

Baywa (MDAX)

Jahrelang nicht mehr gesehen: Eine Bewertung unter Buchwert

Im operativen Geschäft läuft es rund für die Baywa. Sowohl die Zahlen für 2010 als auch das Halbjahresergebnis 2011 stimmen. Da die jüngsten Börsenturbulenzen nicht spurlos an der Aktie vorbeigingen, ergibt sich nun für Investoren mit einem Anlagehorizont von mindestens 18 bis 24 Monaten eine attraktive Einstiegchance.

Aller guten Dinge sind drei. Nach NJ 5/06 und NJ 5/09 widmen wir dem Münchner Handelskonzern Baywa erneut eine Titelgeschichte. Zwei Faktoren sprechen aktuell dafür, sich näher mit der Aktie zu beschäftigen: Da ist zum einen der beschleunigte Kursrückgang auf Grund des laufenden Crash zu nennen, der Investoren veranlasste, auch Qualitätsaktien wie die der Baywa in Sippenhaft zu nehmen. Wenigstens der Buchwert je Aktie von € 30.96 ist kurzfristig erreichbar, sofern sich die Gemüter der Börsianer wieder beruhigt haben. Das ist momentan zwar noch nicht absehbar, aber dass die Börsen eines Tages drehen werden, ist so gut wie sicher. Dann zählen solide Papiere in der Regel zu den Gewinnern der ersten Stunde, denn nach der Phase der Verunsicherung stürzen sich Anleger mit schöner Regelmäßigkeit zunächst auf Aktien von Unternehmen mit nachhaltigen Geschäftsmodellen und kontinuierlichen Dividendenzahlungen. All das bietet die Baywa mit ihrer Ausrichtung auf Agrar, Bauen und Energie. Nicht zu vergessen sind die vielen Konzern-Immobilien, die alleine den Börsenwert von nicht einmal € 1 Mrd. abdecken sollten.

Gestaffelter Einstieg sinnvoll

Zum anderen beginnt sich der neue Fokus auf Erneuerbare Energien immer mehr auszuzahlen. Im Erfolgsfall wird die junge Sparte, die 2011 durch weitere Zukäufe und organisches Wachstum etwa € 300 Mio. Umsatz sowie ein EBIT von € 26 Mio. beisteuern soll, die Rendite kräftig aufpeppen. Sie steht nur für etwa 3.5 % des geschätzten Jahresumsatzes von € 8.5 Mrd., liefert aber zwischen 15 und 20 % des erwarteten EBIT von € 150 Mio. Da sich der Vorstandsvorsitzende Klaus Josef Lutz mittelfristig vorgenommen hat, die Erlöse in Richtung € 1 Mrd. hochzuschrauben – wir halten das für durchaus realistisch – könnte in ein paar Jahren allein diese Sparte den aktuellen Börsenwert des Gesamtkonzerns von € 898.5 Mio. rechtefertigen. € 100 Mio. EBIT sollten bei € 1 Mrd. Umsatz möglich sein, die Bewertung mit dem neunfachen Gewinn ist eine vernünftige und branchentypische Größenordnung. Das hieße, wer zu dieser Bewertung einsteigt, bekommt die profitablen Aktivitäten, wie die Stammgeschäfte Agrar und Bauen, rechnerisch gratis obendrauf. Auf Grund der nach wie vor fragilen Börsensituation sollte ein Einstieg in eine Anfangsposition in Tranchen erfolgen, um zum guten Schluss einen vernünftigen Durchschnittskurs zu erhalten.

Reneco auf Wachstumskurs

Am Beispiel der akquirierten Reneco Renewable Energy Concepts AG wird deutlich, wie wahrscheinlich das Erreichen des Mittelfristziels von Lutz im Segment Erneuerbare Energien ist. Mit dem neuen Großaktionär

Baywa kam nicht nur neuer Schwung ins Unternehmen, sondern mit der Kapitalerhöhung im Verhältnis 2:1 zu € 1.80 auch frische Mittel über brutto € 28.7 Mio. Das Geschäftsjahr 2010 bezeichnete der Vorstand in der Hauptversammlung am 22.07.2011 als äußerst erfolgreich. Die Gesamtleistung verdoppelte sich auf € 49.3 (24.7) Mio., und der Umsatz sprang auf € 41.7 (18.2) Mio. Mit Erlösen von € 28.1 (6.6) Mio. überholte die Sparte Windenergie die bisher führende Photovoltaik, die auf € 13.1 (11) Mio. vorankam. Auf Geothermie und Sonstige entfielen € 0.49 (0.62) Mio. Mit € 38.8 (15.4) Mio. bestimmt die Projektentwicklung das Geschäft, doch kletterte der Umsatz im Service bereits auf € 2.9 (2.4) Mio. Mit € 6.25 (3.79) Mio. wurde das bisher beste Ergebnis in der Unternehmensgeschichte erzielt.

