

BayWa AG

Die grüne Neuausrichtung trägt Früchte

ISIN	DE0005194062
Datum	15.04.2023
Aktienanzahl	35.644.609*
Aktienkurs	39,00 €
Marktkapitalisierung	1,39 Mrd. €

*beide Aktiengattungen

Investmentidee

Krisenresilient. Die BayWa hat sich in den letzten 15 Jahren äußerst robust aufgestellt. Als Handelsunternehmen wird sowohl von hohen als auch stark schwankenden Rohstoff-, Lebensmittel- und Energiepreisen profitiert. Das macht die Aktie zu einer interessanten Depotbeimischung.

Nachhaltig. Früh hat die BayWa die Branche der Erneuerbaren Energien konsolidiert. Die daraus entstandene BayWa r.e. gehört zu den größten Projektierern und Bestandshaltern von Wind- und Solarparks weltweit. Der Solarhandel soll nun zu einer Milliardenbewertung verkauft werden.

Unterbewertet. Bereits 2021 ist der Finanzinvestor EIP zu einer Milliardenbewertung bei der BayWa r.e. eingestiegen. Mit der Erreichung der ambitionierten Mittelfristziele 2026 scheint ein IPO wahrscheinlich. Dies könnte den wahren Wert der BayWa r.e. zum Vorschein bringen.

Inhaltsverzeichnis

Steckbrief & Investmentidee	1
Inhaltsverzeichnis & Vision	2
Geschichte & Geschäftsmodell	3–6
Geschäftstätigkeit	
a) Konzern	7
b) BayWa r.e.	8
Corporate-Governance-Score	9–11
Bewertung	12–15
Risiken & Kritik	16
Chancen & Lob	17
Quellen / Haftungsausschluss / Autor	18

Vision

"Der Agrarkonzern der Zukunft."

"Von einem traditionellen Handelshaus zu einer international führenden Unternehmensgruppe in den Kernsegmenten Agrar, Energie & Bau."

Unternehmensgeschichte



Gründung & WWI (1893–1923)

Die BayWa geht auf die 1893 gegründete Bayerische Zentral Darlehenskasse (BZDK) zurück. Diese betrieb Hunderte von Lagerhäusern in Bayern und übernahm für den Großteil der Landwirte die Vermarktung der Erzeugnisse. Dazu gehörten auch Bankgeschäfte zur Vorfinanzierung der Ernten.

Infolge des Ersten Weltkriegs gerieten durch die galoppierende Hyperinflation die Bankgeschäfte jedoch ins Schleudern. Um die Landwirte nicht zu gefährden, entschied sich die BZDK zur Aufspaltung. Am 17. Januar 1923 wurde die BayWa gegründet und die rund 400 Lagerhäuser eingebracht.

WWII (1924–1945)

In den Goldenen Zwanzigern wird nach Österreich, Italien und der Schweiz expandiert. Doch mit der Machtübernahme der Nationalsozialisten 1933 erfolgt vorübergehend die planwirtschaftliche Gleichschaltung.

Ab 1935 werden Vorstand & Aufsichtsrat von der NSDAP besetzt und ab 1939 auf Kriegswirtschaft umgestellt. Kurz nach Kriegsende 1945 erteilt die US-Militärregierung die Erlaubnis zur Wiederaufnahme des Geschäfts.

Wirtschaftswunder (1946–1972)

Im rapiden Aufschwung der 50er-Jahre blüht kaum ein Unternehmen mehr auf wie die BayWa. Die Lebensmittelimporte sowie der Handel mit Betriebsmaschinen, Baustoffen und Futtermitteln boomt. Die BayWa tritt nun auch als Energie- und Bauunternehmen auf und errichtet Einzelhandelsmärkte, Baustofflager sowie ein Tankstellennetz für Landwirte.

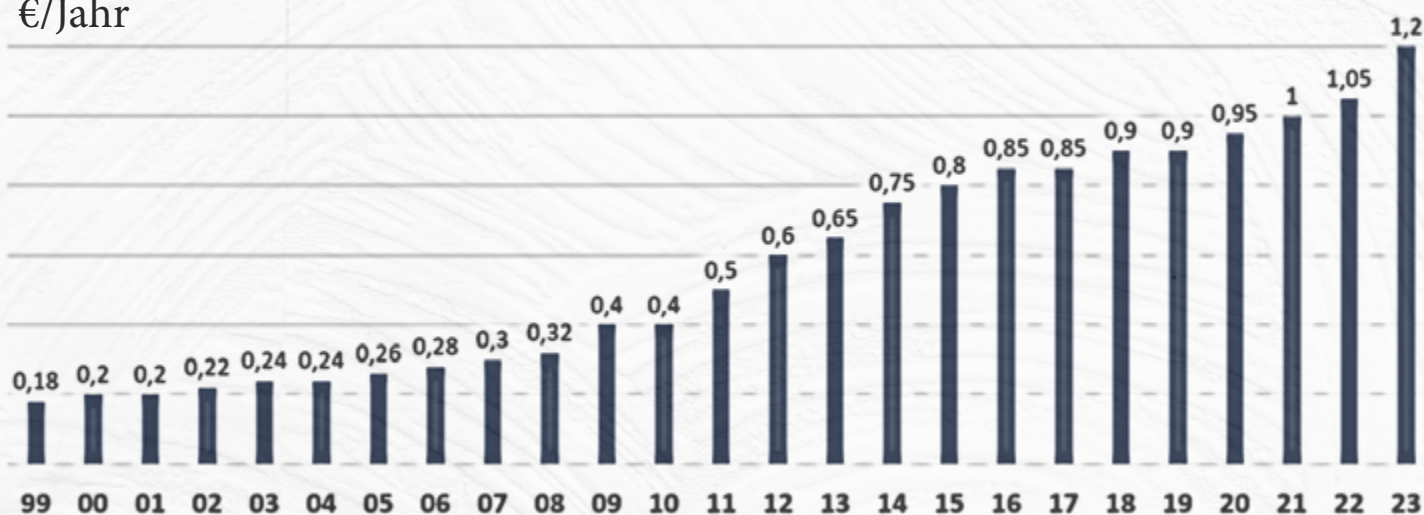
Umstrukturierung (1973–1992)

Zum 50-jährigen Jubiläum 1973 erzielt der BayWa-Konzern mit 13.800 Mitarbeitern einen Umsatz von über 3 Mrd. DM. Chancen bieten Megatrends wie die Automatisierung und der Umweltschutz. Im Jahr 1990 fällt der Startschuss für das Franchisegeschäft. Sowohl in Deutschland als auch in vielen osteuropäischen Ländern entstehen weitere Baumärkte und Tankstellen.

