

Indus Holding (SDAX)

Weiterhin zweistellige EBIT-Margen – auch wenn es rundherum kriselt

Eine alte Börsenregel besagt, dass gekauft werden sollte, wenn die Kanonen donnern. Bildlich gesprochen lassen sich Kursverluste im DAX von mehr als 30 % binnen acht Wochen durchaus als ein solches Geräusch interpretieren. Damit tut sich für antizyklisch handelnde und langfristig orientierte Anleger mit der Indus-Aktie eine interessante Investmentchance auf.

Die Börsenbewertung der Indus Holding AG steht in krassem Missverhältnis zu den Erfolgen im operativen Geschäft. Darauf haben wir bereits in NJ 9/11 hingewiesen. Die Furcht der Börsianer – und es sind leider nicht überwiegend private Anleger, von denen die Finanzmärkte bestimmt werden – vor einer weltweiten Rezession drückt vor allem auf die vermeintlich konjunktursensiblen Beteiligungsgesellschaften. Für Anleger mit Weitblick und dem Mut zu antizyklischen Investments eröffnet sich hier eine gute Anlagemöglichkeit. Der Zeithorizont sollte allerdings mit 18 bis 24 Monaten nicht zu knapp gewählt werden, denn es braucht eine gewisse Zeit, bis das Schreckgespenst einer Rezession aus den Köpfen verschwunden ist. Warum Firmenlenker Helmut Ruwisch so überzeugt ist, dass es allenfalls auf eine konjunkturelle Abkühlung im Jahr 2012 hinausläuft, erläuterte er im Interview mit dem Nebenwerte-Journal auf Seite 10.

Eine Krise hat auch Vorteile

Ergänzend zu diesem Gespräch seien noch folgende Punkte ins Feld geführt, die aus unserer Sicht eine Titelgeschichte rechtfertigen. Wenn die Krise wirklich im Jahr 2012 auf

das operative Geschäft durchschlagen sollte, trifft sie Indus nicht unvorbereitet. Seit Mitte dieses Jahres fährt Indus seine Lagerbestände zurück, die das Unternehmen zuvor kräftig in die Höhe geschraubt hatte. Will heißen: Das Working Capital sinkt, der Cashflow steigt. Außerdem ist die Finanzierung für 2012 schon heute in trockenen Tüchern, wie Ruwisch betonte. Entsprechende Kreditverträge seien bereits unterschrieben. Die Auszahlungen stehen in Q1 und Q2 2012 an. Fast noch wichtiger ist die Chance, weitere Akquisitionen zu vernünftigen Konditionen vornehmen zu können. In guten Marktphasen trifft Indus immer wieder auf Private Equity-Gesellschaften, die Geld für Akquisitionen bei Investoren eingesammelt haben und dies nun anlegen müssen und daher häufig Mondpreise zahlen. In Krisenzeiten wie jetzt fällt diese Konkurrenz schlichtweg mangels Geld aus. Dafür schlägt dann die Stunde von Indus. Für 2011 steht noch ein kleiner strategischer Zukauf auf der Agenda. Ruwisch haben es dabei insbesondere die weniger konjunktursensiblen Branchen Medizin-, Mess- und Regeltechnik angetan. Indus ist für Wachstum nicht auf Zukäufe angewiesen, die Industrieholding kann auch mit dem bestehenden Portfolio weiter gedeihen. All das gibt es momentan zu Schnäppchenpreisen an der Börse. Das KGV 2011e liegt gerade einmal bei 6 und die Dividendenrendite, bei einer unterstellten Ausschüttung von € 0.90 je Aktie, bei 5 %.

H1 2011 mit Gewinnverdoppelung

Aktuell, so betont Ruwisch auch im Interview, sei von Krise nichts zu spüren. Ganz im Gegenteil: Das Geschäft habe sich in

