

Bauer (SDAX)

So schnell kann sich das Blatt wenden

Nach einem Übergangsjahr 2012 erwartet das Spezialtiefbauunternehmen Bauer ab 2013 deutlich bessere Ergebnisse. Sollte dieses Szenario eintreten, wofür einiges spricht, dürfte die Bauer-Aktie vor einer Neubewertung stehen.

Kurzer Blick zurück auf NJ 3/12, als wir bei einem Kurs von € 25.06 wie folgt urteilten: „Für das Gesamtjahr 2011 erwartet die Unternehmensgruppe Bauer eine Gesamtleistung von etwa € 1.35 Mrd., ein EBIT in Höhe von etwa € 80 Mio. und einen Jahresüberschuss von gut € 30 Mio. bzw. € 1.75 je Aktie. Die zuletzt gezahlte Dividende von € 0.60 je Aktie dürfte daher nicht in Gefahr sein. Mit einer Rendite von 2.4 % ist die Ausschüttung in Ordnung, lockt jedoch keine neuen Käufer in die Aktie. Eine positive Entwicklung für 2012 unterstellt, wie durch den CEO angekündigt, könnte der Gewinn je Aktie in Richtung € 2.- klettern, dies entspräche einem KGV 2012e von 12.5. Damit ist die Aktie aus unserer Sicht fair bewertet. Richtig interessant wird das Papier erst bei Kursen unter € 20.“ Mit dieser Einschätzung lagen wir sowohl bei den Zahlen für 2011 als auch bei der Kursperformance richtig. Am 25.05.2012 kostete die Bauer-Aktie nur noch € 18.13.

2011: Das Jahr der Einmaleffekte

Gleich mehrere gewichtige Argumente sprechen aus unserer Sicht nun dafür, ein Investment zu erwägen. Da ist erstens das Argument des Vorstandsvorsitzenden und Großaktionärs Prof. Thomas Bauer zu nennen, dass 2011 ein Jahr der Einmaleffekte war, die sich in den Folgejahren so nicht

wiederholen werden. Wie er im Interview (s. S. 10) betonte, führten die Tsunami-Katastrophe in Japan im März 2011 und vor allem der Arabische Frühling zu deutlichen Beeinträchtigungen. So hatte Bauer u. a. drei Baustellen für zwei Hotels und eine Tiefgarage am Tahrir-Platz in Kairo betrieben, die während der Proteste ruhten. Die Folge: € 20 Mio. weniger Umsatz und € 4.5 Mio. weniger Gewinn als für 2011 geplant. In Libyen fehlten € 10 Mio. Umsatz und € 1.5 Mio. Gewinn in der Endabrechnung. Die Gefahr, dass sich ein solches Szenario 2012 wiederholt, stuft Bauer als gering ein. Vielmehr dürften die neuen Herrscher wichtige Infrastrukturprojekte nicht ewig auf die lange Bank schieben. Daher stuft er 2012 als Übergangsjahr ein, bevor es ab 2013 wieder deutlicher aufwärts gehen soll. Anleger, die dieser Argumentation folgen, können sich daher jetzt auf ermäßigtem Kursniveau mit ersten Stücken eindecken.

Fundamentale Überbewertung abgebaut

Bedingt durch die starken Kursverluste signalisieren die Fundamentaldaten keine Überbewertung mehr, die uns in NJ 3/12 zum Urteil brachten, die Aktie zunächst zu beobachten. Der Titel notiert nach den jüngsten Kursverlusten mehr als 30 % unter dem Buchwert von € 26.98. Einen solchen Abschlag stufen wir angesichts der vorhandenen Chancen als zu hoch ein. Das KGV 2012e – wir erwarten einen Gewinn je Aktie in der Größenordnung € 2.- – beträgt nur noch 9. Und die Dividendenrendite liegt dank des niedrigen Kurses wieder bei etwa 3 %. Unsere kritisierte Überbewertung aus NJ 3/12 hat sich in-

zwischen ins Gegenteil verkehrt – der zweite Grund, der für die Bauer-Aktie spricht.