Dividendenaristokrat

Seit 1999 hat die BayWa gut 14 € je Aktie in Form von Dividenden ausgeschüttet. Wer damals bei Kursen unter 10 € eingestiegen ist, hat unlängst sein eingesetztes Kapital durch Dividenden zurückgezahlt bekommen.

€/Jahr



Stärkung Kerngeschäft (1993–2008)

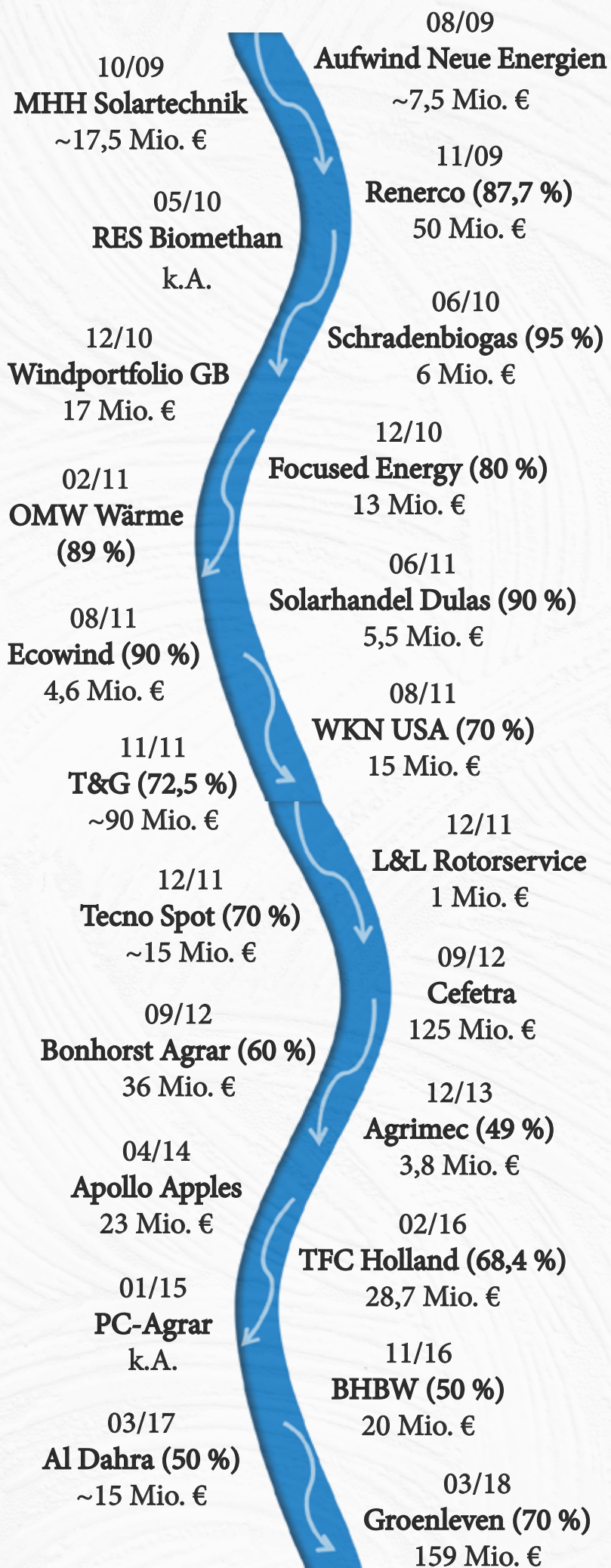
Um die Jahrtausendwende herum verstärkt die BayWa anorganisch das Agrargeschäft. Durch Fusion mit genossenschaftlich geführten Lagerhäusern in Österreich wird die dortige Raiffeisen-Bankengruppe zweiter Großaktionär. Im Jahr 2003 folgt dann die Aufnahme in den SDAX. Doch mit der Finanzkrise 2007/08 gerät auch die BayWa ins Schwanken.

Im März 2008 übernimmt Sanierer Prof. Klaus J. Lutz den Vorstandsvorsitz und richtet die BayWa neu aus: internationaler, digitaler und vor allem grüner.

Erneuerbare Energien (2009–2023)

Ab 2009 startet Prof. Lutz eine beispiellose Übernahmewelle. Neben internationalen Großhändlern wird die Branche der Erneuerbaren Energien in Europa konsolidiert.

Um die Zukäufe zu stemmen, kommt es zum Verkauf strategisch nicht mehr relevanter Bereiche: das Autogeschäft, die Bau- & Gartenfachmärkte sowie die Beteiligung an der DZ BANK.

