

DAS INVESTMENT

Probleme jenseits der Rechtsrisiken

Ist die Bayer-Aktie nach dem Kursverfall günstig?

Seit der Übernahme des US-Agrar-Chemiekonzerns Monsanto torkelt Bayer von einer Katastrophe zur nächsten. Jüngster trauriger Höhepunkt: Der Traditionskonzern muss wegen des Unkrautvernichters Glyphosat eine Milliarden-Strafe zahlen. Inzwischen ist Bayer inklusive Monsanto weniger wert als die US-Tochter alleine vor deren Übernahme.

Ist Bayer nun nach dem Kursverfall günstig bewertet und somit ein Kauf wert? Wir haben uns zuerst einmal angeschaut, ob Bayer aktuell günstiger bewertet ist als vor Bekanntgabe des Monsanto-Deals. Der Aktienkurs hat gegenüber dem 5. September 2016, als das Transaktionsvorhaben bekanntgegeben wurde, immerhin rund 36 Prozent von rund 95 Euro auf 60,50 Euro zum Jahresende 2018 abgegeben (erstmalige Wirtschaftsjahr-Konsolidierung von Monsanto nach Closing). Der aktuelle Kurs beträgt 55,40 Euro.

Zunächst aber die Frage: Welches Geschäft hat Bayer gekauft, und was haben sie dafür bezahlt? Nun, Monsanto wächst seit Jahren nicht mehr, wie der Fünf-Jahres-Vergleich zeigt: Umsatz 2013: 14,9 Milliarden US-Dollar; Umsatz 2017: 14,6 Milliarden US-Dollar. Außerdem steigt der freie Barmittelzufluss, der Free Cashflow, fast gar nicht mehr: 2013 betrug er 1,96 Milliarden US-Dollar, 2017 dann 1,99 Milliarden US-Dollar. Allerdings ist Monsanto mit rund 13,6 Prozent Free-Cashflow-Marge sehr profitabel und auch profitabler als Bayer zum Deal-Signing mit 9,5 Prozent Free-Cashflow-Marge.

Bayer hat 69 Milliarden Dollar für Monsanto bezahlt, inklusive 6 Milliarden Dollar Nettoschulden. Hinzu kommen M&A- und Integrationskosten, die zusammen rund 1,5 bis 2,0 Milliarden US-Dollar betragen sollen. Mithin wurde Monsanto zum rund 34,5-fachen des Free Cashflow wirklich sehr hoch bewertet. Gerade für ein Geschäft, mit dem sich zwar gut verdienen lässt, das aber seit Jahren nicht wächst.

Zum Vergleich: Die US-amerikanischen Basiskonsumgüter-Unternehmen, die langjährig robust mit 2 bis 3 Prozent jährlich wachsen und mit 15 bis 17 Prozent Free-Cashflow-Marge noch erheblich profitabler sind als Monsanto, sind selbst nach zuletzt flottem Kursanstieg im Bereich des 23- bis 27-fachen des Free Cashflow bewertet.

DAS INVESTMENT

Kein Cent aus eigener Management-Tasche

Bayer war Ende 2016, also gut drei Monate nach Unterschrift, inklusive Nettoschulden und Pensionsverpflichtungen mit dem 17,38-fachen des Free Cashflow und abzüglich dem Kunststoffhersteller Covestro, die sie damals als 64-prozentiger Aktionär konsolidiert haben, mit dem 20,24-fachen Free Cashflow bewertet. Beim letztgenannten Wert sind die Nettoschulden und der Free Cashflow von Covestro zum 31. Dezember 2016 herausgerechnet. Mithin hat Bayer für Monsanto, die nicht wachsen, aber rund 43 Prozent mehr verdienen pro Umsatz-Dollar als Bayer, fast das Doppelte der eigenen Bewertung bezahlt.