Reneco schüttet kleine Dividende aus

Als Highlights im Berichtsjahr nannte der Vorstand die Aufstockung der Anteile auf 50 % bei der Süddeutsche Geothermie-Projekte GmbH & Co KG, den Markteintritt der Windenergie in Großbritannien nach einem Kooperationsvertrag mit RWE Power und den Verkauf des ersten Windparks in Frankreich. Die Finanzierung des künftigen Wachstums ist nach der diesjährigen Kapitalerhöhung auf jeden Fall gesichert, zumal schon zum Jahresende 2010 mit einer EK-Quote von 53.8 (76) % bei einer stark ausgeweiteten Bilanzsumme von € 87.5 (54.5) Mio. solide Vermögensverhältnisse vorlagen.

Die unveränderte Dividende von € 0.02 drückt aus, dass eine Reihe von weiteren Investitionen ansteht, die naturgemäß auch mit

Baywa AG, München

Telefon: 089/92 22-3680

Internet: www.baywa.de

ISIN DE0005194062, 32.86 Mio. Namensaktien (vinkuliert), **ISIN DE0005194005**, 1.24 Mio. Stammaktien, Gesamt-AK € 87.61 Mio.

Börsenwert: € 861.3 Mio. (Na.),

€ 372 Mio. (St.); **gesamt** € 898.5 Mio.

Aktionäre: Bay. Raiffeisen Beteiligungs AG 35.15 %, Raiffeisen Agrar Invest GmbH, Wien 25.04 %, Streubesitz 39.81 %

Kennzahlen	H1 2011	H1 2010
Umsatz	4.59 Mrd.	3.78 Mrd.
EBIT	88.7 Mio.	56.3 Mio.
Periodenüberschuss	48.7 Mio.	28.1 Mio.
Ergebnis je Aktie	1.08	0.59
EK-Quote	29.8 %	31.7 %

Kurs am 18.08.2011:

€ 26.21 (Xetra), 35.06 H / 23.51 T (Na.);

€ 30 (Xetra), 35 H / 27.15 T (St.)

KGV 2011e 14.6 (Na.), **KBV** 0.86 (6/11)



Die Münchner verstärken jüngst ihre Windkraft-Aktivitäten in Richtung Österreich und Osteuropa.

FAZIT: Der Münchner Handelskonzern **Baywa AG** fuhr 2010 das erwartete ordentliche Ergebnis ein. Auch der Start ins neue Geschäftsjahr 2011 verlief vielversprechend, wie ein Blick auf die H1-Zahlen zeigt. Dennoch blieb die Baywa-Aktie nicht von den jüngsten Kurs-turbulenzen verschont, so dass sich auf er-mäßigtem Niveau angesichts eines Buchwerts je Aktie von € 30.96 der Einstieg anbietet, der allerdings gestaffelt erfolgen sollte, um den Einstand nach möglichen weiteren Kursverlusten verbilligen zu können. Die bisherige Erfahrung lehrt: Qualität, wie die Baywa sie Anlegern seit Jahren bietet, setzt sich am Ende immer durch. Deshalb stufen wir die Baywa nach wie vor als Basisinvestment im Nebenwerte-Sektor ein.

CS

eigenen Mitteln zu finanzieren sind. Die Energiewende wirkt sich im Bereich der Erneuerbaren Energien trotz Förderkürzungen für die Renerco AG positiv aus, die davon profitiert, dass sie verschiedene Geschäftsfelder besetzt und international ausgerichtet ist. Für 2011 wird ein höherer Umsatz erwartet. Die Entwicklung des Ergebnisses ist abhängig von Einspeisevergütungen und den Finanzierungsbedingungen, sollte aber deutlich positiv ausfallen. Dies würde dazu beitragen, die Prognosen für die Erneuerbaren Energien zu erfüllen.