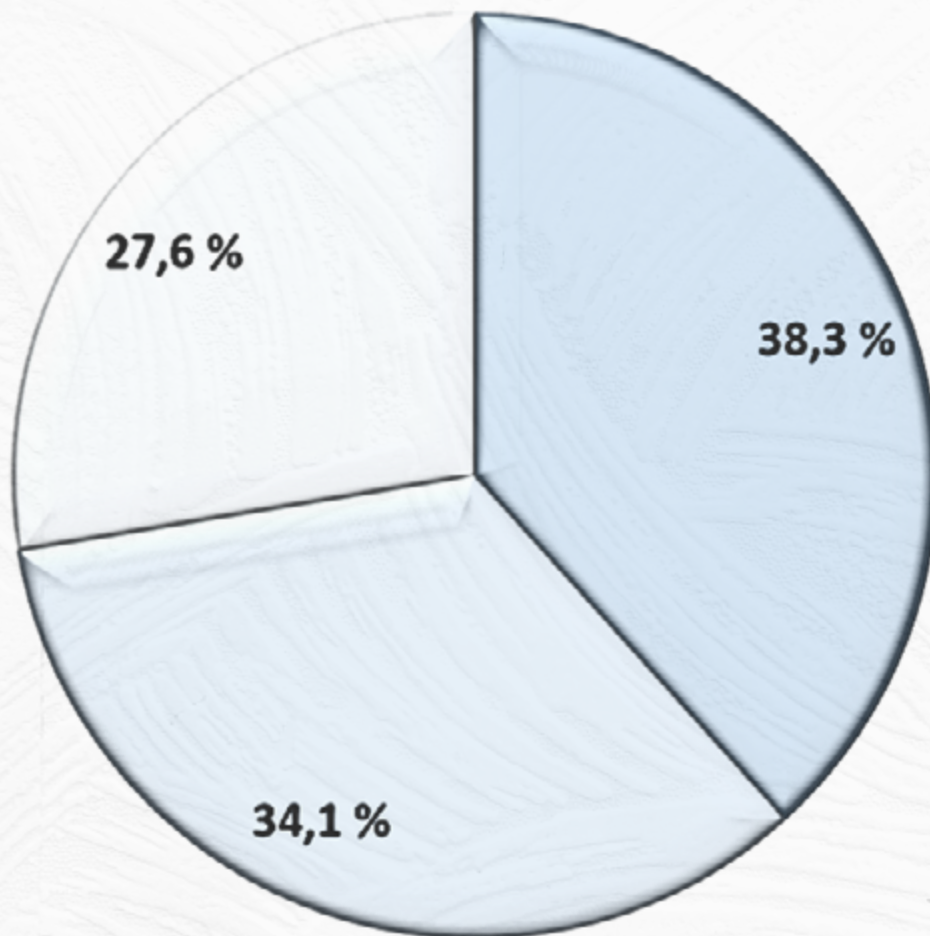


Heute


Die BayWa AG ist ein internationaler und systemrelevanter Agrarkonzern mit über 20.000 Mitarbeitern in 43 Ländern. Der Schwerpunkt liegt im Großhandel von Agrarerzeugnissen und Baustoffprodukten sowie, mittlerweile von größter Bedeutung, im Bereich der Erneuerbaren Energien.


Hinter den zwei Großaktionären stehen bayerische (34,1 %) und österreichische (27,6 %) Genossenschaftsbanken. Die bayerische BRB AG stellt den historischen Anteil der Gründungsgesellschafterin BZDK da. Der Anteil der RAI AG geht auf eine strategische Allianz mit der Großhandelssparte der österreichischen Raiffeisen-Bankengruppe aus dem Jahr 1998 zurück.

Aktionärsstruktur



■ Streubesitz (38,3 %)

■ BRB AG (34,1 %) 

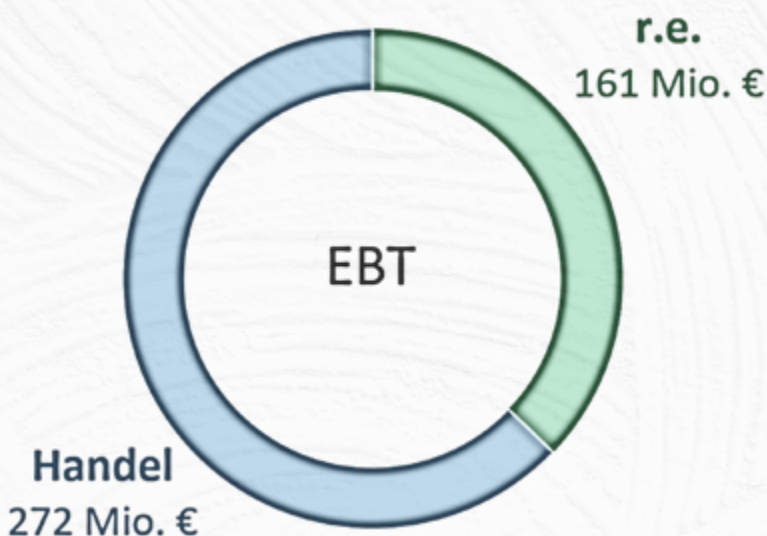
■ RAI AG (27,6 %) 

Geschäftstätigkeit

Die BayWa berichtet in den drei Segmenten Energie, Agrar und Bau. Für die vorliegende Analyse werden die Geschäftsaktivitäten jedoch bewertungszielgerichteter in die zwei Segmente BayWa r.e. (Erneuerbare Energien) sowie Handel (alle restlichen Aktivitäten) unterteilt.

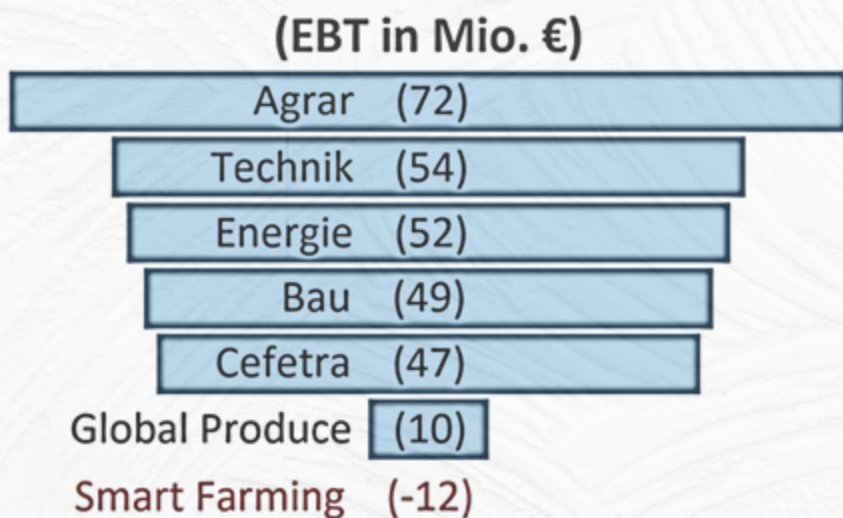
Durch Einstieg des Finanzinvestors EIP im Jahr 2021 bei der BayWa r.e. und die daraus zugeflossenen 530 Mio. € konnte die Konzerntochter in den letzten Jahren so stark wachsen, dass auf sie bereits rund 37 % des Konzern-EBT entfallen. Hierbei ist zu beachten, dass es sich um eine vollkonsolidierte Betrachtung handelt. Die BayWa hält

seit dem Einstieg von EIP in 2021 nur noch 51 % an der BayWa r.e.



a) Handel

Die BayWa versteht sich als umfassender Partner von Landwirten und deren Kunden. Daraus erwachsen ist eine Vielzahl an unterschiedlichen Handelsaktivitäten. Das historische Kerngeschäft mit Hunderten von Lagerhäusern in Deutschland und Österreich befindet sich im Segment Agrar.



