

Siemens braucht Geduld

DE Der Quartalsausweis des Elektrokonzerns ist durchzogen.



Joe Kaeser, der neue CEO von Siemens (vgl. Porträt Seite 15), hat es im Zuge der Präsentation des Zwischenberichts lieber sein gelassen, für das Geschäftsjahr per Ende September 2014 neue Vorgaben zu nennen. Die bisherigen Ziele wurden gerade erst verworfen, weswegen CEO Peter Löscher gehen musste. Kaeser erklärte nur, Siemens arbeite weiter an der Effizienzsteigerung.

Zur Marge sagte Kaeser: «Ob dann statt zwölf Prozent etwa zehn Prozent oder eine andere Zahl das neue Ziel sind, ist nicht ausschließlich relevant.» Wichtig sei, dass die Ertragsschwäche zum Wettbewerb reduziert beziehungsweise geschlossen werde und dass alle Massnahmen nachhaltig seien und über 2014 hinaus wirken. Genau das ist aber die grosse Herausforderung für Siemens, vergleicht man die Margen mit den relevanten Wettbewerbern (vgl. FuW-Ausgabe vom Mittwoch).

Britischer Grossauftrag

Im Berichtsquartal (April bis Juni) erhielt Siemens Bestellungen von 21,1 Mrd. €, was fast 20% über dem Vorjahreswert liegt. Zu verdanken ist dies primär dem Bereich Infrastructure & Cities, der einen Grossauftrag von 3 Mrd. € für Züge und deren Instandhaltung aus Grossbritannien ergatterte. Gemessen am Umsatz entspricht der Auftragseingang auf Konzernebene einem Faktor von 1,1 (Book-to-Bill Ratio; vgl. Grafik). Angesichts der jüngeren Siemens-Historie – mit Verzögerungen und Wertberichtigungen bei Straßenbahnen und Schnellzügen – ist der Grossauftrag allein aber kein Grund zur Euphorie. Es muss sich zeigen, wie viel der Riese mit dem Auftrag am Ende verdient.

Siemens erwirtschaftete im dritten Quartal mit einem Umsatz von 19,25 (-2% zum Vorjahr) Mrd. € einen Gewinn aus fortgeführten Aktivitäten von 1 Mrd. € (-13%). Die Sektoren Infrastructure & Cities und Healthcare steigerten die Einnahmen, was aber durch Umsatzrückgang der Sektoren Industry und Energy zunichte gemacht wurde. Gebiete, in denen auch ABB aktiv ist, liefen eher durchzogen. Im Bereich Power Transmission berichtet Siemens von anhaltendem Preisdruck im Geschäft mit Transformatoren und Hochspannungsprodukten. Die Automatisierung zeigte immerhin Anzeichen einer Stabilisierung, nach Antrieben entwickeln sich die Nachfrage aber schwach, heisst es.

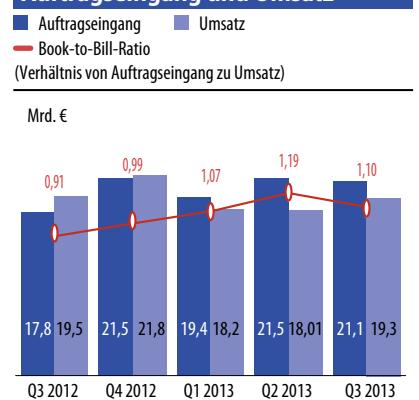
Vertrauen erarbeiten

Für das laufende Geschäftsjahr rechnen Analysten gemäß Bloomberg im Schnitt mit einem Umsatz von 76,6 Mrd. €, einer Ebit-Marge von 7,8% und einem Gewinn je Aktie von 5,44 €. Für die kommende Periode sind es 79,6 Mrd. €, 10,4% und 7,10 €.

Daraus ergeben sich Kurs-Gewinn-Verhältnisse von 15 und 12 für 2012/13 und 2013/14. Obwohl Kaeser den Investoren gut bekannt ist, ist abzuwarten, was er nun als CEO tatsächlich leisten kann. Ein Kauf der Aktien drängt sich nicht auf.

BA

Auftrags eingang und Umsatz



Abraumhalde einer Kalimine von K+S an der Werra im deutschen Hessen. K+S wäre einer der Hauptbetroffenen von einem Preissturz am 22 Mrd. \$ schweren globalen Kalimarkt.

Das Poker von Marktführer Uralkali

INTERNATIONAL Mehrere Gründe könnten den russischen Kaliproduzenten bewogen haben, das Exportkartell BPC zu sprengen.

MARTIN GOLLMER

Was hat Uralkali dazu bewogen, das Kaliexportkartell BPC zu verlassen? Wer könnte davon profitieren und wer würde zu den Verlierern zählen? Diese Fragen beschäftigen Düngermarktexperten, seit der russische Weltmarktführer am Dienstag seinen Schritt ankündigte und damit Konkurrenten wie Anleger schockierte. Die Aktien fast sämtlicher wichtiger Kalishersteller stürzten in einem Tag zwischen 16 und 24% ab (vgl. FuW vom Mittwoch).