Q2 2011 im Vergleich zur deutschen Konjunktur erheblich besser entwickelt. Indus konnte mit einem Portfolio aus 40 wirtschaftlich starken Mittelständlern von der außerordentlich guten Konjunktur und der hohen Auslandsnachfrage besonders profitieren. Die Unruhen in Nordafrika, die Katastrophe in Japan sowie die Staatsschuldenkrisen in den USA und in Europa zeigten bisher keine Auswirkungen. Der Umsatz wuchs nochmals um ca. 10 % gegenüber dem Vorquartal. In H1 2011 erzielte die Gruppe einen Umsatz von € 539 (450.3) Mio. Noch besser entwickelten sich die Ergebnisse: Das EBIT sprang auf € 59.3 (46.5) Mio., die EBIT-Marge verbesserte sich auf 11 (10.3) %. Zum Vergleich: Selbst im Krisenjahr 2009 sank diese Kennziffer nur auf 7.1 %. Das Periodenergebnis hat sich auf € 33.3 (17.6) Mio. nahezu verdoppelt. Damit übertrifft diese Kennziffer den historischen Höchststand vom Sommer 2008, damals erzielte Indus zum Halbjahr einen Gewinn von € 26.9 Mio. Zur Jahresmitte 2011 erwirtschaftete Indus einen operativen Cashflow von € 31.1 (30.1) Mio. Die Gruppe verfügt über eine hohe Liquidität von € 87.1 (79.1) Mio. sowie über eine solide EK-Quote von 33.4 (31.8) %.

Alle Segmente mit Zuwachs

Im Geschäftsfeld Bauindustrie legten die Erlöse auf € 108.2 (91) Mio. zu. Das EBIT stellte sich auf € 15.1 (9.8) Mio. und entsprach einer Marge von 14 (10.8) %. Im Segment Fahrzeugkomponenten zogen die Umsätze auf € 164 (132.3) Mio. an, das EBIT kam trotz zum Teil deutlich höherer Rohstoffkosten auf € 11.4 (9.2) Mio. voran,

Indus Holding AG, Bergisch Gladbach
Telefon: 02204/4000-70
Internet: www.indus.de
ISIN DE0006200108,
 20.21 Mio. Stückaktien, AK € 52.54 Mio.
Börsenwert: € 365.4 Mio.
Aktionäre: Versicherungskammer Bayern 9.09 %, Hans Joachim Selzer (stellvertretend für einen Aktienpool aus Privatanlegern) 8.53 %, Streubesitz 82.38 %

Kennzahlen	H1 2011	H1 2010
Umsatz	539 Mio.	450.3 Mio.
EBIT	59.3 Mio.	46.5 Mio.
Periodenüberschuss	33.3 Mio.	17.6 Mio.
Ergebnis je Aktie	1.65	1.05
EK-Quote	33.4 %	31.8 %

Kurs am 22.09.2011:
 € 18.08 (Xetra), 24.90 H / 16.52 T
KGV 2011e 6, KBV 1.06 (6/11)



Zwischen € 17 und 18 besteht die Chance einer Bodenbildung.

FAZIT: Die Börse spielt zurzeit das Szenario einer Rezession im Jahr 2012 durch. Zwar dürften Umsatz- und Ergebnisrückgänge bei einzelnen Unternehmen oder in einzelnen Branchen möglich sein, doch auf die **Indus Holding AG** trifft dies jedenfalls nicht zu. Da der Aktienkurs diese schlechteste aller konjunkturellen Welten vorweggenommen hat, besitzt das Indus-Papier deutliches Erholungspotenzial, wenn es am Ende doch einmal mehr nicht so schlimm kommt wie derzeit schwarz gemalt wird. Daher können Anleger auf diesem Kursniveau erste Stücke einsammeln. Da in einer weiteren Übertreibungsphase noch tiefere Kurse nicht auszuschließen sind, sollte der Einstieg gestaffelt erfolgen. Einen Zeithorizont von 24 Monaten sollten Anleger darüber hinaus mitbringen. **CS**

so dass die Marge konstant bei 7 % verharrete. In der Sparte Maschinen- und Anlagenbau summierten sich die Erlöse auf € 64.3 (58.5) Mio. Das EBIT kletterte auf € 8.1 (6.6) Mio., die Marge stellte sich dementsprechend auf 12.6 (11.3) %. Das Segment Medizintechnik steuerte mit Umsätzen von € 44.9 (41.3) Mio. den kleinsten Beitrag zum Halbjahresumsatz bei, dafür stimmt hier die Rentabilität mit einem EBIT von € 7.6 (7.4) Mio. bzw. einer sehr auskömmlichen Marge von 16.8 (17.9) %. Zu guter Letzt lieferte das Segment Metall/Metallverarbeitung bei Erlösen von € 157.5 (127.8) Mio. ein EBIT von € 19.6 (16.1) Mio. bzw. eine stabile Marge von 12.4 (12.6) %. Somit wuchs jedes der fünf Segmente sowohl beim Umsatz als auch beim EBIT.

