



Stern Stewart & Co.

Stern Stewart Research // Vol. 26

Auf dem Prüfstand des Kapitalmarktes

Die chemische Industrie im Visier der Investoren



Stern Stewart & Co. Management Consultants

Stern Stewart & Co. unterstützt Unternehmen darin, kontinuierlich Wert zu schaffen. Vor rund 25 Jahren von Joel M. Stern und G. Bennett Stewart III in New York gegründet, ist Stern Stewart & Co. heute die führende internationale Unternehmensberatung für Wertmanagement. Unser Ziel ist es, die Unternehmensführung bei der Umsetzung ihrer Wertsteigerungsagenda in drei Schlüsselbereichen zu unterstützen: Unternehmenssteuerung, Kundenwertmanagement sowie Organisationsentwicklung.

Wir messen unseren Beratungserfolg in einer Verbesserung des fundamentalen Unternehmenswertes. Dieser wird in der von uns entwickelten Wertkennzahl EVA[®] ausgedrückt, die sich zum internationalen Standard entwickelt hat. Unser integrierter Beratungsansatz sorgt dafür, dass alle Maßnahmen zur Wertsteigerung aufeinander abgestimmt werden und konsistent ineinander greifen. Weitere Informationen finden Sie unter www.sternstewart.de.

Über die Autoren

Thomas Berner ist als Partner, Konstantin Wrona als Senior Associate für das Münchner Büro von Stern Stewart & Co. tätig.

Kontakt

Thomas Berner

tberner@sternstewart.de

Konstantin Wrona

kwrona@sternstewart.de

Stern Stewart & Co. ist um die Zuverlässigkeit und Aktualität der angebotenen Informationen bemüht. Eine Haftung für die Richtigkeit und Aktualität dieser Studie kann jedoch trotz sorgfältiger Prüfung nicht übernommen werden.

EVA[®] is a registered trademark of Stern Stewart & Co., N.Y

Executive Summary

Stern Stewart hat die Kapitalmarkterwartungen für die größten börsennotierten Chemieunternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz analysiert und ausgewählten Best in Class Peers gegenübergestellt. Im Durchschnitt werden rund zwei Drittel der gegenwärtigen Unternehmenswerte durch die aktuelle operative Performance erklärt. Das verbleibende Drittel ist ausschließlich auf Erwartungen der Anteilseigner hinsichtlich zukünftiger Performanceverbesserungen zurückzuführen.

Die vorliegende Studie quantifiziert die Höhe der Investorenerwartungen für die einzelnen Unternehmen und übersetzt diese in konkrete strategische Wertsteigerungsziele. Für die Erreichung der Performanceziele und die Erfüllung der Erwartungen gilt: Investoren fordern fokussierte Wertsteigerungspfade für die Zielerreichung ein. Die Stoßrichtungen sind Effizienzsteigerung und profitables Wachstum, deren erfolgreiche Operationalisierung letztlich über Erfolg und Misserfolg auf dem kritischen Prüfstand des Kapitalmarktes entscheidet.

Zielsetzung und Design der Studie

Im Rahmen einer breit angelegten empirischen Studie hat Stern Stewart & Co. 19 börsennotierte Unternehmen der chemischen Industrie hinsichtlich ihrer Wertschaffungspfade aus Kapitalmarktsicht untersucht. Die Auswahl der Unternehmen war dabei auf den deutschsprachigen Raum konzentriert. Flankierend wurden darüber hinaus ausgewählte Best in Class Peers aus Nordamerika und Asien in die Studie integriert. Im Mittelpunkt der Analyse standen drei zentrale Fragestellungen:

Zielsetzung: Bestimmung der Kapitalmarkterwartungen für die chemische Industrie

1. Bestimmung der Unternehmenswerte:

>> Wie spiegeln sich in den aktuellen Unternehmenswerten die Erwartungen der Anteilseigner sowie die tatsächliche operative Wertschaffung der betroffenen Chemieunternehmen wider?