Ausgabepreis bietet gute Unterstützung

Auch die Charttechnik liefert durchaus positive Ansatzpunkte. Es fällt beim Blick auf den Chart auf, dass die Aktie seit September 2011 mehrfach die Marke € 17 getestet hat und immer nach oben abgeprallt ist. Somit ist dieses Kursniveau als gute Unterstützung einzustufen. Zur Erinnerung: Bauer ging am 04.07.2006 mit einem Ausgabepreis von € 16.75 an die Börse. Daher ist an dieser Marke verstärktes Kaufinteresse zu vermuten, das dem Kurs tendenziell wieder auf die Beine hilft. Zurzeit schwankt die Bauer-Aktie wieder um dieses Niveau. Eine Gegenbewegung nach oben ist wieder zu erwarten. Der dritte Grund für ein Investment in die Bauer AG.

Bautrend zeigt klar nach oben

Der vierte und letzte Grund ist in den typisch langen Zyklen der Bauindustrie zu suchen. Auf die Boomjahre 2007 und 2008 folgte der Absturz der Bautätigkeit im Jahr der Finanzkrise 2009. Wie Thomas Bauer, der zugleich auch Präsident des Hauptverbandes der deutschen Bauindustrie mit Sitz in Berlin ist, in der Bilanzpressekonferenz am 13.04.2012 in München ausführte, dauere es etwa drei bis vier Jahre, bis sich die Bauindustrie aus einem Krisenszenario herausgearbeitet habe. Das wäre folglich 2012/13 der Fall. Dies deckt sich auch mit den Aussagen des vom ifo-Institut ermittelten Bautrends (s. Infografik). Es ist auf den ersten Blick zu erkennen, dass sich der Trend seit 2009 (untere hell-

Bauer AG, Schrobenhausen

Telefon: 08252/97-1797

Internet: www.bauer.de

ISIN DE0005168108,

17.131 Mio. Stückaktien, AK € 17.131 Mio.

KGV 2012e 9, KBV 0.67 (3/12)

Börsenwert: € 310.6 Mio.

Aktionäre: Familie Bauer 48.19 %, DWS Investment GmbH 4.99 %, Henderson Global Investors Limited 2.95 %, Streubesitz 43.87 %

Kennzahlen	2011	2010
Umsatz	1.22 Mrd.	1.13 Mrd.
EBIT	82.3 Mio.	88.4 Mio.
Jahresergebnis	34.1 Mio.	39.8 Mio.
Ergebnis je Aktie	1.86	2.04
EK-Quote	31.6 %	33.2 %

Kurs am 25.05.2012:

€ 18.13 (Xetra), 33.89 H / 15.71 T



Bei einer Notiz von 30 % unter dem Buchwert je Aktie von € 26.98 übertreibt die Börse nach unten.

FAZIT: So schnell ändern sich die Parameter: Rieten wir in NJ 3/12 bei Kursen von € 25.06 noch dazu, die Aktie der Bauer AG zu meiden, ist es nun an der Zeit, beim Kurs von € 18.13 über einen Einstieg nachzudenken. Damit sind rund 30 % Kursverlust erspart geblieben. 2011 ist als Jahr der negativen Einmaleffekte einzustufen, der Bautrend zeigt klar nach oben und aus charttechnischer Sicht scheint das Papier bei seinem Ausgabepreis von € 16.75 aus dem Jahr 2006 nach unten gut abgesichert zu sein. Allesamt Kaufargumente. Die unternehmenseigene Prognose für 2012 stufen wir zudem als äußerst konservativ mit Chance auf Anhebung ein. Ein Anlagehorizont von wenigstens 24 Monaten ist unbedingt einzukalkulieren. CS

graue Linie) bis 2012 (obere rote Linie) kontinuierlich verbessert und 2012 erstmals seit vier Jahren im Februar und März 2012 einen positiven Wert erreicht hat.

2011: Licht und Schatten

Dieser Trend lässt sich auch aus den Zahlen für 2011 herauslesen. Die Gesamtkonzernleistung stieg um 5.2 % auf € 1.37 (1.3) Mrd. Das EBIT sank leicht von € 88.4 auf 82.3 Mio. Der Jahresüberschuss stellte sich auf € 34.1 (39.8) Mio. bzw. € 1.86 (2.04) je Aktie. Der Auftragsbestand lag mit € 750 Mio. um 22 % über dem Niveau des Vorjahres – eine gute Ausgangsbasis für das geplante Wachstum in den kommenden Jahren.

Im Segment Bau verringerte sich die Konzernleistung um 5.4 % auf € 582.1 (615.4) Mio. Das EBIT reduzierte sich um 38.8 % auf € 17.6 (28.8) Mio. Neben den Unruhen im arabischen Raum sorgten die Auswirkungen der Schuldenkrise in Europa sowie Verzögerungen bei diversen Bauprojekten zu Leistungs- und Ergebnisverlusten. Während die Auftragsbestände in Deutschland leicht zurückgegangen sind, entwickelte sich der Auftragsbestand im Ausland sehr positiv. Den größten Anteil daran hatte das im September gewonnene Sanierungsprojekt Center Hill Dam in Tennessee in den USA.