In den Segmenten Cefetra und Global Produce ist der internationale Handel mit Agrarerzeugnissen gebündelt. Auch im Handel mit Landmaschinen (Technik) und dem Handel mit Baustoffen (Bau) ist die BayWa tätig und bietet eine Vielzahl von Dienstleistungen an.

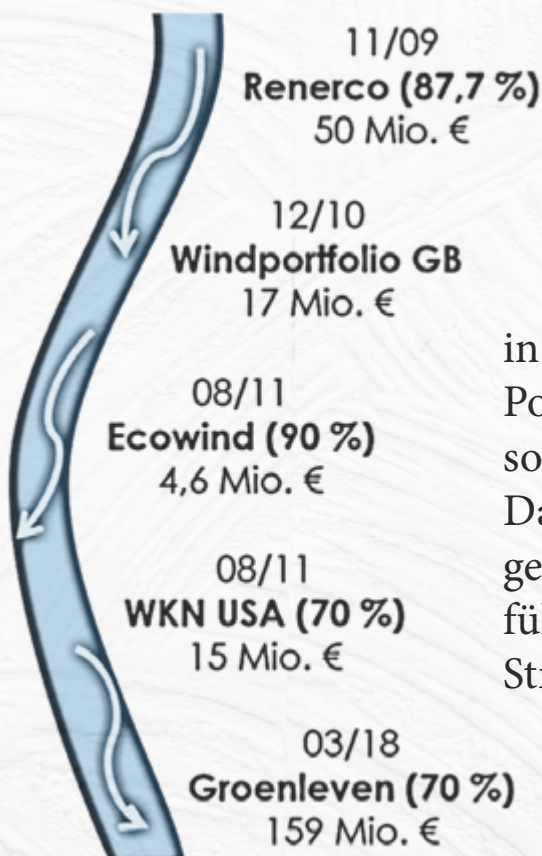
Mit Brenn-, Kraft- und Schmierstoffen werden die Landwirte im Bereich Energie beliefert. Das Angebot wird durch Mobilitätslösungen ergänzt.

b) BayWa r.e.

Rechts dargestellt ist die Entstehungsgeschichte der Sparte **Solar Trade**. Durch die vier Übernahmen und damit Konsolidierung zwischen 2009 und 2011 ist die BayWa r.e. heute der größte Händler von Solarmodulen Europas. Im letzten Jahr wurden Module mit einer Nennleistung von 8 GW verkauft. Die vier Übernahmen haben zusammen grob 50 Mio. € gekostet.

Miteingekauft wurden stets auch Service-Dienstleistungen. Diese werden bereichsübergreifend im Segment **Services** gebündelt.

Mitarbeiter BayWa r.e.



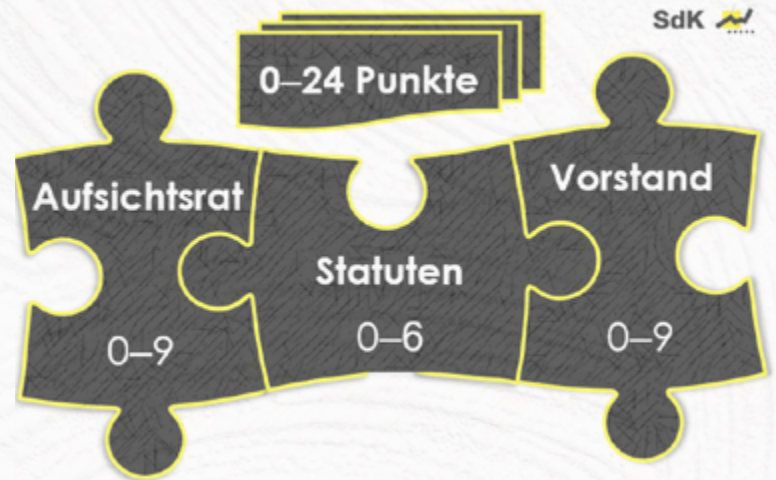
Das heute wertvollste Geschäftsfeld ist die **Projektierung & IPP**. Insgesamt hat die BayWa r.e. in diesem Bereich fünf Übernahmen in einem Volumen von 246 Mio. € getätigt. Neben den Projektierteams wurde sich in diesem Zuge bereinigt um Minderheiten ein Portfolio an Wind- und Solarparks von 301 MW sowie eine Pipeline von 3.078 MW einverleibt. Damit war BayWa r.e. in den Jahren 2009 bis 2011 gemessen an dem Investitionsvolumen einer der führenden Wind- und Solar-Pioniere in Europa. Strategisch war vor allem auch die Übernahme der Groenleven-Gruppe, dem Marktführer für schwimmende Solarfreiflächenprojekte, für die heutige Stellung wegweisend.

Corporate-Governance-Score

„Aufsichtsrat und Vorstand sind Gutsverwalter, nicht Gutsherren.“
(Prof. Dr. Klaus Tolksdorf)

Die Analyse der Unternehmensführung ist eng orientiert an den Abstimmungsrichtlinien der SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger, eine der größten Aktionärsvereinigungen in Deutschland. Bewertet wird die Fachlichkeit, Unabhängigkeit und Angemessenheit von Vorstand, Aufsichtsrat & Statut.

Ausgehend von 24 Punkten gibt es je Mängel einen Punkt Abzug. Daraus ergibt sich folgendes Punkte- und Notensystem.



a) Statuten

In der Kategorie Statuten werden strukturelle Aspekte bewertet, die ihren Ursprung in der Vergangenheit haben und auf die Vorstand und Aufsichtsrat nicht oder nur im geringen Umfang mittels HV-Beschluss eine Veränderung bewirken können. Als klassische Aktiengesellschaft mit dualistischem Führungssystem und Notierung im SDAX erfüllt die BayWa AG die meisten Kriterien. Ein struktureller Makel ist, dass neben der Aktiengattung DE0005194062 mit 34.619.138 Aktien noch die mit 1.243.251 Aktien sehr illiquide Gattung DE0005194005 besteht. Aufgrund des ohnehin geringen Streubesitzes ist zu kritisieren, dass bisher noch keine Zusammenlegung initiiert wurde. Für Privatanleger bietet sich die liquidere & günstigere DE0005194062 an, obgleich die Vinkulierung kritisch zu sehen ist.