2. Strategische Zielableitung:

>> In welchem Ausmaß müssen Vorstände die operative Performance verbessern, um die Erwartungen zu erfüllen und damit das aktuelle Bewertungsniveau zu rechtfertigen?

3. Strategische Stoßrichtungen zur Zielerreichung:

>> Welche Stoßrichtungen und Geschäftsfeldstrategien sind für die Unternehmen in den jeweiligen Teilbereichen der chemischen Industrie sinnvolle Handlungsoptionen?

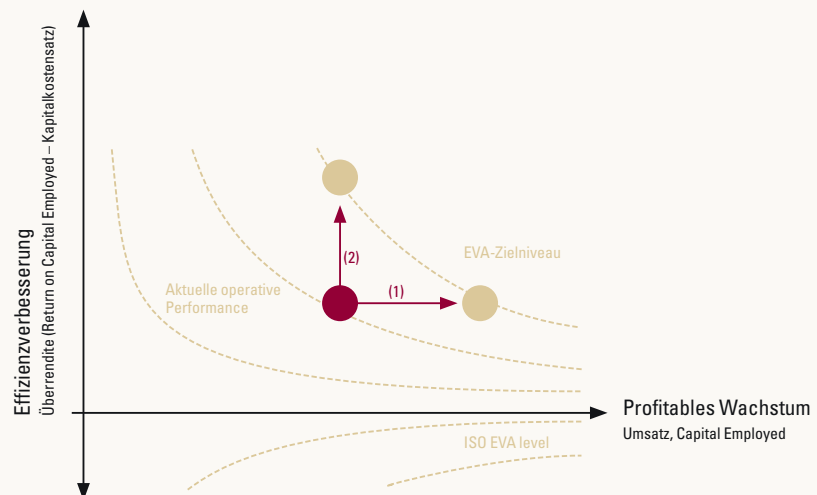
Im Ergebnis zeigt sich, dass durchschnittlich zwei Drittel der gegenwärtigen Unternehmenswerte in der chemischen Industrie durch die aktuelle operative Performance gerechtfertigt sind. Das verbleibende Drittel ist ausschließlich durch den positiven Blick der Anleger nach vorne erklärbar. Für den Großteil der Chemieunternehmen bestehen damit erhebliche Erwartungen der Aktionäre hinsichtlich zukünftiger Performanceverbesserungen.

Ergebnis: Hohe Erwartungen der Anteilseigner an Performancesteigerungen

Notwendigkeit: Schließen
der Erwartungslücke über
Effizienzsteigerung oder
profitables Wachstum

Diese Erwartungen können schließlich in zwei unterschiedliche strategische Stoßrichtungen zum Schließen der Wertlücke übersetzt werden: Verbesserung der operativen Effizienz, ausgedrückt in einer Verbesserung der Kapitalverzinsung, oder profitables Wachstum jenseits der dafür notwendigen Kapitalkosten. Um die Spezifika der verschiedenen Geschäftsmodelle abzubilden, haben wir die Analyse nach den beiden wesentlichen Segmenten der chemischen Industrie: „Commodities/Conglomerates“ und „Specialities“ differenziert.