Bekanntlich hat das Bayer-Management keinen Cent aus eigener Tasche in den Deal gesteckt, was bei Private Equity undenkbar und ein Deal-Breaker wäre. Aber das kann erklären, weshalb Bayer eine derart astronomisch hohe Bewertung für Monsanto akzeptiert hat. Natürlich werden Synergieeffekte gegengerechnet. Nur unberücksichtigt bleiben dabei die Opportunitätskosten, denn Bayer hätte mit dem selben riesigen Kapital von fast 70 Milliarden US-Dollar, welches es für Monsanto einsetzt, bei alternativer Verwendung gegebenenfalls mehr erwirtschaftet und/oder weniger bezahlt.

Zur Finanzierung des Monsanto-Deals hat Bayer zwei große Kapitalerhöhungen vorgenommen – 3 Milliarden Euro mit dem Staatsfonds Singapurs, 6 Milliarden Euro mit den bisherigen Bayer-Aktionären – weshalb die Aktienanzahl um 12,8 Prozent gestiegen ist. Entsprechend ist der Geschäftsanteil jeder einzelnen Bayer-Aktie heute merklich niedriger als vor dem Deal – das wird oft übersehen, wenn der Deal diskutiert wird.

Zudem hat Bayer, vorwiegend aus kartellrechtlichen Gründen, aber auch zur Finanzierung des Monsanto-Deals eigenes Geschäft verkauft und dabei bisher rund 11,5 Milliarden Euro Erlöst. 4 Milliarden Euro kamen aus dem Verkauf der meisten Covestro-Aktien sowie 7,5 Milliarden Euro aus dem Verkauf verschiedener Agrargeschäfte an BASF, zum Beispiel Gemüsesaat, Saatgut, Feldfrüchte sowie das Consumer-Health-Dermatologie-Geschäft an die dänische Leo Pharma. Nach Steuern in Cash erzielte Bayer bisher insgesamt rund 9,5 Milliarden Euro. Weitere kleinere Geschäfte aus dem OTC-Bereich und der Tiergesundheit sollen noch verkauft werden.

Astronomisch hohe Konzernschulden

Die Konzernschulden sind trotz der beiden Kapitalerhöhungen und umfangreicher Geschäftsverkäufe zum Jahresende 2018 astronomisch hoch: 44,4 Milliarden Euro inklusive Pensionsverpflichtungen (ohne Covestro, da mittlerweile wegen des Verkaufs der meisten Aktien entkonsolidiert). 2016 waren es ohne Covestro 20,2 Milliarden Euro, inklusive Covestro 22,9

DAS INVESTMENT

Milliarden Euro. Wir sprechen also von einer ungefähren Verdoppelung der Verschuldung gegenüber 2016. Und das, wie erwähnt, trotz zweier großer Kapitalerhöhungen und der Veräußerungen mehrerer Geschäftsfelder.

Aufgrund der umfangreichen M&A-Aktivitäten hat Bayer 2018 (inklusive der erstmals wegen erfolgtem Closing konsolidierten Monsanto) mit 39,6 Milliarden Euro rund 15 Prozent weniger Umsatz als 2016 mit 46,8 Milliarden Euro, der Free Cashflow ist 2018 mit 5,6 Milliarden Euro leicht niedriger als 2016 mit 5,8 Milliarden Euro, ohne Covestro sind es 2016 allerdings 4,4 Milliarden Euro.

Bereinigt um Covestro ist Bayer also mit Monsanto deutlich profitabler: 14 Prozent Free-Cashflow-Marge 2018 gegen 9,5 Prozent Free-Cashflow-Marge ohne Covestro 2016; inklusive Covestro lag die Free-Cashflow-Marge 2016 bei 12,4 Prozent, wobei die Free-Cashflow-Marge von Covestro zyklisch bedingt stark schwankt. Hinzu kommt, dass Bayer M&A-bedingte Einmalkosten 2018 in Cash (netto) von rund 660 Millionen Euro hatte. Rechnet man diese hinzu, beträgt die Free-Cashflow-Marge rund 15,7 Prozent. Der Grund: Bayer hat margenschwaches Geschäft verkauft und der höhere Free Cashflow von Monsanto wird nun einbezogen.