Das Segment Maschinen erwies sich als erfolgreichstes Geschäftsfeld und verzeichnete ein gutes Wachstum. Die Konzernleistung stieg gegenüber dem Vorjahr um 13.6 % auf € 661 (581.7) Mio. Das EBIT erhöhte sich um 10.2 % auf € 53.2 (48.3) Mio. Der Auftragsbestand lag zum Jahresende bei € 124.7 (140) Mio. Besonders durch die neu entwickelten Produkte und Techniken erwartet Bauer ein weiterhin stabiles Wachstum.

Baumaschinen-Giganten: Bei einem Projekt in der saudi-arabischen Hafenstadt Jeddah führte Bauer die Arbeiten mit dem neuen Fräsensträger MC 128 aus. Dieser Seilbagger kann Dichtwände und Schächte bis in 150 Meter Tiefe herstellen.



Eine erneut positive Entwicklung verzeichnete das Segment Resources. Die Konzernleistung lag mit € 211.5 (177.7) Mio. um 19 % über Vorjahresniveau. Das EBIT erhöhte sich um 34.9 % auf € 10.9 (8.1) Mio., blieb aber auf Grund von Verzögerungen und operativen Problemen bei einem Großprojekt in Jordanien hinter den Erwartungen zurück. Der Auftragsbestand erhöhte sich um 39.5 % auf € 168.4 Mio. und bildet eine stabile Basis für weiteres Wachstum in diesem Segment.

Q1 2012: Wie erwartet rote Zahlen

So wie das Jahr 2011 endete, ging es im ersten Quartal 2012 weiter: Die Gesamtkonzernleistung stieg um 10.6 % auf € 340 (307.5) Mio. Da sich die Witterung und ein üblicher saisonaler Effekt bemerkbar machten, da die Kunden am Jahresanfang allgemein dazu neigen, eher vorsichtig zu bestellen – ein Trend, der sich im Zuge der Finanzturbulenzen der vergangenen Jahre verstärkt hat –, blieb das Ergebnis leicht hinter dem Vorjahreszeitraum zurück.

Während sich das EBIT mit € 6.2 (6.7) Mio. nur leicht verringerte, lag das Periodenergebnis bei € -4.8 (-2.6) Mio. bzw. € -0.27 (-0.19) je Aktie. Diese Entwicklung entspricht dem für den Konzern üblichen saisonalen Geschäftsverlauf: Ein schwächerer Jahresbeginn wird in den folgenden Monaten ausgeglichen. Daher hat die Aktie auch auf die roten Zahlen nicht mit Kursverlusten reagiert.

Ergebnisschwung ab 2013

Der Auftragsbestand erhöhte sich um 12 % auf € 751.6 (671.3) Mio. Dieses Wachstum ist im Wesentlichen durch das Segment Bau getragen, das durch laufende Großprojekte ein Plus von 25.2 % auf € 463 (369.7) Mio. aufweist. Im Maschinengeschäft blieb der Auftragsbestand mit € 133.6 (133.8) Mio. nahezu unverändert. „Das Wachstum im Maschinengeschäft wird im Wesentlichen durch neue Produkte getragen werden,“ erklärte Bauer. „Besonderes Potenzial versprechen wir uns von großen Drehbohrgeräten, den neuen Geräten für tiefe Bohrungen zur Gewinnung von Öl, Gas und Wasser sowie von den Neuentwicklungen für Gründungen im Offshore-Bereich. Dass das Interesse an unseren Spezialmaschinen hoch ist, zeigte die Hausausstellung Anfang Mai an unserem Stammsitz in Schrobenhausen, die mit 2200 Besuchern auf großes Interesse stieß.“ Einen Auftragsbestand auf weiterhin hohem Niveau weist das Segment Resources aus: Er belief sich zum Ende des ersten Quartals auf € 155 (167.8) Mio. Insgesamt verzeichnete der Konzern einen Auftragszugang von € 341.6 (363.9) Mio.

