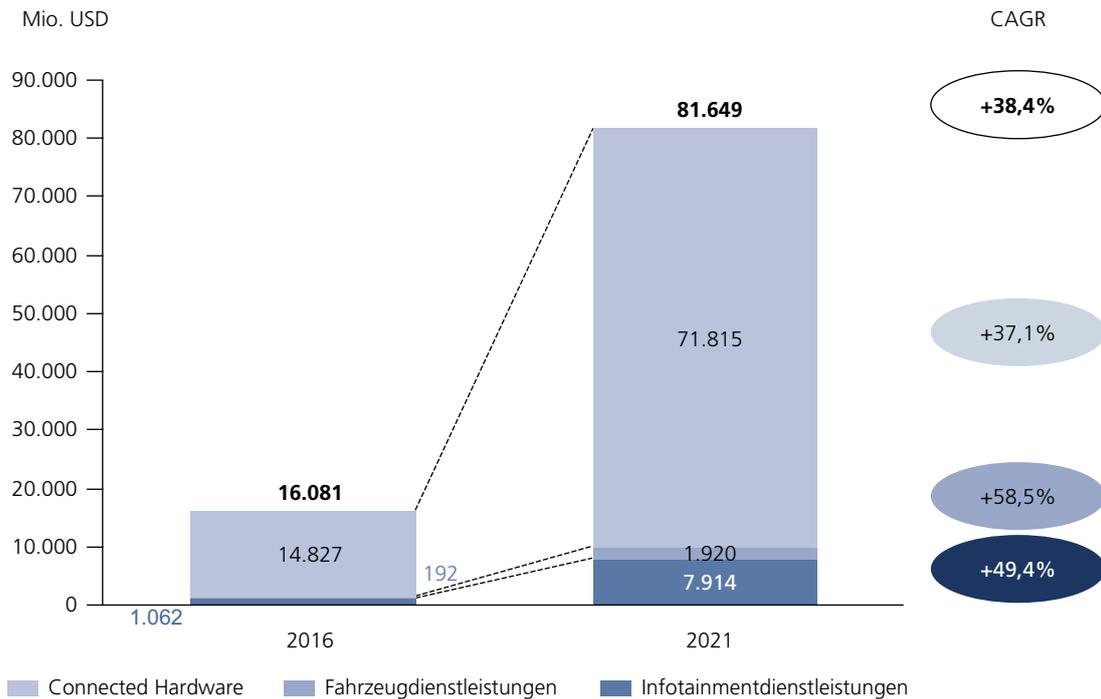
In den letzten Jahrzehnten waren immer kürzere Modellzyklen und gesteigerte Variantenzahlen zu beobachten, was Entwicklungs- und Komplexitätskosten trieb. Vielleicht setzt Tesla hier – wie etwa in Model S und Model 3 bereits implementiert – einen Gegentrend: Das Auto wird als „technische Basis“ hardwareseitig bewusst überdimensioniert – z.B. seitens Sensoren, CPU-Leistung et cetera –, um später im Lebenszyklus sukzessive Softwareupgrades zu verkaufen, die neue Funktionen ermöglichen oder vorhandene Funktionen verbessern<sup>35</sup>. Auch wichtige Hardware – wie zum Beispiel die Batterie – ist modular verbaut, sodass höhere Kapazitäten nachgerüstet werden können<sup>36</sup>. Dies ist zudem von Bedeutung, da die Lebensdauer eines Elektromotors über der eines Verbrenners liegt. Es werden also Optionen geschaffen, das Automobil nach der Anschaffung aufzuwerten und durch nachgelagerte Ausstattungs-/Funktionsmodifikationen auf vergleichsweise günstigem Weg Modellvariationen zu schaffen. Neben einem grünen Anstrich des Produkts vor dem Hintergrund der Nachhaltigkeitsdiskussion werden dessen Lebenszyklus verlängert und neue Aftersales-Erlösquellen geschaffen. Somit dürfte das Aftersales Business noch wichtiger werden, mit Funktionsupgrades als neuem Wachstumssegment. Um dies zu erschlie-

33 Vgl. Scheiner, Jens: PwC-Analyse: Automobilindustrie sucht IT-Spezialisten (09.05.2016), in: Automobil Industrie, URL: <https://www.automobil-industrie.vogel.de/pwc-analyse-automobilindustrie-sucht-it-spezialisten-a-532677/> (Stand: 07.11.2017).  
 34 Vgl. Jeder zehnte deutsche Jugendliche kann programmieren (19.10.2017), in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, URL: [www.faz.net/aktuell/wirtschaft/diginomics/digitalisierung-jeder-zehnte-deutsche-jugendliche-kann-programmieren-15253986.html](http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/diginomics/digitalisierung-jeder-zehnte-deutsche-jugendliche-kann-programmieren-15253986.html) (Stand: 07.11.2017).

35 Vgl. Teslamag Firmware Blog, URL: <http://teslamag.de/tag/firmware> (Stand: 07.11.2017).  
 36 Vgl. Tesla bringt ein mächtiges Batterie-Upgrade für seine Autos (24.08.2017), in: Gründerszene, URL: <https://www.gruenderszene.de/automotive-mobility/tesla-upgrade-akku> (Stand: 07.11.2017).

**Abb. 8 • Globaler Umsatz mit verbundenen Autos in USD**

Quelle: Statista



**Abb. 9 • Ausgewählte Treiber und Effekte auf Geschäftsmodelle im Bereich Automotive**

Quelle: Eigene Darstellung EbelHofer Consultants

Transformationstreiber	Effekte auf Automotive-Geschäftsmodelle
<b>Gesetzliche Vorschriften</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Unsicherheit/Zurückhaltung beim Kauf von Verbrennern</li> <li>• Anpassung von Verbrennern an strengere Vorschriften</li> <li>• Investitionsbedarf in alternative Antriebskonzepte</li> <li>• Abhängigkeitsreduzierung vom Verbrenner durch Erschließung alternativer Märkte</li> </ul>
<b>Alternative Antriebe</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zunehmende Konzentration von Tier 1 &amp; 2</li> <li>• Zweigleisige Verfolgung von Verbrennungs- und alternativen Antrieben</li> <li>• Aufbau neuer Kompetenzen durch Kooperationen, Zukäufe &amp; Qualifizierung</li> <li>• Phase-out von Teilen des „alten“ Stammgeschäfts</li> </ul>
<b>Neue Mobilitätskonzepte</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Absatzrückgang in gesättigten Märkten/Industrienationen</li> <li>• Identifikation und Aufbau alternativer Märkte und Kooperationspartner</li> </ul>
<b>Neue Funktionen &amp; Kompetenzen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Qualifikations- &amp; Rekrutierungsanstrengungen</li> <li>• Neue Automotiv konkurrenz</li> <li>• Erschließung alternativer Märkte</li> <li>• Aufbau neuer Kompetenzen durch Kooperationen, Zukäufe &amp; Qualifizierung</li> </ul>
<b>Längere Lebenszyklen &amp; Upgrades</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aufbau neuer Kompetenzen durch Kooperationen, Zukäufe &amp; Qualifizierung</li> <li>• Stärkerer Fokus auf neue Aftersales-Kategorien</li> <li>• Entwicklung upgradefähiger Hard- &amp; Softwarelösungen nach Plattformlogik</li> <li>• Neue Innovations-, Pricing- und Vertriebskonzepte</li> </ul>

Ben, werden viele Zulieferer große Summen in neue Kompetenzen investieren müssen. Zudem wird es notwendig sein, sich vom klassischen Automotive-Gedankenmodell zu lösen, da sich einige Geschäftsmodelle stärker in Richtung System-/Plattformgeschäft

entwickeln werden. Insbesondere gilt dies für softwareseitige Funktionen, die Zulieferer dem Endkunden auf den Plattformen der OEMs anbieten könnten, denen dann die Rolle von Gatekeepern zufiele – vergleichbar mit Apple und Google in ihren App-Stores. ▶▶

Gerade im Bereich Infotainment könnten sich Bezahl- und Pricingkonzepte an nutzungs- und zeitgebundene Modelle (z.B. Abonnements) aus anderen Branchen orientieren. Zulieferer werden in diesem Zuge ihren Fokus bei Innovationen und Vertriebskanälen zum Endkunden hin erweitern müssen, da die vorherrschende Konzentration auf den OEM nicht ausreichen wird.

Zusammenfassend wird erwartet, dass die diskutierten Treiber unter Anderem zu Effekten wie in Abbildung 9 dargestellt führen.

#### 4. Die Commercial Due Diligence als Kompass nutzen

Für Beteiligungsgesellschaften ist die aktuelle Unsicherheit das größte Hindernis, um fundierte Entscheidungen hinsichtlich des (Ver-)Kaufs von Portfoliounternehmen im Automotivebereich zu treffen oder Investitionen in diese zu tätigen. Hierzu ist eine kompetente Lagebewertung notwendig: Wo liegen Chancen und Risiken? Ist das Geschäftsmodell stabil/transformierbar? Mit welchen Erträgen und Investitionen ist zukünftig zu rechnen? Wie sollen verschiedene Geschäftseinheiten ausgerichtet werden – lohnt sich gegebenenfalls eine Aufspaltung? Welche alternativen Märkte sind attraktiv? Welche Kompetenzen zählen künftig im Stammgeschäft und in alternativen Spielfeldern? Wie lange wollen wir beteiligt sein und wer sind mögliche Folgekäufer?

Die Commercial Due Diligence (CDD) untersucht solche Fragestellungen und kann somit im aktuellen Marktumfeld ein hilfreicher Kompass sein. Mit ihr lassen sich „Ladenhüter“, „Evergreens“ und „Hypes“ identifizieren und Bewertungen hinterfragen. Bei kompetenter Durchführung können etwaige Fehlritte vermieden und versteckte Chancen ergriffen werden. Insbesondere für Beteiligungsgesellschaften, die auf „Buy and Build“ setzen, gilt: Eingriffe ins Geschäftsmodell und substanzielle Investitionen sollten mehr denn je wohlüberlegt sein. Für die Erstellung einer CDD bedeutet dies, dass ein breites und tiefes Automotiveverständnis ohne Scheuklappen vonnöten ist.

In vielen Fällen führen Investoren eine CDD in Eigenregie durch<sup>37</sup>, wogegen bei vorhandener Expertise und stabilem Branchenklima nichts einzuwenden ist. Vor dem Hintergrund einer sich im Umbruch befindenden Branche sehen wir es jedoch als sinnvoll an, sich externe Unterstützung einzuholen. Dabei setzen Private-Equity-Investoren mehrheitlich auf Spezialisten als auf generalistisch ausgerichtete Beratungshäuser<sup>38</sup>.

<sup>37</sup> Vgl. EbelHofer Private Equity Panel 2017, URL: [www.ebelhofer.com/medien/artikel-studien](http://www.ebelhofer.com/medien/artikel-studien) (Stand: 07.11.2017).

<sup>38</sup> Vgl. EbelHofer Private Equity Panel 2017, URL: [www.ebelhofer.com/medien/artikel-studien](http://www.ebelhofer.com/medien/artikel-studien) (Stand: 07.11.2017).

#### 5. Fazit

Aus Investorenperspektive ist die angestoßene Transformation des Bereichs Automotive mit hoher Unsicherheit bezüglich Erwerb, Management und Exit von Portfoliounternehmen verbunden. Zwar verzeichnet die Branche insgesamt leicht steigende Bewertungen, bei genauerem Blick auf etablierte und potenzielle neue Subsegmente sehen wir jedoch eine Dreiteilung in „Ladenhüter“, „Evergreens“ und „Hypes“, für die sich unterschiedliche Entry- und Exit-Empfehlungen ergeben. Damit das Geschäftsmodell von Target- und Portfoliounternehmen auf Zukunftsfähigkeit überprüft und ausgerichtet werden kann, gilt es fünf zentrale Treiber des Umbruchs im Blick zu behalten: Gesetzliche Vorschriften, alternative Antriebe, neue Mobilitätskonzepte, neue Funktionen und Kompetenzen sowie längere Lebenszyklen und Upgrades. Um für diese Herausforderungen gewappnet zu sein, müssen mittelständische Zulieferer über alte Industriegrenzen hinweg denken und handeln, was ebenso für Investmentmanager gilt. Dabei muss ein Zielbild des Geschäftsmodells definiert werden, vor dessen Hintergrund sich drei Grundfragen stellen: 1. Wo können wir künftig mit unserem Know-how erfolgreich sein? 2. Welche Kompetenzen benötigen wir morgen in unserem Stammgeschäft? 3. Wie gestalten wir den Übergang erfolgreich? Um diese Fragen zu beantworten und fundierte Investmententscheidungen zu treffen, bietet sich Pre-Deal die Commercial Due Diligence als Kompass an. ■



**Dieter Lauszus** ist Partner bei EbelHofer Strategy & Management Consultants in Köln. Davor war er mehr als 20 Jahre bei einer internationalen Unternehmensberatung tätig, hiervon in den letzten Jahren als Senior Partner. Er hat sich auf die Beratung von Unternehmen zu Wachstum und Ergebnisverbesserung auf der Marktseite spezialisiert. Ein besonderer Fokus liegt hierbei auf der Zusammenarbeit mit Private-Equity-Investoren (sowohl Pre- als auch Post-Deal). Dies beinhaltet insbesondere Commercial Due Diligence-Untersuchungen, Vertriebs-, Wettbewerbs-, Preis- und Marketingstrategien. [dieter.lauszus@ebelhofer.com](mailto:dieter.lauszus@ebelhofer.com)

**Steffen Sachs** ist Consultant bei EbelHofer Strategy & Management Consultants in Köln. Er befasst sich schwerpunktmäßig mit Fragestellungen auf der Marktseite, insbesondere mit Commercial Due Diligence-Untersuchungen, Pricing- und Vertriebs-themen. Industrielle Branchenexpertise sammelte er u.a. in der Chemieindustrie und der Bildungswirtschaft. Er promoviert an der WHU-Otto Beisheim School of Management, Vallendar und studierte zuvor Betriebswirtschaftslehre an der Universität Münster sowie an der Universidad del Pais Vasco, Spanien. [steffen.sachs@ebelhofer.com](mailto:steffen.sachs@ebelhofer.com)