Prognose für 2011 bestätigt

Da Q3 nach den Worten von Ruwisch gut gelaufen ist und auch für Q4 die Auftragsbücher prall gefüllt sind, kann Indus schon heute einen Strich unter das Jahr 2011 ziehen. „Wir können keine Anzeichen für einen konjunkturbedingten Rückschlag in der Gruppe erkennen. Der Auftragseingang liegt auch zu Beginn des dritten Quartals über dem fakturierten Umsatz. Daher bestätigen wir für das laufende Jahr unser Umsatzziel von mehr als € 1 Mrd. Unsere EBIT-Marge wird 2011 – trotz eines größeren Kostendrucks insbesondere bei den Rohstoffen – wieder im Zielkorridor von 10 % plus x liegen,“ teilte der Vorstandsvorsitzende in der Pressemeldung zu den Halbjahreszahlen am 25.08.2011 mit. Für die zweite Jahreshälfte gehe Indus bei einem flacheren Verlauf der Wachstumskurve von einer Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung aus. Es bleibt abzuwarten, ob und in welchem Ausmaß die jüngsten Ereignisse an den Kapitalmärkten Einflüsse auf die Realwirtschaft haben. Ein solches Negativ-Szenario für 2012 unterstellt, stünde bei einem um 10 % auf € 900 Mio. sinkenden Umsatz immer noch ein EBIT von € 63 Mio. zu Buche, das für einen Jahresüberschuss in der Größenordnung von € 40 Mio. bzw.

Wasserdicht und krisenresistent wie die Holding: Die Industriebeteiligung Hauff produziert Dichtungssysteme für Kabel- und Leitungsdurchführungen.



€ 2.- je Aktie reichen dürfte. Selbst in diesem Worst Case-Szenario bliebe das KGV 2012e mit 9 einstellig.

Keine Utopie: Kursziel von € 25 bis 30

Eine ähnliche Rechnung hat das Bankhaus Lampe in seinem Research über Indus aufgestellt. Um ein Gefühl zu bekommen, was in den Jahren 2012 oder 2013 geschehen könnte, sei ein Blick in die nahe Vergangenheit interessant, schreiben die Düsseldorfer Analysten, die das Unternehmen komplett der Branche Industrie zuordnen. Im Jahr 2009 hätte Indus auf Jahressicht rund 16 % des Umsatzes verloren. Damit stünde die Beteiligungsgesellschaft im Vergleich zu vielen anderen Industrieunternehmen sehr gut dar, hier helfe die breite Aufstellung.

Die EBIT-Marge sank durch schnelle Eingriffe nur um knapp drei Prozentpunkte auf 7.1 (9.8) %. Wie ist das gelungen? Von 2008 auf 2009 reduzierte das Management die durchschnittliche Mitarbeiterzahl von 5860 auf 5371. Die Materialaufwandsquote sank im Zuge der Rezession von 48 auf 44 %, auch die Sonstigen betrieblichen Aufwendungen gingen um 26 % zurück.

Heute ist Indus auch nach der Krise darauf bedacht, Flexibilität in den Produktions- und Personalkosten zu erhalten bzw. noch auszubauen. So sind rund 20 % der Arbeitsverhältnisse befristet. Der Personalaufbau im Aufschwung von durchschnittlich 5370 Mitarbeitern im Jahr 2009 auf aktuell

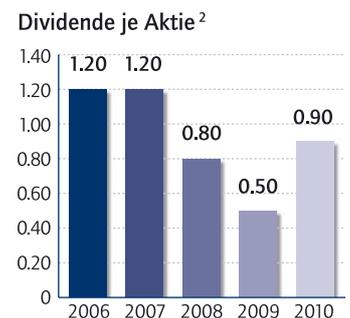
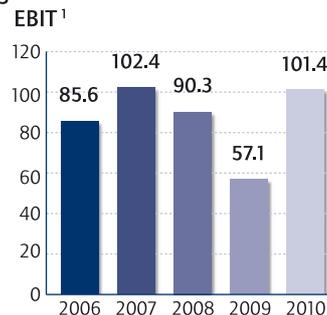
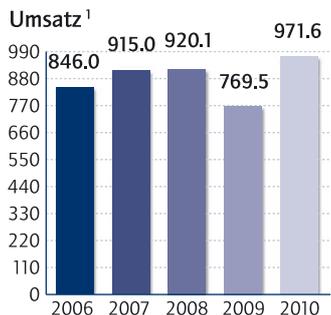
6450 wurde nahezu komplett über befristete Arbeitsverträge realisiert. Darüber hinaus beschäftigt Indus in der Gruppe derzeit rund 500 Zeitarbeiter, deutlich mehr als in den Vorjahren. Deren Lohnkosten sind in den Materialaufwendungen enthalten, so dass die Materialaufwandsquote auch deutlich über dem Wert der vergangenen Jahre liegt. Hinzu kommen Überstundengutschriften sowie In- und Outsourcing-Potenziale.