Uralkali rechtfertigte ihren Schritt damit, dass ihr Partner Belaruskali damit begonnen habe, außerhalb des BPC-Kartells Lieferungen abzuwickeln. Dazu hatte der autoritäre weißrussische Präsident Alexander Lukaschenko seinen nationalen Düngemittelchampion im vergangenen Dezember in einem Dekret ermächtigt.

Hintergrund dieses Erlasses ist wohl, dass Belaruskali angesichts eines sich abschwächenden Nachfragegewuchstums und Überkapazitäten bei den Produzenten zusätzliche Marktanteile gewinnen wollte. Diese Marktsituation hatte dazu geführt, dass der Kalipreis von durchschnittlich 630 \$ pro Tonne im Jahr 2009 auf rund 400 \$ pro Tonne im laufenden Jahr sank (vgl. Grafik). Belaruskali ist gegenwärtig die globale Nummer drei im Kalimarkt.

Nur Strategieänderung?

Wenn Belaruskali nun noch zusätzliche Lieferungen macht, musste Uralkali entgegen der Absicht des Kartells mit weiter sinkenden Preisen rechnen. Sie entschloss sich deshalb zu einer Strategieänderung. Neu sollten möglichst grosse Mengen produziert und abgesetzt und nicht mehr möglichst hohe Preise erzielt werden.

Dazu kommt, dass die weißrussische Regierung Belaruskali privatisieren will. Größere Marktanteile wären für den erwarteten Preis, rund 30 Mrd. \$, gut gewe-

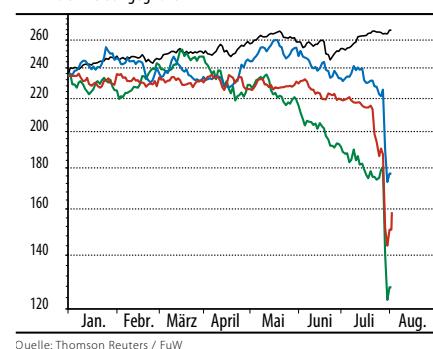
sen. Unter den Kaufinteressenten befindet sich auch – Uralkali. Wenn nun das BPC-Kartell gesprengt wird und auf dem Kalimarkt Wettbewerb entsteht, dann dürften die Preise für den Dünger sinken – mindestens 25% nach Ansicht von Uralkali-CEO Valdislav Baumgartner. Das würde auch die Bewertung von Belaruskali fun-

damental verändern und liesse Uralkali günstiger zu ihrer Beute kommen.

Eine weitere Möglichkeit ist, dass Uralkali das BPC-Kartell gar nicht sprengt, sondern Partner Belaruskali unter Androhung eines Preiskampfes wieder zur Einhaltung der Kartelldisziplin zwingen will. Schliesslich halten Marktbeobachter auch

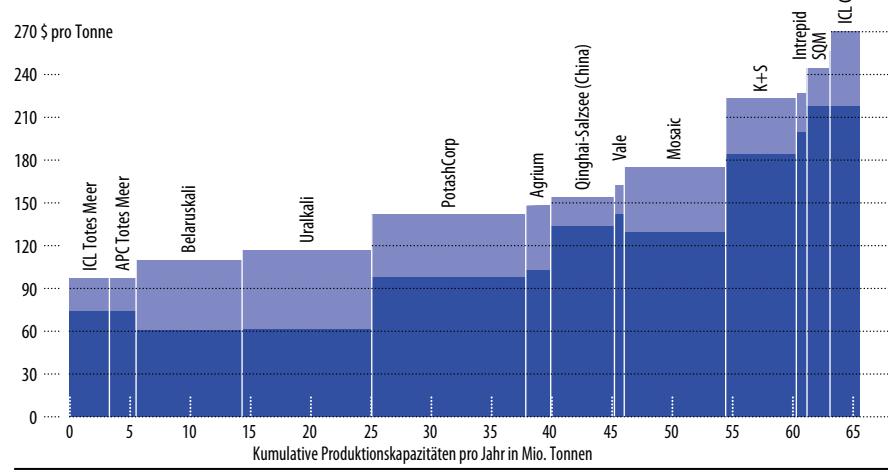
Uralkali

Uralkali: 159,10 Rubel, Valor 1239345
Potash Corp of Saskatchewan angeglichen
K+S angeglichen
MSCI Welt angeglichen



Produktionskosten wichtiger Kaliproduzenten

Fracht- und Distributionskosten
Cashkosten ex Mine (exklusiv Royalties)



für denkbar, dass Uralkali durch das Auslösen eines Preiskampfes Minenprojekte von Konkurrenten unwirtschaftlich machen will (vgl. Textbox unten). Überkapazitäten könnten so bekämpft werden.