Abbildung 1: Strategische Stoßrichtungen

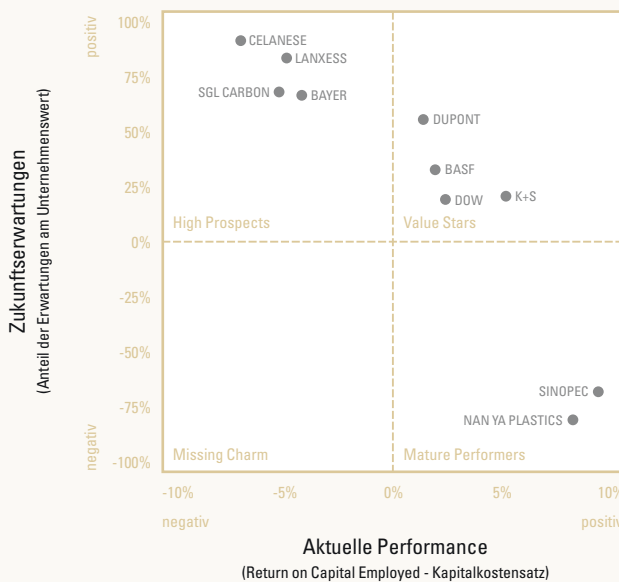


Erläuterung: Ein bestimmtes Wertschaffungsniveau kann grundsätzlich auf zwei verschiedene Arten erreicht werden: (1) Investition von zusätzlichem Kapital zu einer gegebenen Verzinsung oder (2) Allokation des zur Verfügung stehenden Kapitals in die effizienteste Verwendung und damit eine Verbesserung der Kapitalverzinsung.

Ergebnisse: Commodities/Conglomerates

Insgesamt betrachtet überrascht, dass im aktuellen Bewertungsniveau sowohl der Commodities als auch der Conglomerates (mit Ausnahme der beiden einbezogenen asiatischen Wettbewerber) generell hohe Erwartungen über zukünftige Performancesteigerungen enthalten sind. Doch die ausgeprägte Fantasie ist auch eine schwere Bürde.

Abbildung 2: Erwartungen und Performance Commodities/Conglomerates



Cluster 1: Aktuell heterogene Performance, überwiegend positive Erwartungen als Bürde für die Zukunft

Erläuterung: Die Positionierung der Unternehmen in der Matrix ergibt sich zum einen durch deren aktuelle Performance (gemessen durch die Kapitalrendite, die über die Kapitalkosten hinaus erzielt wird) und zum anderen durch die von den Anteilseignern erwartete Performance (gemessen durch den Anteil der Erwartungen am Unternehmenswert). Für Unternehmen mit hohem aktuellem Performancelevel und niedrigen Erwartungen gilt es, konsequent neue Zukunftserwartungen durch innovative Produkte oder Geschäftsmodelle aufzubauen. Unternehmen mit hohen Erwartungen und niedriger aktueller Performance sollten den Fokus auf die Erfüllung der Erwartungen durch Effizienzsteigerung legen.

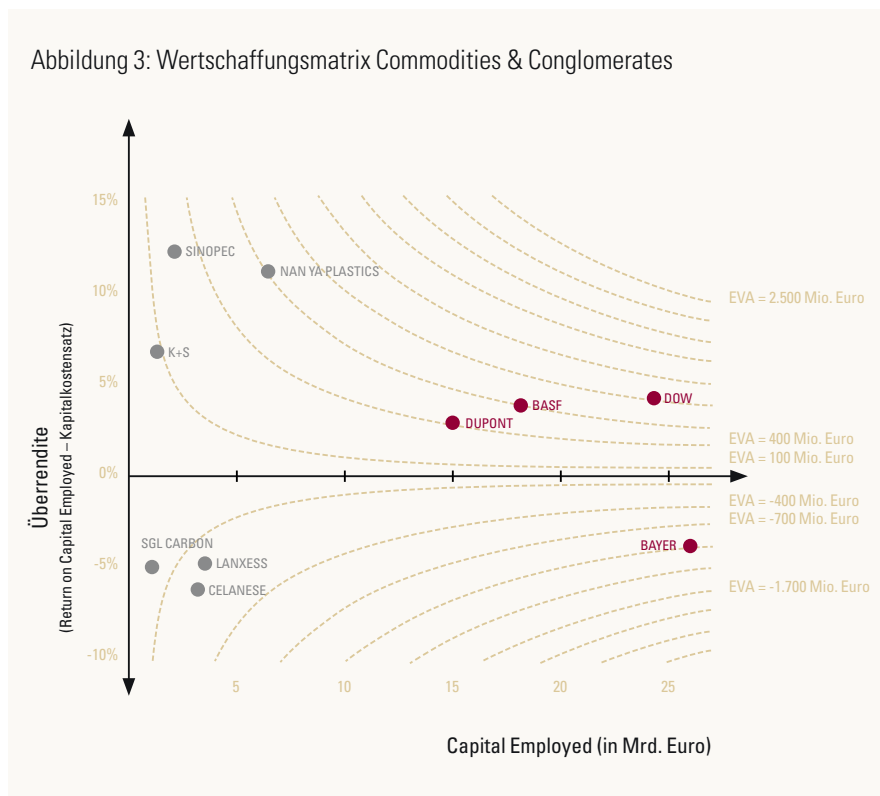
Um den aktuellen Aktienkurs und damit das bestehende Bewertungsniveau zu halten, muss die operative Performance entsprechend gesteigert werden. Damit ist der Druck auf die Unternehmen enorm hoch, die Aktionäre auch zukünftig zufrieden stellen zu können.

High Prospects mit kumulierter Wertvernichtung in Höhe von 6 Mrd. Euro

Die Betrachtung der Wertschaffung der High Prospect Unternehmen (Nord-West-Quadrant) beispielsweise ist alles andere als zufriedenstellend. In den letzten drei Jahren konnte keines der Unternehmen die Kapitalkostenhürde nehmen. Eine kumulierte Wertvernichtung von mehr als 6 Mrd. Euro ist das Ergebnis. Enttäuschte Aktionäre auf dem Rückzug, könnte man also meinen. Doch die Börse hat die Unternehmen längst nicht aufgegeben. Im Gegenteil! Die Summe der aktuellen Marktwerte von ca. 51 Mrd. Euro besteht zu fast 70%, d.h. zu ca. 36 Mrd. Euro aus Zukunftserwartungen. Aktionäre und Anteilseigner trauen den Unternehmen deutliche Ergebnissteigerungen zu. Um die vorhandenen Erwartungen zu erfüllen, müsste die aktuelle kumulierte Wertschaffung jedoch von -1,4 Mrd. Euro um beinahe 2,3 Mrd. Euro gesteigert werden. Ein gewaltiger Kraftakt ist demnach notwendig!

Schließen der Erwartungslücke bedeutet Performancesteigerung um 2,3 Mrd. Euro

Abbildung 3: Wertschaffungsmatrix Commodities & Conglomerates



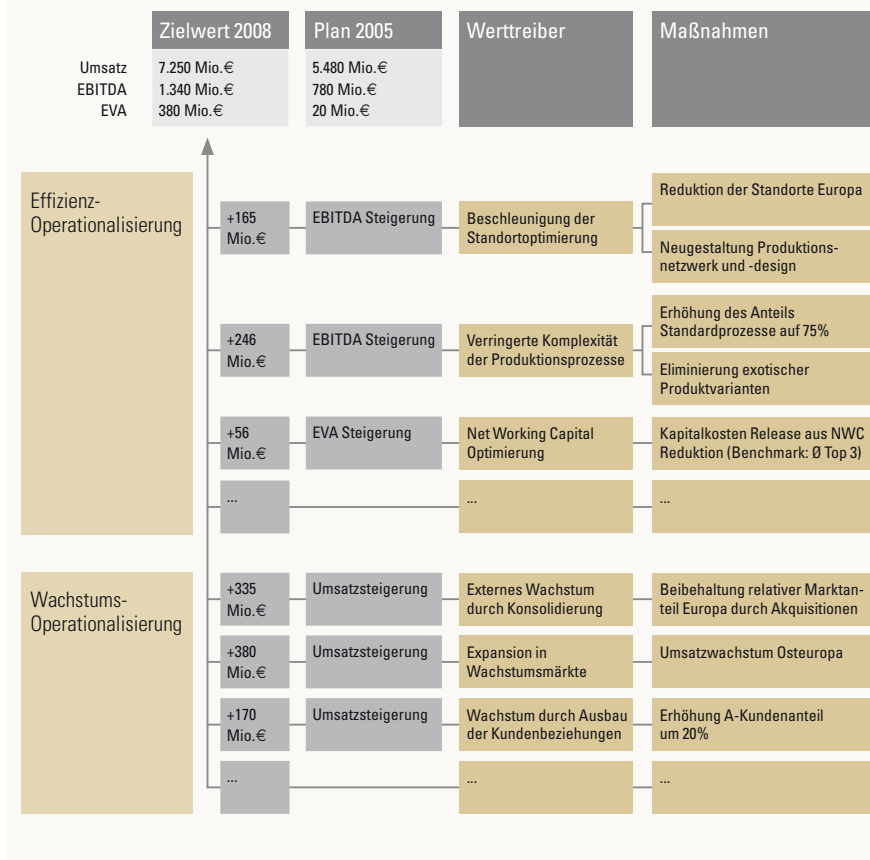
Perspektivenwechsel in der strategischen Steuerung nötig

Was ist also zu tun? Maßnahmen aufzusetzen in der Hoffnung, damit ein gewünschtes Bewertungsniveau zu erzielen, reicht sicher nicht aus. Um die Kapitalmärkte nachhaltig zu überzeugen, muss in der Unternehmenssteuerung die Perspektive umgedreht werden.

Die Chemieindustrie muss sich fragen, welche Initiativen nötig sind, um die finanziellen Erwartungen umzusetzen. Die Antwort mündet in eine konkrete Wertsteigerungsagenda – aufgesetzt z.B. als Financial Strategy Map, wie in der folgenden Abbildung dargestellt – die klar fokussierte Effizienz- und Wachstumsstrategien definiert und operationalisiert. Operationalisierung heißt systematische Ableitung strategischer Maßnahmenprogramme zur Erreichung der Wachstums- und Effizienzziele. Der Beitrag zur Erreichung der Wertsteigerungsziele entscheidet über die Durchführung von Maßnahmen, die positive Entwicklung der Werttreiber über deren letzten Erfolg.

Umsetzung unternehmensspezifischer Wertsteigerungsagenden, z.B. über Financial Strategy Maps

Abbildung 4: Beispiel einer Financial Strategy Map



Maßnahmen und Projekte zeigen Beitrag zur Wertsteigerung transparent auf ...

... mit Schwerpunkt auf
Effizienzsteigerung bei
Wertvernichtern ...

Für Unternehmen mit negativer Überrendite, also beispielsweise Celanese, Lanxess oder auch Bayer, liegt der Schlüssel in einer überzeugenden Effizienzstrategie. Ansatzpunkte sind die Zusammenführung und Reduktion von Standorten, Re-Design der Produktionsnetzwerke sowie eine verbesserte und systematischere Preisgestaltung. Flankierend gilt es, durch gezielte Desinvestitionen von Wertvernichtern im Geschäftsportfolio (Beispiel: Verkauf des Polyamidbereiches bei Lanxess) die operative Gesamtperformance zu steigern. Wettbewerber machen es vor. BASF ist ein Paradebeispiel für den Erfolg einer konsequenten und durchgehenden Umsetzung einer gewählten strategischen Marschroute. Und die jüngsten Entwicklungen zeigen, dass selbst im in der Vergangenheit häufig belächelten Commodity-Bereich durchaus adäquate Kapitalverzinsungen von über 12% realisierbar sind.

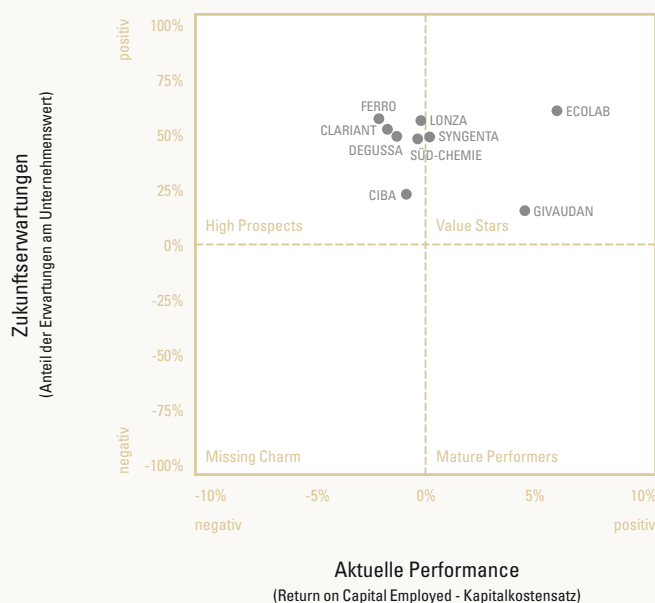
... und Schwerpunkt auf
profitablem Wachstum bei
positiver Überrendite

Unternehmen mit einer hohen aktuellen Überrendite wie beispielsweise K+S oder BASF müssen auch weiterhin den Mut für Wachstum besitzen. Sie dürfen Investitionen in neue profitable Produkte und Kunden oder auch gezielte Übernahmen nicht scheuen. Die potenziellen Optionen sind vielfältig und reichen von der Vermarktung zusätzlicher Leistungs- bzw. Anwendungskomponenten wie beispielsweise Recycling, Handling von Gefahrstoffen oder Finanzierungsdiensten bis hin zu echten Service-Diversifikationen im Sinne eines Total Chemical Management. Darüber hinaus bieten wertschöpfungsübergreifende Innovationsprozesse durch Partnering und Engagements in Zukunftsbereiche wie Nano- und Biotechnologie vielfältige Wertpotenziale.

Ergebnisse: Specialties

Auch im Bereich der Spezialitätenchemie sind die Erwartungen positiv. Bis noch vor wenigen Jahren wurden die Spezialchemieunternehmen gegenüber Commodities und Conglomerates aufgrund höherer Produktdifferenzierung und niedrigerer Zyklizität vom Kapitalmarkt eindeutig favorisiert. Vergleicht man jedoch die Performanceentwicklung insgesamt zeigt sich, dass die hoch gesteckten Erwartungen der Investoren – nicht zuletzt durch die Vielzahl der überbewerteten Akquisitionen im Bereich der Feinchemie – bei Weitem nicht erfüllt werden konnten.