2010: Gewohnt solides Ergebnis

Zurück zur Baywa: Bereits im Jahr 2010 führen die Bayern das erwartete gute Ergebnis ein. Der international tätige Handelskonzern schloss bei Erlösen von € 7.9 (7.3) Mrd. mit einem EBIT von € 128.9 (115.4) Mio. ab. Ein weiteres Ziel konnte mit den Erneuerbaren Energien erreicht werden: Das für 2010 avisierte EBIT von € 20 Mio. wurde mit € 21.1 (1.8) Mio. sogar noch etwas übertroffen. Der Jahresüberschuss stellte sich auf € 50.4 (45.1) Mio. bzw. € 1.48 (1.33) je Aktie. Ein Drittel schüttete die Baywa an ihre Aktionäre aus, damit kletterte die Dividende um 25 % auf € 0.50 (0.40) je Aktie. 2010 war geprägt von der anziehenden Konjunktur. Durch den Preisanstieg für Getreide und Milch investierten die Landwirte wieder stärker, so dass sich dies auch positiv auf die Dünger- und Pflanzenschutznachfrage sowie die Aufträge bei der Agrartechnik auswirkte. Insgesamt führte diese Geschäftsentwicklung im Vergleich zu 2009 zu einem deutlich verbesserten operativen Ergebnis.

Vor diesem Hintergrund ist die Aussage, dass die Münchner in ihren Kernsegmenten bei Umsatz und Ergebnis im Jahr 2011 und darüber hinaus weiter wachsen wollen, nur folgerichtig. So sieht Lutz z. B. noch Potenzial bei der Verbesserung des operativen Ergebnisses und hob die Sparte Bau hervor, die

als einziges Geschäftsfeld bisher noch nicht die Kapitalkosten verdienen konnte. Insbesondere die Bau- und Gartenmärkte könnten in absehbarer Zeit in ein Joint Venture eingebracht werden. Ein kompletter Verkauf sei jedoch ausgeschlossen, betonte Lutz. Im Segment Agrar seien überdies weitere Investitionen geplant, die das Kerngeschäft stärken und somit das Ergebnis verbessern würden, dies betraf u. a. den Ausbau des Standorts am Regensburger Hafen mit € 20 Mio.

H1 2011: Sehr starkes Agrargeschäft

Auf dem Weg zu einer weiteren Verbesserung aller Kennzahlen ist Lutz mit Vorlage der H1-Zahlen ein gutes Stück vorangekommen. Der Umsatz kletterte um 21.4 % auf € 4.6 (3.8) Mrd. Das EBIT sprang um 57.5 % auf € 88.7 (56.3) Mio. Allein Q2 steuerte € 83 Mio. bei – mehr hat Baywa in einem zweiten Quartal noch nie verdient. Vor allem der ungebrochene Aufwärtstrend bei Agrarrohstoffen sowie die anhaltend hohe Nachfrage bei Agrartechnik zeichneten dafür verantwortlich. Von der guten Konjunkturlage profitierte auch das Bausegment. Im Segment Energie sollen die Erträge erst in H2 fließen.

Das Segment Agrar erwirtschaftete im ersten Halbjahr 2011 einen Umsatz von € 2.3 (1.7) Mrd. Das EBIT belief sich auf € 71.8 (36.2) Mio. Die Sparte Agrarhandel, der Handel mit landwirtschaftlichen Erzeugnissen und Betriebsmitteln, trug dazu € 1.7 (1.3) Mrd. bei und erzielte ein EBIT von € 58.1 (31.2) Mio. Die Sparte Technik profitierte von der hohen Investitionsbereitschaft der Landwirte und erreichte mit € 529.5 (401) Mio. einen Rekordumsatz. Das EBIT lag bei € 11.7 (3.5) Mio. Diese erfreuliche Entwicklung ist insbesondere auf den hohen Absatz von Traktoren und Erntemaschinen zurückzuführen: In den ersten sechs Monaten 2011 lag hier der Auftragseingang um 40 % über dem Vorjahreszeitraum.



Die Sparte Agrar trägt die Hälfte zum Umsatz und 80 % zum Gewinn bei.

Segment Energie mit Nachholbedarf

Das Segment Bau – der Handel mit Baustoffen und das Geschäft in den Bau- & Gartenmärkten – entwickelte sich, beflügelt durch günstige konjunkturelle Vorgaben, positiv und erzielte im ersten Halbjahr einen Umsatz von € 978.5 (872.7) Mio. Das EBIT kam deutlich auf € 13.2 (3) Mio. voran. Das EBIT der Sparte Baustoffe machte mit € 4 (-5.7) Mio. einen besonders großen Sprung nach oben. Der Umsatz lag im ersten Halbjahr 2011 bei € 681.4 (588.2) Mio. Die Sparte Bau & Gartenmarkt erzielte einen Umsatz von € 300 (284.5) Mio. und ein EBIT von € 9.1 (8.7) Mio. Der Umsatzanstieg ist vor allem auf die Flächenvergrößerungen an mehreren Standorten und auf die gute Witterung im ersten Halbjahr zurückzuführen. Der hohe Ölpreis brachte im ersten Halbjahr 2011 einen Umsatzanstieg im Segment Energie auf € 1.3 (1.1) Mrd. Das EBIT verringerte sich auf Grund der preisbedingt sehr verhaltenen Kundennachfrage im Heizölbereich sowie des saisontypischen Verlaufs im Photovoltaiksegment auf € 1 (13.3) Mio.