Wie das Nebenwerte-Journal kalkuliert das Bankhaus Lampe mit einem Umsatzminus von 10 % für 2012, das dann dem Niveau von 2010 entsprechen würde. Damals lag die EBIT-Marge bei 10.4 %. In diesem Szenario sollten die Materialaufwendungen durch einen Verfall der Rohstoffpreise und eine Reduzierung der Leiharbeiter überproportional sinken. Bei den Fixkosten dürfte eine Reduzierung der Personalaufwendungen möglich sein. Dadurch sollte bei einem Rückfall auf das Umsatzniveau aus 2010 auch eine Anpassung der Kostenseite innerhalb kurzer Zeit in die Größenordnung von 2010 machbar sein; dies müsste wiederum zu einer Marge von 10 % führen. Im Ergebnis würde dies auf ein EBIT von mindestens € 90 Mio. hinauslaufen. Somit ist die Börse derzeit nicht bereit, mehr als das vierfache EBIT für Indus zu bezahlen. Ein branchentypischer Faktor von 6 bis 8 wäre in normalen Börsenzeiten angemessen, aus dem sich ein Kursziel von € 25 bis 30 ableiten lässt.

Carsten Stern

Immer profitabel, immer Dividende

5-Jahresübersicht der Indus Holding AG



¹ Angaben in Mio. €, ² Angaben in €, Quelle: Indus Holding AG

Indus Holding

„Wir haben schon 2009 gezeigt, dass wir mit Krisen gut umgehen können“

Das Jahr 2011 hat die Indus Holding AG praktisch schon abgehakt. Auch für 2012 malt der Vorstandsvorsitzende Helmut Ruwisch keinesfalls schwarz. Konjunkturelle Abkühlung ja, Rezession nein, lautet seine These. Woher er seine Zuversicht nimmt, erläuterte er im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Ruwisch, welche Auswirkungen hätte ein mögliches Abflauen der Konjunktur oder gar eine Rezession auf Ihr Unternehmen?

H. Ruwisch: Es gibt bei uns keinerlei Hinweise auf eine Rezession in der Realwirtschaft. Die Indus-Welt läuft rund. Noch immer liegen die Auftragseingänge höher als die Umsätze. Da wir eine produktionslastige Industrieholding sind, mag das möglicherweise mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung eintreten, dann aber sicher nicht so heftig wie in den Krisen Jahren 2008 und 2009. Die Ausgangslage ist auch eine fundamental andere. Vor der Finanzkrise waren alle euphorisch und sind bildlich gesprochen mit vollen Segeln quasi ungesichert in die Krise gesegelt. Das ist heute anders: Unternehmer und Unternehmen agieren viel um- und vorsichtiger, haben ihre Produktion wo immer es ging, flexibilisiert. Das heißt im Umkehrschluss: Eine Krise, so sie denn kommen sollte, trafe die deutsche Industrie nicht wie der berühmte Blitz aus heiterem Himmel.

NJ: Nach den guten H1-Zahlen müssten dann Q3 und auch Q4 gute Quartale werden?

H. Ruwisch: In unseren Köpfen ist das Jahr 2011 praktisch abgehakt. Auch in Q3 füllten sich unsere Auftragsbücher weiter. Und Q4, das gerade begonnen hat, vor Augen, mache ich mir bei hohen Auftragsbeständen keinerlei Sorgen um das Jahr 2011. Spannend wird die Frage mit Blick auf 2012.

NJ: Halten Sie vor diesem Hintergrund die Diskussion um eine Rezession für überzogen?

H. Ruwisch: Ganz und gar nicht. Wir haben offensichtlich wieder eine Bankenkrise, denn wie 2008 trauen sich die Institute untereinander nicht mehr und parken ihr Geld lieber bei der EZB, statt es sich, wie in funktionierenden Märkten üblich, gegenseitig zu leihen. Hinzu kommt die Schuldenkrise der öffentlichen Hand – und zwar rund um den Globus. Das ist neu, das hatten wir in dieser Form im Jahr 2008 nicht. Zu guter Letzt haben die Notenbanken ihr Pulver weitgehend verschossen.