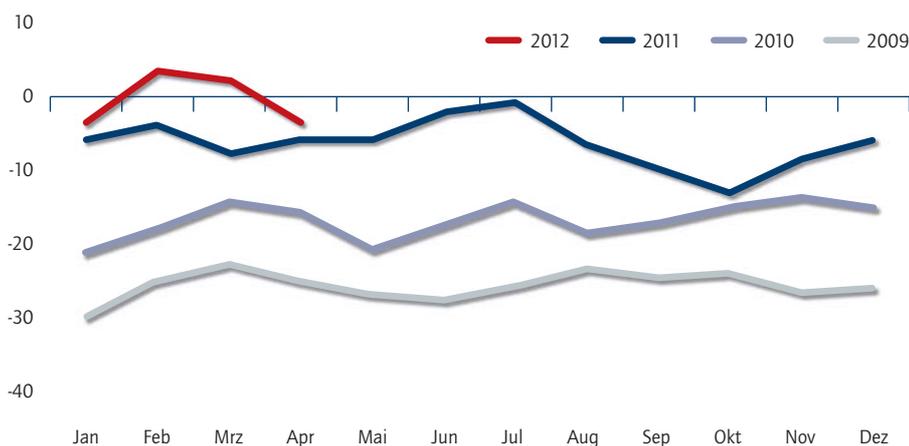
Für 2012 erwartet Bauer eine Gesamtkonzernleistung von € 1.45 Mrd., ein EBIT von € 85 Mio. sowie einen Jahresüberschuss von etwa € 35 Mio. Der richtige Ergebnisschwung dürfte im Jahr 2013 kommen.

Carsten Stern

Bautrend Deutschland – ifo Geschäftsklima

Mittelwert aus Geschäftslage und -erwartungen

Angaben der befragten Unternehmen des Bauhauptgewerbes, saisonbereinigter Saldo



Quelle: ifo; ifo Konjunkturtest, saisonbereinigter Geschäftsklimaindex für das Bauhauptgewerbe; Stand: 25.04.2012

Bauer

„In vielen Regionen der Welt nimmt die Bautätigkeit Fahrt auf“

Der „Arabische Frühling“ hat im Jahr 2011 eine bessere Ertragslage des Spezialtiefbau-Experten Bauer verhindert. Dennoch sieht sich das Schrobenhausener Unternehmen zurück auf dem Wachstumspfad. Die Gründe für diese positive Einschätzung erläuterte der Vorstandsvorsitzende und Großaktionär Prof. Thomas Bauer im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Prof. Bauer, für 2012 haben Sie eine zuversichtliche Prognose herausgegeben. Bleiben Sie mit Blick auf die roten Q1-Zahlen bei Ihrer Einschätzung?

T. Bauer: Ich sehe keinen Grund, von meiner Jahresprognose für 2012 abzuweichen. Seit jeher haben wir eine starke Saisonalität in unserem Geschäft. Das gilt für den Bau wie für den Maschinenbau gleichermaßen. Beim Bau verhindert zumindest in Deutschland die kalte Witterung ein besseres Geschäft, weil im Winter nun einmal traditionell weniger gebaut wird als im Sommer. Im Maschinenbau hängen wir indirekt an den Baubudgets der öffentlichen Auftraggeber, die in der Regel erst in Q1 ihre Budgets verabschieden. Und erst danach ordern die Baufirmen die Maschinen bei uns, so dass hier die Geschäfte traditionell ab Q2 anziehen. In Summe schließen wir deshalb Q1 typischerweise mit roten Zahlen ab.

NJ: Für Deutschland oder Nordeuropa leuchtet mir die Argumentation ein. Nun baut Bauer aber weltweit und damit auch in Regionen, die keinen Winter kennen, etwa in den arabischen Ländern. Demnach müsste es noch weitere Gründe, neben den fehlenden Budgets und der Witterung, für rote Zahlen in Q1 geben?

T. Bauer: Ja, Sie haben Recht. Jeder, der sich mit der Baudurchführung beschäftigt, ist zum Jahresanfang tendenziell etwas vorsichtiger, was sich im Bestellverhalten widerspiegelt. Das ist kein deutsches, sondern ein weltweites Phänomen und ist jedem in der Branche bekannt. Auf Jahressicht gleicht sich dies aber wieder aus.

NJ: Offenbar weiß das auch die Börse richtig einzuschätzen, denn der Aktienkurs hat nach Veröffentlichung der Q1-Zahlen nicht übermäßig nachgegeben, sondern ist mit dem schwachen Gesamtmarkt gesunken. Ich schätze, die Anleger schauen vor allem auf die gut gefüllten Auftragsbücher, den Umsatz von morgen, oder?