Wie stark die Preise auf dem Kalimarkt sinken könnten, hängt auch davon ab, wie Canpotex, das zweite Kaliexportkartell, auf die Ankündigung von Uralkali reagiert. BCP und Canpotex kontrollieren zusammen rund 70% des 22 Mrd. \$ schweren Markts. Canpotex setzt sich zusammen aus den kanadischen Herstellern Potash Corp of Saskatchewan (globale Nummer zwei) und Agrium sowie dem US-Produzenten Mosaic. Agrium liess verlauten: «Wichtig ist, nicht auf ein Statement eines einzigen Spielers am Markt zu überreagieren. Wir planen, unsere Geschäfte normal fortzusetzen.»

Kalilastige Aktien meiden

Entstünde aus einem Duopol ein kompetitiver Markt und würden die Kalipreise wie von Baumgartner prognostiziert auf rund 300 \$ pro Tonne oder weniger sinken, wäre wohl K+S als Hochkostenproduzent am meisten betroffen. Die Herstellungs- und Vertriebskosten der Deutschen werden auf über 200 \$ pro Tonne veranschlagt (vgl. Grafik). Doch bei K+S stellt man Baumgartners Preisprognosen in Frage: «Die in der Presse kolportierten Preise für Kalidüngemittel sind für uns nicht nachvollziehbar und entsprechen aus unserer Sicht in keiner Weise der aktuellen Angebots- und Nachfragesituation», liess das Unternehmen verlauten.

Auch wenn der Kurssturz zum Einstieg reizt, sollten Anleger vorerst die Finger von kalilastigen Düngeraktien lassen. Wer trotzdem in den Düngemittel sektor investieren will, sollte sich an Titel von Produzenten von Stickstoff und Phosphat, den anderen zwei wichtigen Düngerarten, halten. In Frage kommen etwa die Papiere von Yara, Phosgaro und Agrium.

Zitterpartie für grosse Kaliprojekte dürfte den Markt stabilisieren

Die Schweiz spielt in den Verwerfungen auf dem Kalimarkt eine zentrale Rolle. So will der weltgrösste Kaliexporteur Uralkali künftig bis 11 Mio. Tonnen Kali über seine Handelsgesellschaft Uralkali Trading in Lancy (Genf) absetzen (vgl. FuW vom Mittwoch).

Geplant war aber auch der Aufbau der Handelsgesellschaft Sotuzkali in Zug mit dem weißrussischen Produzenten

Belaruskali, hinter dem das weißrussische Regime steht. Sotuzkali hätte das bestehende Exportkartell von Uralkali und Belaruskali – BPC – ab Mitte 2013 ablösen sollen. Bis dato ist Sotuzkali nicht im Handelsregister eingetragen.

Stattdessen will Uralkali nun wohl einen Preiszerfall für Kali-Assets provozieren, wobei es unterschiedliche Beweggründe dafür gibt (vgl. Text oben). Da der Markt von Überkapazitäten geprägt ist, hat der Konflikt zwischen Uralkali und Belaruskali branchenweite Auswirkungen. Verschiedene Minenkonzerne und Neueinsteiger haben in den vergangenen Jahren versucht, neue Förder-

kapazitäten aufzubauen und sich von den hohen Margen in dem oligopolistisch strukturierten Markt ihren Anteil zu sichern. Sie kündigten den Aufbau neuer Förderkapazitäten an, welche die Überkapazitäten im Markt massiv verstärkt hätten. **So kann die War-**

nung Uralkalis vor einem Preisrutsch als Signal verstanden werden, Neueinsteiger abzuschrecken, die erst mit hohen Investitionen in Vorleistung gehen müssen.

Der Bergbauunternehmer BHP Billiton hat bisher 2 Mrd. \$ in das Jansen-Projekt in Saskatchewan investiert. Ab 2017 sollen dort rund 8 Mio. Tonnen Kali abgebaut werden, doch das 14 Mrd. \$ teure Projekt steht schon länger auf der Kippe. Der unabhängige deutsche Kalianbieter K+S will für 4,1 Mrd. kan. \$ das Legacy-Projekt vorantreiben, das ab 2017 rund 2 Mio. Tonnen pro Jahr fördern soll. Am 13. August will K+S ein Update zum Projekt geben.

Damit Legacy rentiert, wäre ein Kalipreis von ca. 420 \$/Tonne nötig. K+S hat bereits einen hohen dreistelligen Millionenbetrag investiert. Auch K+S-Grossaktionär Eurochem entwickelt zwei Kaliminen und will aus ihnen ab 2022 8,3 Mio. Tonnen liefern. Kommt es zum Preiszerfall, dürfte der Markt vor hohen Überkapazitäten bewahrt werden, weil einige Projekte aus Rentabilitätsgründen aufgegeben werden müssen.

DM

Kaliangebot und -nachfrage

Absatz
Mio. Tonnen 2011