Statuten	6
→ Rechtsform	
→ Führungssystem	
→ Aktiengattungen	-1
→ Börsennotierung	
→ Sonderrechte	
→ Großaktionäre	
Gesamt	5

b) Vorstand

Fachlichkeit. Die Kompetenzverteilung im Vorstand ist nicht nachvollziehbar. Laut Homepage verantwortet CEO Pöllinger alle operativen Segmente. Bei Marlen Wienert werden die Verantwortungsbereiche Agrar & Technik angegeben, obgleich diese bereits beim CEO ausgewiesen sind. Noch fragwürdiger ist die Vorstandspersonalie Reinhard Wolf, CEO und Generaldirektor der strategisch nicht relevanten 50 %-Konzerntochter RWA. Hier handelt es sich um eine unnötige Ämterhäufung, gespickt mit zahlreichen Interessenkonflikten. Hinzu kommt auch noch ein aufgeblähter Kostenapparat. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen liegen in Milliardenhöhe und sind weitgehend nicht nachvollziehbar, unter anderem auch die Rechts- und Beratungskosten in Höhe von 77 Mio. €.

Name	Funktion	Verantwortung
Marcus Pöllinger	CEO	Alle Segmente
Andreas Helber	CFO	Finanzen & IR
Marlen Wienert	?	?
Reinhard Wolf	?	RWA

Unabhängigkeit. Durch die Personalie Reinhard Wolf als zugleich Vertreter eines Großaktionärs muss auch in Sachen Unabhängigkeit ein Punkt abgezogen werden. Ansonsten scheint der Vorstand jedoch im Großen und Ganzen im Sinne aller Aktionäre zu agieren. Auch sind keine anhänglichen Verfahren, Prozesse oder Sonderprüfungen bekannt.

Angemessenheit. In Sachen Transparenz hapert es an vielen Stellen. Bestes Beispiel hierfür ist die BayWa r.e., bei der noch nicht einmal auf Nachfrage hin die genauen Wind- und Solarparks des Eigenbestands genannt werden. Das Konglomerat wird einem Trojanischen Pferd gleich zur Intransparenz genutzt.

Vorstand	9
a) Fachlichkeit	
→ Kompetenzprofil	-1
→ Zusammensetzung	-1
→ Beratungskosten	-1
b) Unabhängigkeit	
→ Abhängigkeiten	-1
→ Handlungen	
→ Verfahren	
c) Angemessenheit	
→ Transparenz	-1
→ Kapitalallokation	
→ Testat	
Gesamt	4

An der Kapitalallokation gibt es hingegen nichts auszusetzen. In den letzten 15 Jahren wurden kluge Zukunftsinvestitionen zur Internationalisierung, Diversifizierung und zum Ausbau der BayWa r.e. getätigt. Trotz der Neuausrichtung hat sich die BayWa als Dividendenaristokrat behauptet. Das Testat vom Abschlussprüfer ist uneingeschränkt.

c) Aufsichtsrat

Fachlichkeit. Sieben der acht Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat haben entweder zu viele Ämter, sind von einem Großaktionär abhängig oder haben bereits Amtsdauern von über zehn Jahren. Es besteht kein Kompetenzprofil und es wird sich mehrfach ohne unternehmensspezifische Gründe über Regelungen des DCGK hinweggesetzt.

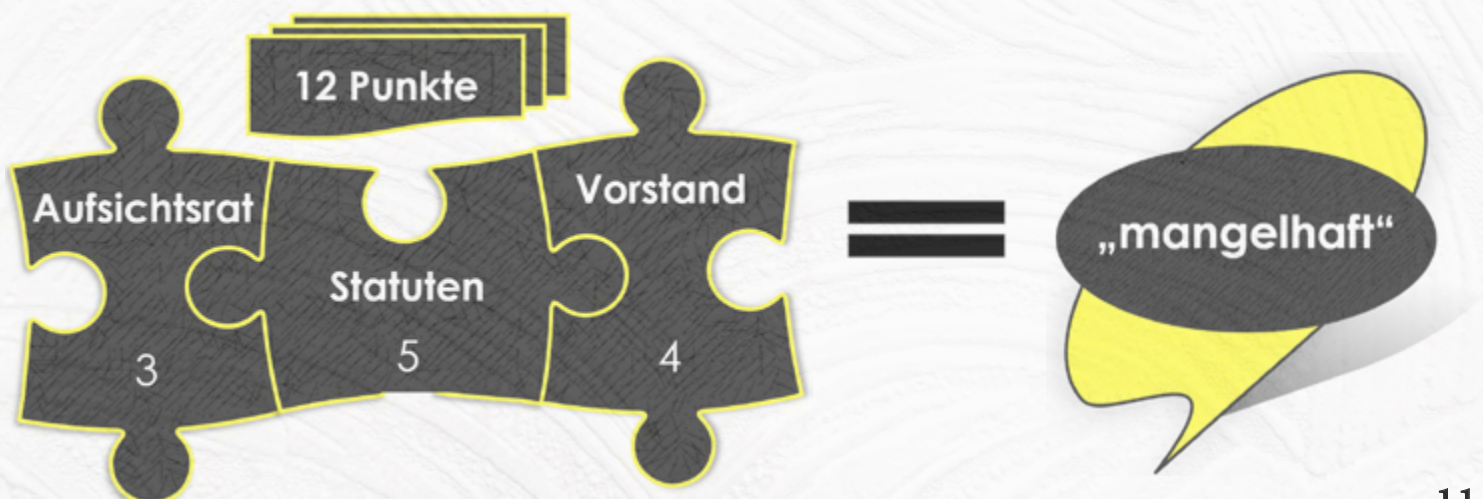
Name	Funktion	Abhängig	Overboarding
Manfred Nüssel	Vorsitz	Ja	Nein
Werner Waschbichler	stv. V.	Ja	Nein
Wolfgang Altmüller	stv. V.	Ja	Ja
Klaus Buchleitner	Mitglied	Ja	Ja
Dr. Johann Lang	Mitglied	Ja	Nein
Wilhelm Oberhofer	Mitglied	Ja	Nein
Joachim Rukwied	Mitglied	Nein	Ja
Monique Surges	Mitglied	Nein	Nein

Unabhängigkeit. Fast alle Mitglieder der Anteilseignerseite sind nicht unabhängig. Zudem wurde bereits angekündigt, dass der bisherige CEO Prof. Lutz nur wenige Monate nach Amtsniederlegung direkt in den Aufsichtsrat wechseln soll, was einen schweren Verstoß gegen die Cooling-of-Periode darstellt.

Angemessenheit. Das Vergütungssystem des Vorstands ist intransparent & unangemessen. Allein im letzten Jahr wurden 17,1 Mio. € gezahlt, davon nicht näher quantifizierte 6,7 Mio. € Abfindungsboni. Ferner ist die Anreizwirkung zu kurzfristig.

Aufsichtsrat	9
a) Fachlichkeit	
→ Kompetenzprofil	-1
→ Zusammensetzung	-1
→ Verfügbarkeit	-1
b) Unabhängigkeit	
→ Abhängigkeiten	-1
→ Handlungen	-1
→ Abschlussprüfer	
c) Angemessenheit	
→ Transparenz	
→ Vergütung V	-1
→ Vergütung AR	
Gesamt	3

d) Fazit



Bewertung

Bei der Bewertung der BayWa-Aktie wird im Rahmen dieser Analyse die BayWa r.e. getrennt von den restlichen Konzernaktivitäten bewertet. Eine besondere Bedeutung kommt der Verschuldung zu. Die Finanzschulden bei der BayWa r.e. werden um die abgegrenzten Projektfinanzierungen (Non-recourse) bereinigt. Beim Handelsgeschäft wird konservativ lediglich eine Bereinigung um die sofort verwertbaren Getreidevorräte, denen aufgrund Verkaufs- oder Terminkontrakten kein Preisrisiko entgegensteht, vorgenommen.

	Handel	BayWa r.e.
Finanzschulden	3.246 Mio. €	2.033 Mio. €
- Liquide Mittel	-86,8 Mio. €	-135 Mio. €
- Bereinigung	-1.208 Mio. €	-418 Mio. €
Nettofinanzverschuldung	1.951 Mio. €	1.480 Mio. €

Bei der EBITDA-Betrachtung sind aus Vorsichtsgründen weitere Bereinigungen vorzunehmen. Laut dem Management kann das EBITDA 2022 der Handelsaktivitäten selbst 2025 nicht erreicht werden und ist somit nicht als nachhaltig anzusehen. Es wird daher auf das Niveau 2021 zuzüglich eines geringen Wachstums von 5 % (anstatt 27 %) abgestellt.

Bei der BayWa r.e. zeigt sich ein gemischtes Bild. Den hohen mit dem IPP-Ausbau um 300 MW verbundenen Investitionen (Bereinigung 236 Mio. € EBITDA bei einer unterstellten Marge von 33 %) stehen grob geschätzte Sondereffekte bei der Handelssparte Solar Trade (50 Mio. € EBITDA) sowie eines nicht nachhaltigen Strompreisniveaus (50 Mio. € EBITDA) entgegen.

	Handel	BayWa r.e.
EBITDA 2022	494 Mio. €	364 Mio. €
- Sondereffekte	-85 Mio. €	-100 Mio. €
+ Eliminierung IPP-Zubau	-	+236 Mio. €
Bereinigtes EBITDA	409 Mio. €	500 Mio. €

Mehr Informationen zur Bereinigung auf dem esdekar-Twitter-Kanal:
<https://twitter.com/esdekar/status/1647230162449170433?s=20>

a) EV/EBITDA

Ableitend von den zuvor getätigten Annahmen ergeben sich beim Kerngeschäft anhand Multiples zwischen 6x und 11x folgende Bewertungen:

Bewertung Handel
(Alle Konzernaktivitäten exklusive BayWa r.e.)

	EV/EBITDA 6x	EV/EBITDA 7x	EV/EBITDA 9x	EV/EBITDA 11x
Enterprise Value	2.454 Mio. €	2.863 Mio. €	3.681 Mio. €	4.499 Mio. €
-Nettofinanzschulden	-1.951 Mio. €	-1.951 Mio. €	-1.951 Mio. €	-1.951 Mio. €
Marktkapitalisierung	503 Mio. €	912 Mio. €	1.730 Mio. €	2.548 Mio. €

Bei Betrachtung der BayWa r.e. zeigt sich ein ähnliches Bild. Bei Multiples von bis zu 11x ergeben sich bereits hohe Bewertungsansätze:

Bewertung BayWa r.e.

	EV/EBITDA 6x	EV/EBITDA 7x	EV/EBITDA 9x	EV/EBITDA 11x
Enterprise Value	3.000 Mio. €	3.500 Mio. €	4.500 Mio. €	5.500 Mio. €
-Nettofinanzschulden	-1.480 Mio. €	-1.480 Mio. €	-1.480 Mio. €	-1.480 Mio. €
Marktkapitalisierung	1.520 Mio. €	2.020 Mio. €	3.020 Mio. €	4.020 Mio. €
Anteil 51 %	775 Mio. €	1.030 Mio. €	1.540 Mio. €	2.050 Mio. €

Bei den Handelsaktivitäten wird eine Multiple-Bandbreite zwischen 6x und 9x als angemessen erachtet – bei der wachstumsstarken BayWa r.e. zwischen 9x und 11x. Bei Annahme dieser Bandbreiten würde eine Unterbewertung der BayWa-Aktie zwischen 28–61 % zu Buche stehen.

Möglicher Bewertungsansatz BayWa-Konzern

	Handel	BayWa r.e.
Multiple-Szenario	6x–9x	9x–11x
In Mio. €	503–1.730	1.540–2.050
Gesamt	2.043–3.780 Mio. €	
Unterbewertung	28–61 %	

Um die Bewertung der BayWa r.e. zu plausibilisieren, wird auf der folgenden Seite noch eine Portfoliobewertung im Vergleich zum gut vergleichbaren börsennotierten Wettbewerber PNE AG durchgeführt.

b) Portfoliobewertung BayWa r.e.

Die BayWa r.e. ist das Kronjuwel im BayWa-Konzern. Um das Wachstum im Bereich Projektierung und Aufbau Eigenbestand zu beschleunigen, hat das Management den Verkauf der Sparte Solar Trade, Europas größten Händler für Solarmodule und Wechselrichter, angekündigt.

Das Management rechnet beim Verkauf mit einem Multiple zwischen 15x und 20x, was für ein prosperierendes Handelsgeschäft nicht überzogen erscheint. Da es sich 2022 jedoch um ein absolutes Rekordjahr gehandelt hat, wird für diese Analyse konservativ lediglich ein Multiple von 10x angesetzt.

	Solar Trade
Mitarbeiter	1.400
EBITDA 2022	~150 Mio. €
Multiple laut Vorstand	15x – 20x
Multiple für Analyse	10x
Enterprise Value	1.500 Mio. €



Nettofinanzverschuldung alt	1.480 Mio. €
- Verkauf Sparte Solar Trade	-1.500 Mio. €
Nettofinanzverschuldung neu	~0 €

Der Verkauf würde nicht nur die Fortsetzung des schnellen Wachstums beim Ausbau des Eigenbestands ermöglichen, sondern gleichzeitig auch die Nettofinanzverschuldung eliminieren. Ferner wird eine bessere Vergleichbarkeit mit Wettbewerbern geschaffen. Exklusive des Solarhandels ist die BayWa r.e. sehr gut mit der PNE AG vergleichbar (Projektierung + IPP + Services). Der direkte Vergleich – ohne die Sparte Solar Trade – sieht wie folgt aus:

	PNE	BayWa r.e.*	x	0,51x
Mitarbeiter	544	3.100*	5,7	2,9
Pipeline	11.883 MW	24.000 MW	2,0	1,0
Services	2.500 MW	10.200 MW	4,1	2,1
IPP	319 MW	1.000 MW	3,1	1,6
Zubau IPP organisch	240 MW / Jahr	700 MW / Jahr*	2,9	1,5
EBITDA 2022	35 Mio. €	214 Mio. €*	6,1	3,1
EBITDA 2022 bereinigt	98 Mio. €	450 Mio. €*	4,6	2,3

* ohne die Sparte Solar Trade bei BayWa r.e.: Jeweils nur die drei Segmente Projektierung, IPP & Services

c) Fazit Bewertung

Bei Ansatz der rechts aufgeführten fünf relevanten Vergleichsparameter ergibt sich eine 1,7-fache Höherbewertung des 51 %-Anteils der BayWa r.e. im Vergleich zur PNE AG.

Letztere wurde in den vergangenen zwölf Monaten an der Börse zwischen 12 und 24 € je Aktie bewertet. Konservativ wird eine leicht geringere Spanne zwischen 10 Euro je Aktie (766 Mio. €) und 20 € je Aktie (1.532 Mio. €) angewandt. Bei einer Nettofinanzverschuldung von PNE in Höhe von 451 Mio. € ergibt sich beim Enterprise Value eine Bandbreite zwischen 1.217 bis 1.983 Mio. €.

Um den Bereinigungsfaktor von 1,7x multipliziert, zeigen sich für die BayWa r.e. folgende Unternehmenswerte:

	0,51x
Pipeline	1,0x
Services	2,1x
IPP	1,6x
Zubau IPP organisch	1,5x
EBITDA 2022 bereinigt	2,3x
∅	1,7x



Auf S. 13 wurde für die BayWa r.e. ein Unternehmenswert zwischen 1.540 und 2.050 Mio € (bei Ansatz von 2022-Multiples zwischen 9x und 11x) ermittelt. Im Portfoliobewertungsansatz und Vergleich mit PNE zeigt sich noch mal eine deutlich höhere mögliche Bewertung zwischen 2.069 und 3.371 Mio. €.

Die zuvor getätigten Annahmen scheinen plausibel und eher konservativ – vor allem auch vor dem Hintergrund, dass darin keinerlei Skaleneffekte berücksichtigt sind. In der Praxis ist davon auszugehen, dass der doppelt so großen Pipeline und dem dreifach so großen Eigenbestand im Vergleich zu PNE auch noch mal ein deutlich höherer Wert je MW beigemessen wird. Daneben rechtfertigt das um 50 % schnellere Wachstum höhere Bewertungsparameter.

Wie bei jeder esdekar-Analyse sollen die Ausführungen zur Bewertung dazu anregen, die getroffenen Parameter selbst zu hinterfragen und nach individueller Einschätzung nach oben wie nach unten anzupassen.

Risiken & Kritik

Corporate Governance. Die Unternehmensführung weist zahlreiche Mängel & Defizite auf. Dies birgt nicht nur erhebliche Compliance-Risiken, sondern behindert auch eine angemessene Bewertung des operativen Geschäfts an der Börse. Aufgrund der genossenschaftlichen Großaktionärsstruktur ist kurzfristig keine Besserung in Sicht. Durch den Einstieg des Finanzinvestors EIP bei der BayWa r.e. besteht jedoch die Hoffnung, dass zumindest in der wertvollsten Konzerneinheit eine bessere Corporate Governance gelebt wird.

Risiken Handelsgeschäft. Der BayWa-Konzern hat vollkonsolidiert 2022 einen Umsatz von 27 Mrd. € gedreht. Gemessen daran liegen die Margen im äußerst niedrigen einstelligen Prozentbereich. Zwar besteht aufgrund der Branchenvielfalt der internationalen Handelsaktivitäten eine gute Diversifikation, dennoch bergen die hohen Volumina schwer abschätzbare Risiken.

Hohe Finanzschulden. Unbereinigt schleppt der BayWa-Konzern einen Berg an Finanzschulden von 5,3 Mrd. € mit sich. Die seit einem Jahr stark steigenden Zinsen werden sich zeitversetzt in deutlich höheren Refinanzierungskosten niederschlagen. Darunter werden sowohl bei den Handelsaktivitäten als auch bei den Projektierungen der BayWa r.e. die Margen leiden.

Neues Management. Unter der Führung von CEO Prof. Lutz hat die BayWa sich in den letzten 15 Jahren erfolgreich neu ausgerichtet. Es steht noch aus, ob das neu geformte Management die erfolgreiche Entwicklung nahtlos fortsetzen kann. Gedämpft wird das Risiko dadurch, dass alle Vorstände bereits auf eine lange Konzernkarriere bei der BayWa zurückschauen.

