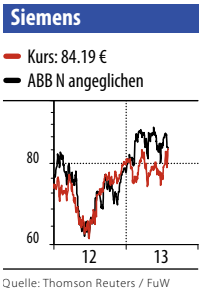


# Siemens braucht Geduld

**DE** Der Quartalsausweis des Elektrokonzerns ist durchgezogen.



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 Ertragslücke zum Wettbewerb reduziert beziehungsweise geschlossen werde und dass alle Massnahmen nachhaltig seien und über 2014 hinaus wirkten. 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 Auftragszugang 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.

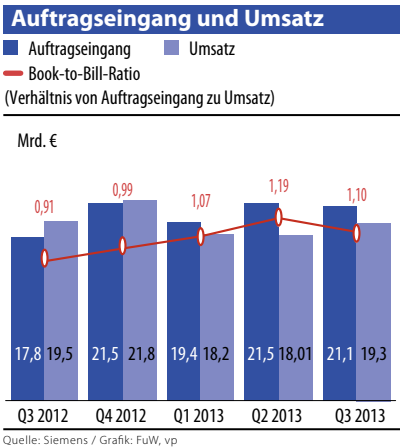
Siemens erwirtschaftete im dritten Quartal mit einem Umsatz von 19,25 (–2% zum Vorjahr) Mrd. € einen Gewinn aus fortgeführten Aktivitäten von 1 Mrd. € (–13%). Die Sektoren Infrastructure & Cities und Healthcare steigerten die Einnahmen, was aber durch Umsatzrückgang der Sektoren Industry und Energy zunichte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



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 Düngemarktexperten, seit der russische Weltmarktführer am Dienstag seinen Schritt ankündigte und damit Konkurrenten wie Anleger schockierte. Die Aktien fast sämtlicher wichtiger Kalihersteller 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.

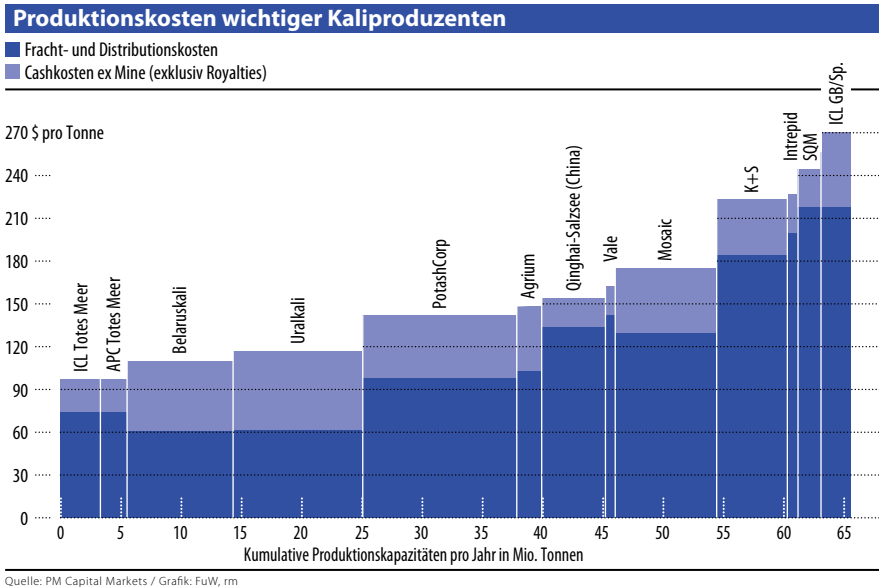
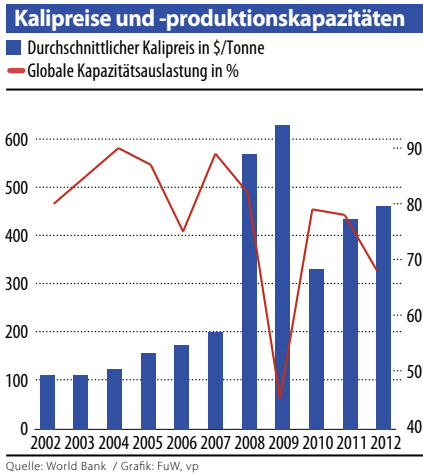
Hintergrund dieses Erlasses ist wohl, dass Belaruskali angesichts eines sich abschwächenden Nachfragewachstums und Überkapazitäten bei den Produzenten zusätzliche Marktanteile gewinnen wollte. Diese Marktsituation hatte dazu geführt, dass der Kalipreis von durchschnittlich 630 \$ pro Tonne im Jahr 2009 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 machte, 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 gewer-

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 sprengen, sondern Partner Belaruskali unter Androhung eines Preiskampfes wieder zur Einhaltung der Kartelldisziplin zwingen will. Schliesslich halten Marktbeobachter auch

für denkbar, dass Uralkali durch das Auflösen eines Preiskampfes Miningprojekte 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 Düngemittelsektor 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.

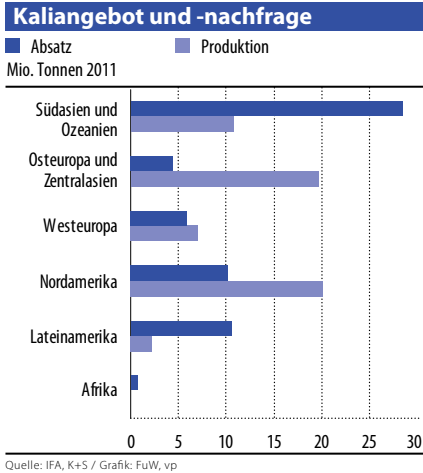
# Zitterpartie für grosse Kaliprojekte dürfte den Markt stabilisieren

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 Soyuzkali in Zug mit dem weissrussischen Produzenten Belaruskali, hinter dem das weissrussische Regime steht. Soyuzkali hätte das bestehende Exportkartell von Uralkali und Belaruskali – BPC – ab Mitte 2013 ablösen sollen. Bis dato ist Soyuzkali 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 müssten. Der Bergbaukonzern Vale hat angesichts der seit Monaten zu sehenden Preiserosion am Kalimarkt Ende April bereits ein 6 Mrd. \$ teures Projekt in Argentinien gestoppt. Der US-Anbieter Mosaic verzögert den Aufbau neuer Kapazitäten in Kanada.

Interessant wird sein, ob das Projekt der australischen Elemental Minerals in der Republik Kongo fortgeführt wird. Ab 2018 sollen 2 Mio. Tonnen Kaliumchlorid verkauft werden. Die Cash-Kosten (ohne Kapitalkosten, Abschreibungen, Lizenzen) betragen 80 \$/Tonne, nur leicht über den Cash-Kosten Uralkalis. Anfang Juli hat Dingyi Group Investment aus China eine Offerte für Elemental Minerals vorgelegt. Sie verweist auf Rückendeckung durch chinesische Banken. Das Land der Mitte ist seit einigen Jahren aktiv im afrikanischen Rohstoffmarkt und gilt abgesehen von Indien als Markt mit dem grössten

Nachfragepotenzial für Kali. Der Aufbau eines direkten Kalizugangs könnte die Verhandlungsposition Chinas stärken.

Der Bergbaukonzern 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