Prof. Thomas Bauer stuft 2011 als Jahr der Einmaleffekte ein.

T. Bauer: Das ist sicher so. Wobei ich eine kleine Einschränkung machen muss. Im Auftragsbestand von € 750 Mio. ist ein großes Damm-Projekt in Tennessee im Volumen von allein € 80 Mio. enthalten. So einen Auftrag bekommen Sie nicht jeden Tag, deshalb unterliegt auch der Auftragsbestand gewissen Schwankungen. Die generelle Aussage, dass sich zurzeit unsere Orderbücher im Baubereich schneller füllen als wir sie abarbeiten können, ist dennoch korrekt. In etlichen Regionen der Welt, etwa Abu Dhabi oder Katar, nimmt die Bautätigkeit Fahrt auf. Auch laufen noch weitere Ausschreibungen für Großprojekte, bei denen wir auf einen Zuschlag hoffen. Daher bin ich für 2012 und die Folgejahre grundsätzlich optimistisch, weil ich überzeugt bin, dass wir hier einen Trend und keine Reihe von Einmaleffekten sehen.

NJ: Wie lange dauert es, bis aus einem Auftrag Umsatz wird?

T. Bauer: Lange Wartezeiten haben wir eigentlich nicht. Wenn sich ein Auftraggeber zum Bau entschlossen hat, will er in der Regel zügig beginnen. Ich spreche hier von wenigen Wochen, denn bevor der Spezialtiefbau die Gründung nicht fertiggestellt hat, kann der Hochbau nicht anfangen. Wenn wir für eine Gründung drei Monate benötigen, wird im Anschluss z. B. ein Krankenhaus über 24 Monate gebaut. Darum werden wir im Gegensatz zu Hochbauunternehmen nie einen Auftragsbestand ausweisen, der über Jahre hinausreicht. Ein Auftragsbestand, der rechnerisch über sechs Monate läuft, ist typisch für die Bauer AG – derzeit sind es neun Monate.

NJ: Verstanden, gilt das auch für die Auftragsbestände im Maschinenbau?

T. Bauer: Hier müssen wir unterscheiden in Boom- und Abschwungphasen. Im Boom, wie in den Jahren 2007 und 2008, wird kräftig bestellt. Da erstrecken sich Auftragsbestände über sechs bis acht Monate. In wirtschaftlich schwierigen Phasen verkürzt sich der Bestellzyklus auf zwei bis drei Monate.

NJ: Ist deshalb Ihr Working Capital so hoch?

T. Bauer: Genauso ist es. Um schnell lieferfähig zu sein, müssen wir viele Komponenten auf Lager halten. In Boomphasen läuft es exakt anders herum. Da sinken unsere Vorfinanzierungskosten deutlich, was sich spürbar auf den Jahresüberschuss auswirkt.

NJ: Und damit auch auf die Höhe der Dividende?

T. Bauer: Ja, aber hier gehen wir mit Augenmaß vor. Als Faustregel gilt: Wir schütten rund 25 % des Jahresüberschusses nach Minderheiten aus. Für 2011 wollen wir € 0.50 je Aktie nach der Hauptversammlung am 28.06.2012 zahlen. Bei Kursen um € 18 entspricht das immerhin einer Rendite von 2.8 % für Anleger, die jetzt einsteigen.

NJ: Nach dem Boom der Jahre 2007/08 und dem anschließenden Absturz in der Finanzkrise stünde nun wieder eine Phase des Aufschwungs vor der Tür. Sehen Sie das auch so?

T. Bauer: Für die Bauer AG war 2011 das Jahr der Einmaleffekte. Denken Sie an den Tsunami in Japan oder den Arabischen Frühling in Ägypten. Unsere Tochter, die drei Baustellen am Tahrir-Platz betreute, musste für drei Monate die Arbeit einstellen. Das hat uns € 20 Mio. Umsatz und € 4.5 Mio. Gewinn gekostet. In Libyen fehlten € 1.5 Mio. Gewinn in der Endabrechnung für 2011. Hier baut sich ein Nachholpotenzial auf, denn wenn sich diese Länder politisch stabilisiert haben, werden sie wieder investieren müssen. Auch haben wir weiterhin die Chance auf das Riesenprojekt Mosul-Staudamm im Irak. Das ist in keiner Planung berücksichtigt. Falls wir den Zuschlag erhalten sollten, käme das oben drauf.

NJ: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern