

Fortsetzung von Seite 5

«Energieeffizienz wird...»

erwischt, denn mit der industriellen Renaissance gehen bedeutende Investitionen in die Strominfrastruktur einher, wo ABB in den USA die Nummer eins ist. Das macht mich sehr zuversichtlich, wenn ich mir die Pipeline an Industrieprojekten ansehe.

Im ersten Halbjahr war von einer Aufhellung des Investitionsklimas aber wenig zu spüren. Wie hat sich der Auftragszugang im dritten Quartal entwickelt? Dazu kennen wir die Zahlen noch nicht. Im letzten Quartal hat der Bestellsingang von ABB aber bereits deutlich angezogen. Das hat damit zu tun, dass wir in einzelnen Märkten eine Erholung sehen, auch wenn das natürlich noch nicht überall der Fall ist. Zudem zahlt sich aus, dass wir unsere Hausaufgaben gemacht haben und uns vermehrt auf organisches Wachstum konzentrieren.

Was können Investoren also auf mittlere bis lange Sicht von ABB erwarten? Unser Gesamtmarkt umfasst ein jährliches Volumen von 600 Mrd. \$. In den kommenden sechs Jahren wird er auf 750 Mrd. wachsen, was drei bis vier Konzernen unserer Grössenordnung entspricht. Um den Markt mache ich mir daher kaum Sorgen. Viel wichtiger ist, wie wir ihn am besten erschliessen. Ich erwarte, dass unser Wachstum künftig zu drei Vierteln aus den Sektoren Industrie, Transport und Infrastruktur kommt und der Rest auf das klassische Geschäft mit der Elektrizitätsversorgung entfällt. Der Schwerpunkt von ABB wird sich dadurch weiter in Richtung Automation verlagern, wonach wir unsere Ressourcen entsprechend ausrichten.

«Um unseren Markt mache ich mir kaum Sorgen. Viel wichtiger ist, wie wir ihn am besten erschliessen.»

Dennoch haben Sie die Wachstumsprognose vor zwei Wochen etwas nach unten auf 4 bis 7% pro Jahr korrigiert. Das klingt nicht gerade nach Aufbruch. Wir stehen für ambitionierte, aber realistische Ziele. Vergleich man unser erreichtes organisches Wachstum der letzten Jahre mit den neuen Vorgaben, ist das keine Verlangsamung, sondern eine Beschleunigung auf ein Mehrfaches des globalen Wirtschaftswachstums. Hier in den USA habe ich bei Treffen mit Investoren ein gutes Feedback erhalten. Unsere Ziele seien in diesem Umfeld ambitioniert und realistisch, hiess es.

Branchennachbarn wie Siemens und General Electric haben zuletzt grössere Übernahmen oder Portfoliobereinigungen angekündigt. Was hat ABB vor? Wir setzen klare Prioritäten: An erster Stelle steht organisches Wachstum. Deshalb werden wir primär in die Forschung und Entwicklung sowie in Kapitalanlagen investieren. Nummer zwei ist eine verlässliche Dividendenpolitik, was heute für Investoren besonders wichtig ist. Danach kommen Akquisitionen und zusätzliche Kapitalrückgaben, wie das 4 Mrd. \$ grosse Aktienrückkaufprogramm, das wir in London angekündigt haben. Operativ haben wir derzeit mit dem Konzernbereich Power Systems, der neuen Organisation sowie der Integration der Grossakquisitionen Thomas & Betts sowie Power One genug zu tun. Mittelfristig wird das Thema Übernahmen dann aber wieder aktuell.

Der Rückkauf hat den Aktien ABB nur anfänglich Auftrieb verliehen. Wie interpretieren Sie, dass der Kurs in den letzten zwölf Monaten stagniert hat? Trotz der Enttäuschung in der Division Power Systems konnten wir den Kurs stabil halten. Wenn die Reorganisation dieses Geschäftsbereichs vollständig abgeschlossen ist, wird ABB auch beim Aktienkurs wieder Gas geben.