Viel darf nicht mehr schiefgehen

Waren die Nettoschulden bereits 2016 vor dem Closing des Monsanto-Deals mit dem 4,56-fachen des Free Cashflow recht hoch, sind sie zum Jahresende mit dem 7,15-fachen Free Cashflow wirklich hoch (um M&A-Kosten bereinigt, ohne ist es der 8-fache Free Cashflow). Bei diesen hohen Schulden darf im operativen Geschäft nicht viel schief gehen!

Vor allem sollten eventuell tatsächlich zu leistende Schadensersatzzahlungen aus den Glyphosat-Verfahren möglichst nicht allzu hoch ausfallen. Zwar ist die Cash-Produktion von Bayer recht verlässlich und gut, aber Monsanto wächst nicht. Und im Pharma-Geschäft laufen wichtige Patente aus, ohne dass gleichwertiger Ersatz erkennbar ist. Wenn dann nennenswerter Schadensersatz zu leisten wäre, müsste Bayer wohl weiter in erheblichem Ausmaß Substanz verkaufen. Allerdings zeigt das Beispiel der Zigarettenfirmen und der Pharmafirmen, dass in den USA die tatsächlichen Schadensersatzzahlungen erheblich niedriger sind als in den erstinstanzlichen Urteilen zugesprochen wurden. Und oftmals werden Schadensersatzansprüche auch in letzter Instanz abgelehnt.

Die aktuelle Bewertung

Wie sieht es nun mit der Bewertung der Aktie aus? Zum 5. September 2016, dem Tag vor Bekanntgabe des Monsanto-Deals, war Bayer bei einem Aktienkurs von 94,24 Euro und 22,9 Milliarden Euro Nettoschulden inklusive Pensionsverpflichtungen mit dem 17,38-fachen Free

DASINVESTMENT

Cashflow bewertet (inklusive Covestro, da konsolidiert). Ende 2018 war der Enterprise Value trotz des um 36 Prozent gesunkenen Aktienkurses (60,56 Euro) mit dem 18,12-fachen Free Cashflow sogar leicht höher.

Zudem muss man berücksichtigen, dass jede Bayer-Aktie wegen der beiden Kapitalerhöhungen nun 12,8 Prozent weniger am Bayer-Geschäft hält. Das heißt, obgleich der Aktienkurs seit Bekanntgabe des Erwerbs von Monsanto mehr als ein Drittel abgegeben hat – und auch noch 12,8 Prozent weniger Anteile am Konzerngeschäft hat –, ist die Aktie zum Jahresende 2018 höher bewertet als vor Deal-Bekanntgabe.

Fazit

Wertschaffen ist das Gegenteil davon: Bayer hat unseres Erachtens für ein zwar durchaus profitables, aber umsatzseitig stagnierendes Geschäft – Monsanto wächst nicht – einen Mondpreis bezahlt, ist dafür aber nun bis unters Dach verschuldet. Bayer hat fortan nicht quantifizierbare Rechtsrisiken, die zum einen ein Risiko an sich darstellen und zum anderen das Management jahrelang beschäftigen werden, weshalb weniger Zeit für das eigentliche Geschäft verwendet werden kann.

Des Weiteren muss eigenes solides Geschäft verkauft werden, der Konzern weiter stark umgebaut werden und massiv Eigenkapital eingeworben werden, so dass die bestehenden Aktien erheblich im Wert verwässert sind. Und obwohl der Aktienkurs sehr deutlich nachgegeben hat, ist Bayer heute leicht höher bewertet als vor dem Monsanto-Deal.

Über den Autor:

Dominikus Wagner gründete 2011 zusammen mit Christian Florack die Bonner Wagner & Florack Vermögensverwaltung. Der gelernte Bankkaufmann und Diplom-Betriebswirt war vor dem Schritt in die Unabhängigkeit unter anderem für die Deutsche Bank in Singapur tätig.

Dieser Artikel erschien am **17.05.2019** unter folgendem Link:

<https://www.dasinvestment.com/probleme-jenseits-der-rechtsrisiken-ist-die-bayer-aktie-nach-dem-kursverfall-guenstig/>