2011: € 1.80 Gewinn je Aktie sind möglich

Da das mittelfristige Wachstum des Unternehmens durch eine intakte Nachfrage aus dem Agrarbereich, strategische Verbesserungen im Bausegment und von starkem Wachstum im Geschäftsfeld Regenerative Energien getragen werden sollte, ist die Baywa-Aktie auf ermäßigtem Niveau schon heute einen Blick wert. Für 2011 erwarten wir Umsätze in der Größenordnung € 8 bis 8.5 Mrd. sowie einen Jahresüberschuss nicht unter € 60 Mio. bzw. € 1.80 je Aktie. Blicke es bei der bewährten Ausschüttungsquote von 33 %, könnte für 2011 die nächste Dividendenanhebung auf € 0.60 je Aktie ins Haus stehen.

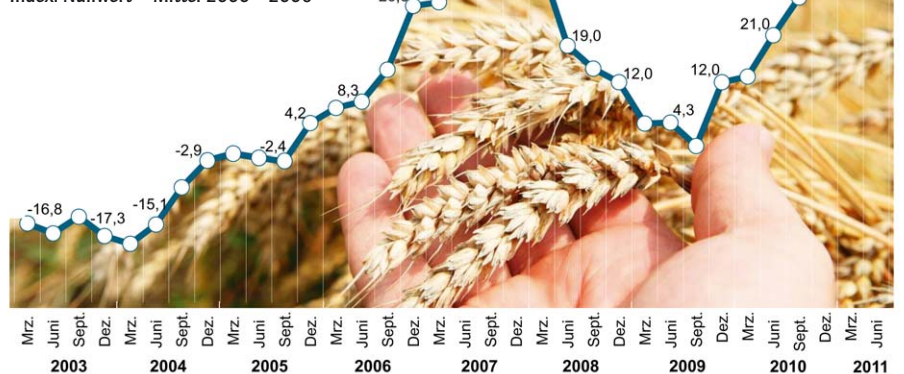
Carsten Stern

Gute Stimmung in der Landwirtschaft hat sich leicht eingetrübt

Grund sind vor allem niedrigere Ernteerwartungen

Konjunkturbarometer Agrar

Index: Nullwert = Mittel 2000 – 2006



Stand Juni 2011; Quelle: Konjunktur- und Investitionbarometer Agrar, produkt+markt

Baywa

„Das Wachstum der Erneuerbaren Energien hat bei uns gerade erst begonnen“

Agrar, Bauen, Energie: Dafür steht die Baywa AG. Warum diese Mischung seit Jahrzehnten für solide Erträge sorgt und durch den neuen Bereich Erneuerbare Energien einen zusätzlichen Schub erhält, erläuterten der Vorstandsvorsitzende Klaus Josef Lutz und Finanzvorstand Andreas Helber im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Lutz, die Baywa hat ein fantastisches Q2 2011 in nahezu allen Geschäftsbereichen hingelegt, und dennoch fällt der Aktienkurs. Irgendwie unlogisch, oder?

K. Lutz (schmunzelt): Wer sagt denn, dass die Börse immer logisch ist? Nach einem wirklich guten Q1 haben wir noch einmal kräftig zugelegt – vor allem im Segment Agrar. Auf das EBIT von € 88.7 Mio. in H1 entfiel mit € 83 Mio. ein Großteil auf Q2, und hier vor allem auf das Segment Agrar. Aber auch unser Segment Bauen, hier ist insbesondere der Baustoffhandel zu nennen, lief rund. Lediglich im Segment Energie konnten wir nicht an die Vorjahreszahlen anknüpfen. Zwei Faktoren haben hier den Geschäftsverlauf in H1 maßgeblich beeinflusst. Zum einen haben der gestiegene Rohölpreis sowie die zum Jahresanfang relativ hohen Befüllstände bei den Verbrauchern die Nachfrage nach Heizöl in H1 gedämpft. Dieser Effekt wird sich voraussichtlich im Jahresverlauf egalieren; spätestens wenn der Tank leer ist, kommen die Bestellungen herein, um es plakativ auszudrücken. Zum anderen gab es in H1 2010 einen Sondereffekt in der Sparte Erneuerbare Energien: Zum 01.07.2010 wurde die Einspeisevergütung gesenkt, was zu Vorzieheffekten und einem extrem starken H1 2010 geführt hat. Dieser Effekt ist erwartungsgemäß in H1 2011 ausgeblieben.