Die Zinsen liegen schon nahe bei Null. Und die Geldmenge auszuweiten, das hat sich gezeigt, löst allenfalls einen kurzfristigen Wachstumsimpuls aus, wobei die Gefahr einer Inflation nicht zu unterschätzen ist. Diese krisenmindernden Maßnahmen fallen damit aus. Deshalb kann ich das Gerede, pardon die Diskussion, um eine Rezession nachvollziehen, wenngleich ich sie für überzogen halte.

NJ: Sie meinen, wir könnten sehenden Auges in eine Rezession laufen, ohne die Mittel zu haben, uns dagegen zu wehren?

H. Ruwisch: Ja, Gegensteuern mittels Geld drücken, ich könnte auch sagen Auflegen eines neuen, noch größeren Konjunkturprogramms, ist fast nicht mehr möglich. Da zücken nicht zuletzt die Rating-Agenturen zu Recht die rote Karte. Die zweifelhafte Wirkung solcher Stimuli will ich hier erst gar nicht thematisieren. Nur soviel: Kennen Sie ein Konjunkturprogramm, das wirklich funktioniert hat? Ich nicht! Am Ende war das Problem nur auf die lange Bank geschoben und kam mit einem gewissen zeitlichen Verzug, dafür aber mit doppelter Größe, wie ein Bumerang wieder zurück.

NJ: Es gibt ein Sprichwort, das besagt: Die Hälfte der Konjunktur ist Psychologie. Teilen Sie diese Meinung?

H. Ruwisch: Ja, daher nehmen wir Frühindikatoren wie den ZEW-Index, der dramatisch eingebrochen ist, auch sehr ernst. Eine konjunkturelle Abkühlung, vielleicht sogar eine kräftige Abschwächung, würde mich nicht wundern.

NJ: Wie ist Indus auf ein solches Szenario vorbereitet?

H. Ruwisch: Wir haben schon 2009 unter Beweis gestellt, dass wir mit Krisen gut umgehen können. Während viele Unternehmen zum Teil in die roten Zahlen gerutscht sind, lag unser Konzern-EBIT bei € 57 Mio. – im Plus wohlge-merkt. Als Lehre aus dem Krisenjahr 2009 fahren wir seit einigen Monaten unser Working Capital konsequent zurück, um zum Jahresende kein Problem mit Abschreibungen auf Lagerbestände zu bekommen, nachdem wir es bis zum Frühsommer hochgefahren hatten. Einen weiteren Puffer stellen befristete Arbeitsverträge sowie Leiharbeit und Überstunden dar, die wir flexibel hoch- und runterfahren können. Und um ihre nächste Frage vorweg zu nehmen, selbst wenn unser Umsatz 2012 um 20 % fallen sollte, ich betone sollte, können wir das bequem aussteuern.



Der Indus-Vorstandsvorsitzende Helmut Ruwisch erwartet ein gutes 2011 und damit auch eine gute Dividende für dieses Jahr.

NJ: Wenn dem so ist, dann muss Aktionären um ihre Dividende nicht bange sein, oder?

H. Ruwisch (schmunzelt): Es gilt bei uns eine einfache Analogie: Wir schütten eine am Ertrag orientierte Dividende aus. Da Sie nun wissen, dass wir für 2011 ein gutes Jahr erwarten, wird es auch eine gute Dividende geben. Mehr sage ich zu diesem Zeitpunkt nicht.

NJ: Das Bankhaus Lampe rechnet mit € 0.90 je Aktie?

H. Ruwisch: Das entspräche dann angesichts eines Kurses um € 18 rein rechnerisch einer sehr ordentlichen Rendite von 5 %. Das lässt sich zurzeit bei weitem nicht mit einer Bundesanleihe erzielen. Und zusätzlich ist unsere Aktie ein Substanzwert.

NJ: Was erwarten Sie für 2012?

H. Ruwisch: Gestatten Sie mir bitte einen kurzen Einwurf, bevor ich auf Ihre Frage eingehe. Da die kollektive Hysterie der Rekordjahrgänge 2007 und 2008 fehlt und jeder, der sich dazu berufen fühlt, von Krise spricht, wird es nach meiner festen Überzeugung am Ende weit weniger schlimm kommen als alle Experten prophezeien, denn nichts wird so heiß gegessen, wie es gekocht wird. An diesem Sprichwort ist viel Wahres dran. Ergo heißt das für mich: Wir sehen im Jahr 2012 vielleicht eine Abkühlung der Konjunktur, aber einen Einbruch à la 2008/09 sehe ich nicht. Demzufolge ist mir vor 2012 nicht bange.

NJ: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.