Abbildung 5: Erwartungen und Performance Specialties

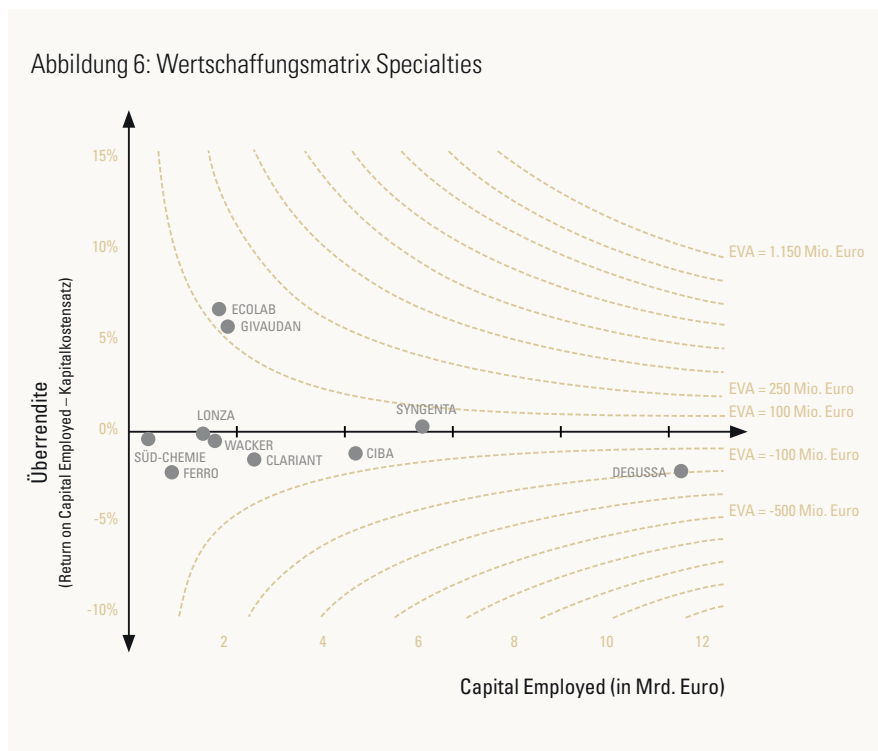


Cluster 2: Trotz positiver
Zukunftserwartungen kaum
Value Stars

Aktuelle Performance ersetzt
nicht Wachstumsstory für
die Zukunft

Givaudan ist neben Ecolab einer der wenigen Outperformer im Spezialitätenbereich. Ein konsequentes Besetzen attraktiver Geschäftsfelder und die Bedienung von hoch profitablen Marktnischen sorgen für exzellente Performance über die letzten Jahre. Zeit sich zurückzulehnen also, könnte man meinen. Mitnichten! Ein Stück Fantasielosigkeit hat sich breit gemacht, die Zukunftserwartungen der Börse gehen langsam, aber stetig gegen null. Im derzeitigen Bewertungsniveau stecken über 80% aktuelle Performance, es fehlt daher eine überzeugend formulierte und operationalisierte Wachstumsstrategie für die nächsten Jahre.

Abbildung 6: Wertschaffungsmatrix Specialties



Stärkere Ausrichtung an den
Erfolgsfaktoren als Basis für
Wertsteigerung

Die Reihe der Wertvernichter im Spezialitätenbereich ist lang. Um die Geschäftsbereiche der einzelnen Unternehmen langfristig auf Wertsteigerung zu trimmen, ist eine klare strategische Ausrichtung auf die zentralen Erfolgsfaktoren der Spezialchemie notwendig. Das bedeutet für die betroffenen Unternehmen, die Ressourcen in den sehr heterogenen Geschäftsportfolios noch stärker als bisher zu fokussieren (Beispiel: Reduktion der Geschäfts-

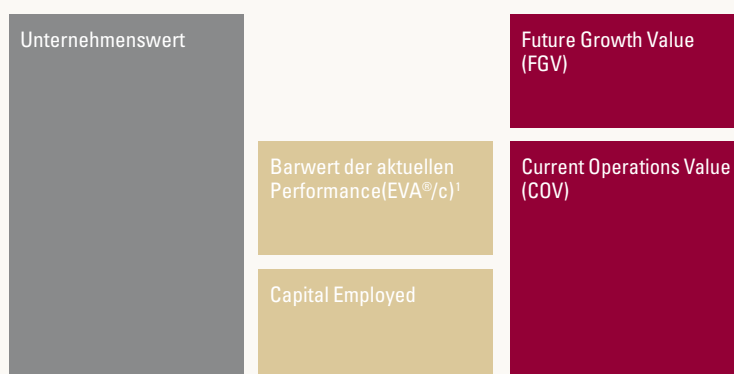
segmente bei Ciba) sowie in den tatsächlich profitablen Kundensegmenten als echter Problemlösungsanbieter aufzutreten (Beispiel: Entwicklung von Keramikmembranen bei Degussa). Wie im Commodity-Segment gilt gerade auch bei den Spezialitäten, dass durch interdisziplinäre Technologieinnovationen und eine wertschöpfungsübergreifende Sichtweise bei Innovationsprozessen eine Vielzahl kreativer Geschäftsmodelle entwickelt und vermarktet werden kann.