NJ: Bleiben wir beim Segment Erneuerbare Energien, Sie haben dem Kapitalmarkt ein EBIT von € 26 Mio. für 2011 versprochen, in H1 waren es nur € -0.6 (11.4) Mio. Halten Sie an diesem Ziel fest?

K. Lutz: Ja, wir werden unser EBIT-Ziel in diesem Jahr von rund € 26 Mio. im Bereich der regenerativen Energien erreichen. Warum ich mir so sicher bin, will ich Ihnen erläutern. Wir haben bereits einige unserer geplanten Projekte für H2 2011 im Verkaufsprozess. Das beschert uns die erwarteten Erträge in diesem Segment. Kurz zu unserer Strategie in diesem Geschäftsfeld: Wir handeln zum einen mit Solarmodulen und zum anderen planen und errichten wir Wind-, Solar- und Biogasanlagen, um sie anschließend wieder zu verkaufen. Außerdem rechne ich mit einem an-



Der Baywa-CEO Klaus Josef Lutz (l.) und der CFO Andreas Helber sind nicht an einem Kauf des Praktiker-Konzerns interessiert.

ziehenden Geschäft mit Photovoltaikanlagen in Deutschland, da die Kunden jetzt Planungssicherheit haben. Denn erst Anfang 2012 werden die Vergütungssätze für die Stromeinspeisung verringert.

NJ: Heißt das, die Baywa muss die Projektverkäufe nur noch abarbeiten?

K. Lutz: Ja, es geht bei den Projekten nicht mehr darum, ob wir sie verkaufen können, sondern lediglich um den Zeitpunkt. Daher kann ich Ihnen heute nicht sagen, ob wir einen Großteil des geplanten EBIT in Q3 oder erst in Q4 erwirtschaften werden.

NJ: Demzufolge bleiben Sie auch bei Ihrer EBIT-Aussage für 2011 von € 150 Mio.?

A. Helber: Wir halten € 150 Mio. EBIT für sehr realistisch. Addieren Sie die versprochenen € 26 Mio. EBIT aus dem Bereich Erneuerbare Energien zu den gemeldeten € 88.7 Mio. EBIT in H1 hinzu, dann kommen sie schon auf € 114.7 Mio. Dann bleiben uns noch zwei Quartale, um die versprochenen € 35 Mio. zu liefern. Ich erinnere nur daran, dass wir in H2 2010 ein EBIT von € 72.6 Mio. erwirtschaftet haben – nur damit Sie einen Größenvergleich haben, wobei in dieser Zahl natürlich auch anteilig das EBIT aus dem Bereich Erneuerbare Energien enthalten ist. Es gibt Ihnen aber ein gutes Gefühl dafür, warum wir € 150 Mio. für gut erreichbar halten.

NJ: An der Börse ist der Konzern nach dem jüngsten Crash gerade einmal mit € 900 Mio. bewertet, das entspricht dem sechsfachen EBIT – zu wenig, finde ich.



A. Helber: Das sehen die Analysten, die uns covern, ganz genauso. Warburg Research empfiehlt die Baywa-Aktie zum Kauf mit Kursziel € 37. Unicredit sieht unser Papier bei € 33, Close Brothers Seydler bei € 34 und das Bankhaus Lampe sogar bei € 40, um nur einige zu nennen. Per 30.06.2011 weisen wir ein Eigenkapital von € 1.04 Mrd. aus, das sind € 30.42 je Aktie. Unser Kurs stagniert trotz guter H1-Zahlen um die Marke von € 26. Ob das der angemessene Preis für die Baywa-Aktie ist, darauf mag sich jeder seinen eigenen Reim machen.

NJ: Wenn ich Ihnen achtmal EBIT zubillige, komme ich auf ein Kursziel von € 35 je Aktie. Nehme ich Faktor zehn, wären es € 44 je Aktie. Was wollen Sie unternehmen, um die Börse vom wahren Wert der Baywa AG zu überzeugen?

K. Lutz: Ganz einfach: Weiter solide Erlöse und Gewinne erwirtschaften, so wie Sie das seit Jahren von uns gewohnt sind. Den Rest erledigt die Zeit. Aber momentan spielt die Börse halt Baisse. Diesem Abwärtssog können wir uns nicht entziehen – leider.

A. Helber: Ich möchte an dieser Stelle auch auf die ‚Kehrseite‘ hinweisen: Wer den Analystenschätzungen folgt und ein wenig Geduld und Zeit mitbringt, kann heute zu einer entsprechenden attraktiven Bewertung einsteigen.

NJ: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.