INTERVIEW: CHRISTOPH GISIGER
New York



Kallager in einer Mine von K+S in Unterbreizbach, Deutschland. Kalidünger wird gebraucht, um die Qualität von Pflanzen zu verbessern.

Bewegung in der Düngerindustrie

INTERNATIONAL Yara und CF Industries verhandeln über eine Fusion. Es entstünde der global grösste Stickstoffhersteller.

MARTIN GOLLMER

Düngemittel sind eine Wachstumsgeschichte. Eine stetig wachsende Weltbevölkerung macht eine immer höhere Nahrungsmittelproduktion notwendig. Diese kann erreicht werden durch eine Expansion der Anbauflächen und eine Steigerung des Ertrags pro Hektar. Beides bedingt einen grösseren Einsatz von Düngemitteln. Ihr Markt wird von einem Dutzend grosser Produzenten vor allem in Nordamerika und Europa dominiert. Zwei von ihnen, die beiden grössten Stickstoffhersteller der Welt, reden jetzt über eine Fusion. Käme sie zustande, würden oligopolistische und kartellistische Tendenzen im Markt verstärkt.

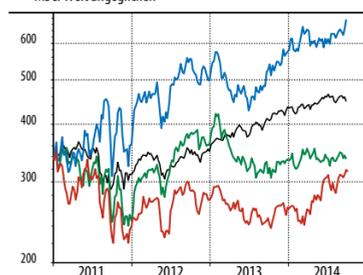
In der Saison 2013/14 wurden gemäss der International Fertilizer Industry Association (IFA) 184 Mio. Tonnen Düngemittel verbraucht – 61% Stickstoff, 23% Phosphor und 16% Kali. Stickstoff ist der am meisten fehlende Nährstoff in der Nahrungsmittelherstellung; er hilft dem Pflanzenwachstum. Phosphor und Kali beeinflussen die Pflanzenqualität. Bis zur Saison 2018/19 soll die Düngemittelnachfrage gemäss Prognosen der IFA auf über 200 Mio. Tonnen zunehmen. Das entspricht einem jährlichen Wachstum von 1,8%. Der Bedarf an Kali würde dabei um 2,8% pro Jahr expandieren, der an Phosphor um 1,9% und der an Stickstoff um 1,5%.

Preisdruck im Markt

Das Angebot mag mit dieser Nachfrage mehr als mithalten. In den nächsten fünf Jahren könnten gemäss IFA nicht weniger als 200 neue Neubau- und Expansionsprojekte mit einer Investitionssumme von 110 Mrd. \$ die Düngemittelherstellung aufnehmen. Würden alle diese Projekte verwirklicht, wüchsen die Produktionskapazitäten um 146 Mio. Tonnen. Kein Wunder machen die Analysten von Credit Suisse Preisdruck insbesondere für Stickstoff und Kali aus. Beim Stickstoff könnte mehr Angebot aus China und aus Märkten

Yara International

— Yara International: 315.80 nKr., Valor 1735299
— CF Industries angegliedert
— Agrium angegliedert
— MSCI Welt angegliedert



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Grosse kotierte Düngemittelproduzenten

		Kurs am 26.9.	Performance seit 1.1. in %	Börsenwert in Mrd.	Umsatz 2013 in Mrd.	Gewinn 2013 in Mrd.	Gewinn 2013 pro Aktie	KGV 2015	Div.-Rendite 2014 in %	Hauptprodukte
The Mosaic Co	USA (\$)	45.44	-3,9	17,0	9,0	1,1	0,47	13	2,2	Phosphat, Kali
CF Industries	USA (\$)	271.05	+16,3	13,5	5,5	1,5	23,60	13	1,8	Stickstoff
Potash Corp of S.	Kanada (kan. \$)	38.95	+11,2	32,3	7,5	1,8	2,15	17	4,0	Kali, Phosphat, Stickstoff
Agrium	Kanada (kan. \$)	101.42	+4,4	14,6	16,2	1,1	7,53	11	3,3	Stickstoff, Kali, Phosphat
Yara International	Norwegen (nKr.)	315.80	+21,0	87,2	84,7	6,1	21,92	12	3,5	Stickstoff, Phosphat, Kali
K+S	Deutschland (€)	22.36	-0,1	4,3	4,0	0,4	2,17	14	1,4	Kali, Salz
Uralkali	Russland (Rubel)	139.94	-18,6	410,9	105,9	21,2	7,74	12	4,0	Kali
PhosAgro	Russland (Rubel)	1326.00	+39,6	171,7	104,6	8,3	59,83	8	3,4	Phosphat, Stickstoff
Israel Chemicals	Israel (Schekel)	2779.00	+0,4	35,3	23,0	3,0	2,50	11	6,7	Kali, Phosphat