Methodische Grundlagen und Detailergebnisse der Studie

Der Unternehmenswert, definiert als Summe von Börsenwert und Finanzschulden, ist durch zwei Kennzahlen bestimmt. Der COV (Current Operations Value) misst den Wert der aktuellen operativen Performance. Er setzt sich zusammen aus dem investierten Kapital und einer ewigen Rente des gegenwärtigen Wertschaffungs niveaus (EVA). Der FGV (Future Growth Value) beinhaltet die Markterwartungen und entspricht der Differenz zwischen Unternehmenswert und COV. Die Markterwartungen zeigen dabei, welche Ansprüche die Investoren an die zukünftige operative Performance stellen.

Unternehmenswert als
Summe von Performance
und Erwartungen

Abbildung 7: Zusammensetzung des Unternehmenswertes



EVA als Maßstab für operative Performance

Maßstab für die Höhe der operativen Performance ist die leicht zu berechnende Kennzahl EVA: operatives Ergebnis abzüglich der Kosten für das eingesetzte Kapital. Der EVA gibt dabei Aufschluss darüber, ob ein Unternehmensbereich, eine Geschäftseinheit oder auch eine Kundenbeziehung Wert schafft.

Unternehmen	Segment	Unternehmenswert			Markterwartung		
		Aktienkurs am 25.08.05	Unternehmenswert	Markterwartungen (FGV) in %	OP. PERFORMANCE		WACHSTUM
					Implizite Veränderung des EVA* in Euro	EFFIZIENZ	
EUR	MEUR	%	EUR	MEUR	%		
BASF	Conglomerate	57	41.503	31%	+867	+5%	+96%
BAYER	Conglomerate	29	38.606	63%	+1.569	+6%	+121%
CELANESE	Commodities	53	9.800	93%	+593	+19%	+379%
CIBA SC	Specialties	50	6.686	22%	+95	+2%	+17%
CLARIANT	Specialties	12	5.201	47%	+158	+6%	+52%
DEGUSSA	Specialties	35	13.965	45%	+399	+3%	+69%
DOW	Conglomerate	36	52.532	22%	+805	+3%	+27%
DU PONT	Conglomerate	32	45.218	49%	+1.582	+11%	+86%
ECOLAB	Specialties	26	7.672	51%	+298	+15%	+121%
FERRO	Specialties	15	1.242	50%	+44	+5%	+39%
GIVAUDAN	Specialties	518	5.101	17%	+54	+3%	+23%
K+S	Commodities	50	2.869	19%	+37	+4%	+54%
LANXESS	Commodities	24	1.774	78%	+87	+3%	+51%
LONZA	Specialties	46	3.248	48%	+99	+6%	+54%
NAN YA PLASTICS	Commodities	01	10.530	-79%	-504	-8%	/
SGL CARBON	Commodities	11	1.302	65%	+60	+6%	+117%
SHANGHAI PETROCHEM	Commodities	00	3.565	-69%	-172	-8%	/
SÜD-CHEMIE	Specialties	45	886	42%	+22	+5%	+42%
SYNGENTA	Specialties	86	11.653	44%	+100	+10%	+72%

Stern Stewart & Co.

Salvatorplatz 4
D-80333 München
T +49.89.242071.0
F +49.89.242071.11
E info@sternstewart.de
I www.sternstewart.de

Schottenring 16
A-1010 Wien
T +43.1.53712.4111
F +43.1.53712.4000
E info@sternstewart.at
I www.sternstewart.at

Seefeldstrasse 69
CH-8008 Zürich
T +41.43.488.36.39
F +41.43.488.35.00
E info@sternstewart.ch
I www.sternstewart.ch



Stern Stewart & Co.

Bangkok // Beijing // Johannesburg // London // Melbourne // München // Mumbai // New York // Sao Paolo // Shanghai // Singapore // Tokyo // Wien // Zürich