Unwägbarkeiten Bewertung. Aufgrund der großen Intransparenz mit Blick auf die BayWa r.e. unterliegen viele im Rahmen der Bewertung getroffenen Annahmen großer Unsicherheit. Zum Beispiel fehlen nahezu komplett die genauen Angaben zur regionalen und technologischen Struktur des Eigenbestands. Daraus können erhebliche Bewertungsunterschiede resultieren.

Kurzfristige Enttäuschung. 2022 war ein absolutes Rekordjahr mit positiven Sondereffekten. Kurzfristig wird die BayWa das Gewinnniveau nicht halten können – was auch stark mit dem beschleunigten Ausbau des Eigenbestands bei der BayWa r.e. zusammenhängt. Kurzfristig orientierte Anleger könnten dies als Enttäuschung auffassen und den Kurs drücken.

Chancen & Lob

Resiliente Krisenaktie. Im kompletten Gegensatz zu den allermeisten Unternehmen leidet die BayWa nicht nur nicht an hohen und stark schwankenden Rohstoff-, Lebensmittel- und Energiepreisen, sondern profitiert sogar von diesen. Als systemrelevanter Versorger wird der Konzern dennoch positiv als "Problemlöser", welcher eine hohe Versorgungssicherheit gewährleistet, wahrgenommen. Für Aktionäre stellt die BayWa-Aktie aufgrund dieser sehr spezifischen Charakteristika eine interessante Depotbeimischung dar.

Erfolgreiche Neuausrichtung. In das 21. Jahrhundert ist die BayWa als regionaler Handelskonzern mit Lagerhäusern in Bayern und Österreich gestartet. In den letzten 15 Jahren wurde sich im Wege von zahlreichen Übernahmen sowohl geografisch als auch technologisch breit diversifiziert. Diese Neuausrichtung fängt nun an immer mehr Früchte zu tragen. Im Krisenjahr 2022 wurde ein Rekord-EBITDA von 859 Mio. € eingefahren.

Kronjuwel BayWa r.e. Als sich die Branche der Erneuerbaren Energien in Deutschland noch im Tiefschlaf befand, begann die BayWa früh den Markt zu konsolidieren. Gut 14 Übernahmen und den Einstieg eines Finanzinvestors später ist die BayWa r.e. in Europa einer der führenden Pioniere ihrer Zunft. Durch den Verkauf der Sparte Solar Trade besteht nun die Möglichkeit, die Projektierung und den IPP-Ausbau noch stärker zu beschleunigen.

Greifbare Ausbauziele. Bereits Ende 2025 soll der Eigenbestand an Wind- & Solarparks der BayWa r.e. rein aus organischer Kraft auf mehr als 3 GW ausgebaut sein. Dies würde vergleichsweise in etwa einen 50 % größeren Eigenbestand als den jetzigen von Encavis darstellen. Damit wächst die BayWa r.e. auch in ganz andere Bewertungsmaßstäbe hinein.

IPO am Firmament. Von den eingestaubten genossenschaftlichen Großaktionären sind eher weniger werthebende Strukturmaßnahmen zu erwarten. Mit dem Einstieg des Finanzinvestors EIP bei der BayWa r.e. sieht dort die Lage aber etwas anders aus. Mittelfristig wird sich die Frage nach dem Ausstieg stellen. Ein IPO mit entsprechender Werthebung bietet sich für alle an.

Dividendenaristokrat. Abseits der glänzenden Zukunftsperspektiven freuen sich Aktionäre über eine stetige Dividendenrendite von 2 bis 3 %.

Quellen

Quelle	Link
Kapitalmarktmitteilungen	https://www.eqs-news.com/de/company/baywa-ag/news/5b74ed9f-ea7c-11e8-902f-2c44fd856d8c
Pressekonferenz mit EIP	https://www.energy-infrastructure-partners.com/de/pressekonferenz-in-der-baywa-zentrale-in-muenchen-mit-roland-doerig-eip-gruendungspartner/
Verschiedene Aktiengattungen	https://www.baywa.com/investor-relations/aktie/aktie
Geschäftsberichte BayWa	https://www.baywa.com/downloadcenter#/
Geschichte BayWa	https://www.baywa.com/konzern/historie/historie
Abstimmungsrichtlinien SdK	https://sdk.org/ (Mitgliederbereich)
Aussagen Strategie CFO Helber	https://www.youtube.com/watch?v=qlngSh1JrsY
Aussagen Strategie IR Radeljic	https://www.youtube.com/watch?v=DIG8ODSbp3A

Haftungsausschluss

Der Inhalt stellt eine journalistische Publikation dar. Sie dient ausschließlich Unterhaltungs- und Lernzwecken und stellt ausnahmslos zu jeder Zeit unsere persönliche Meinung und Einschätzung dar. Wir haben sorgfältig nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert, können jedoch keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Inhalte übernehmen. Zudem wird darauf verwiesen, dass ausschließlich Informationen berücksichtigt wurden, die dem Autor zum Stand der Veröffentlichung bekannt gewesen sind. Die Informationen stellen ausdrücklich keine Anlageberatung und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendwelcher Finanzprodukte dar. Weiterhin handelt es sich zu keinem Zeitpunkt um eine Anlageberatung, Rechtsberatung, Steuerberatung oder irgendeine andere fachliche Beratung. Weder die SdK noch der Autor übernehmen eine Haftung für Schäden und Verluste, die auf fehlende oder falsche Informationen oder Nutzung bzw. Nichtnutzung der dargebotenen Informationen zurückzuführen sind. Jeder Anleger wird hiermit dazu aufgefordert, sich seine eigenen Gedanken zu machen, bevor eine Investitionsentscheidung getroffen wird. Risikohinweis: Die Investition in Finanzprodukte wie Wertpapiere, Anteile und Kredite ist mit hohen Risiken bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals verbunden. Der Inhalt richtet sich ausschließlich an Einwohner der Bundesrepublik Deutschland.

Autor. Paul Petzelberger.

Transparenzhinweis. Der Autor und die SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger halten Aktien der BayWa AG und der PNE AG.