1 \$=0.95 Fr. 1 kan. \$=0.85 Fr. 1 nKr.=0.15 Fr. 1 €=1.21 Fr. 1 Rubel=0.02 Fr. 1 Schekel=0.26 Fr.

Quelle: Bloomberg

mit niedrigen Gaskosten kommen, beim Kali wird ein Kapazitätsausbau vor allem in Nordamerika erwartet.

Der Markt für Düngemittel ist von oligopolistischen Tendenzen gekennzeichnet. Global dominierend ist rund ein Dutzend Konzerne, darunter neun, die kotiert sind (vgl. Tabelle). Die kanadische Potash Corp of Saskatchewan ist der global grösste Kaliproduzent und der drittgrösste Hersteller von Stickstoff und Phosphat. Führende Stickstoffproduzenten sind Yara International (Norwegen) und CF Industries (USA). Agrium aus Kanada produziert alle drei wichtigen Düngerarten. Ein Schwergewicht auf Kali und Phosphat haben The Mosaic Co (USA) und Israel Chemicals. Phosphat und Stickstoff sind die Spezialitäten der russischen PhosAgro. Kali produzieren Uralkali (Russland) und die deutsche K+S.

Grössere Übernahmen gab es in der Branche in den vergangenen Jahren nur wenige. Im Oktober 2013 kaufte Mosaic das Phosphatgeschäft von CF Industries für 1,4 Mrd. \$. 2010 schnappte CF Industries Yara nach einem Bieterwettkampf für 4,7 Mrd. \$ den US-Stickstoffhersteller Terra Industries weg. Ebenfalls 2010 erhielt Potash eine feindliche Übernahmeofferte vom britisch-australischen Bergbaukonzern BHP Billiton, der ins Kaligeschäft vorstossen wollte. Die kanadische Regierung blockierte aber die Transaktion, weil für das Land kein wirtschaftlicher Gewinn herauschaute. BHP zog daraufhin die Übernahmeofferte zurück.

Günstiges Gas lockt

Den Kalimarkt beherrschten bis vor dem Sommer 2013 zwei Exportkartelle. Canpotex, das nordamerikanische Kartell, besteht noch heute. Seine Mitglieder sind Potash Corp of Saskatchewan, Agrium und Mosaic. BPC, das osteuropäische Kartell, bestehend aus Belaruskali (Weissrussland) und Uralkali, wurde Ende Juli 2013 von Letzterer gesprengt aus. Uralkali verfolgt seither eine Mengen- statt eine Preispolitik, was die Kalinotierungen purzeln liess und problematisch ist für einen Anbieter mit hohen Kosten wie K+S (vgl. Kasten rechts).

Auf Konzentration stehen die Zeichen neuerdings im Stickstoffmarkt. Am Dienstag hat Yara bekanntgegeben, mit Konkurrent CF Industries in Fusionsgesprächen zu stehen. Die beiden Unternehmen sind die globalen Nummern eins und zwei im Stickstoffmarkt. Angestrebt werden soll eine Fusion unter Gleichen.

Mit der Fusion sucht Yara Zugang zu günstigem Gas für ihre Stickstoffproduktion. Gas ist in den USA dank des Schieferbooms deutlich billiger als in Europa, wo Yara ihren Produktionsschwerpunkt hat. Gas wird gebraucht, um im sogenannten Haber-Prozess Stickstoff aus der Luft zu gewinnen. Der Vorteil, Stickstoff in den USA zu produzieren, ist gross: CF Industries erzielte 2013 eine Betriebsmarge von 43%, Yara eine solche von 9,2%. Die Motivation für CF Industries, mit Yara über eine Fusion zu reden, ist, dass sie vom Ver-

triebsnetz der global aufgestellten Norweger profitieren könnten. Der Fokus von CF Industries lag bisher im Wesentlichen auf dem nordamerikanischen Markt.

Noch ist unklar, ob die Fusion von Yara und CF Industries zustande kommt. Die Kurse ihrer Aktien nehmen ein Zusammengehen indessen schon vorweg. Wer trotzdem auf einen Düngerproduzenten setzen will, ist mit Agrium gut bedient. Die Kanadier zahlen eine ansprechende Dividende. Analysten erwarten für das nächste Jahr einen bedeutenden Gewinnanstieg, was zu einer neuerlichen Dividenden-erhöhung führen könnte – die letzte wurde im September 2013 vorgenommen. Das diversifizierte Geschäftsmodell von Agrium – Düngerproduktion plus Detailhandelsvertrieb – schmälert zudem das Rohstoffpreisrisiko, das in der Regel mit Düngeraktien einhergeht.

K+S will unabhängig bleiben

Der deutsche Salz- und Düngemittelkonzern K+S legt Wert auf Unabhängigkeit. Er gehört keinem Exportkartell an und stemmt die Investitionen in neue Kaliförderkapazitäten in Kanada (Legacy-Projekt, ca. 4,1 Mrd. kan. \$) nur über eine Kooperation mit Pacific Coast Terminals. Das Management unter CEO Norbert Steiner schliesst dagegen eine Beteiligung eines Wettbewerbers weiter aus, da dies die Komplexität deutlich erhöhen würde. Doch wird K+S selbst wegen des hohen Streubesitzes regelmässig als potenzielles Übernahmeobjekt herumgereicht. Auf dem derzeitigen Kursniveau – die Papiere werden mit einem KGV von 14 (Schätzung 2015) bewertet und sind teuer – dürfte eine Übernahme aber so gut wie ausgeschlossen sein.

Auf einer Konferenz der Privatbank Berenberg diese Woche sagte das Management von K+S, keine Konzentrationstendenzen im Kalimarkt zu sehen. Uralkali, Belaruskali, ICL und Jordan Potash könnten von M&A-Aktivitäten ausgeklammert werden. Die kanadischen Kalianbieter wiederum dürften aus Marktanteilsüberlegungen Konsolidierungsschritte ausschliessen. Dagegen sei Interesse von ausserhalb des Sektors nicht aus-

zuschliessen, so von grossen Miningesellschaften. Allerdings seien die Preise vor einem Jahr attraktiver gewesen.

Im Düngemittelgeschäft haben sich die Kasserler 2011/12 aus dem Stickstoffsegment zurückgezogen. Die laufende Konsolidierung dort betrifft K+S nicht mehr. Im Salzgeschäft hat die Gruppe ihrerseits durch den Kauf von Morton Salt (2009) die Marktführerschaft erlangt. Das Salzgeschäft ist marginenschwächer als das Düngemittelgeschäft, das auf den Kali-Aktivitäten beruht. Bis zum Bruch des Exportkartells von Uralkali und Belaruskali Mitte 2013 war die Salzsparte ergebnisseitig von untergeordneter Bedeutung. Seit dem Preisrutsch auf dem Kalimarkt ist es aber wichtiger geworden. K+S will die Marge durch Kostensenkungen stärken, der Ergebnisanteil soll sukzessive steigen.

Die Aktien K+S haben im laufenden Jahr von der Preiserholung im Kalimarkt profitiert. K+S vermag dank der Konzentration auf Kalisulfat sowie des höheren Spezialitätenanteils, überdurchschnittliche Preise durchzusetzen. Doch sind die Risiken im Aufbau des Legacy-Projekts nicht zu unterschätzen. Es gibt im Sektor derzeit attraktivere Anlagen. **DM**