

Titelgeschichte**K+S Aktiengesellschaft (MDAX)****Substanz und Ertragskraft weiter verbessert –
Aktuelles Kursniveau bietet mehr Chancen als Risiken**

Unsere Erstvorstellung der K+S AG in NJ 5/02 geschah zu einem Zeitpunkt, an dem lediglich die Eckpunkte des Geschäftsergebnisses für 2001 besprochen werden konnten und wir uns daher darauf konzentrieren mussten, den Konzern mit seinen in den letzten Jahren wesentlich erweiterten Aktivitäten zu schildern und vor allem auf den Abschluss für das Jahr 2000 einzugehen. Nach der Vorlage des Zwischenberichts per 30.09.2002 und aktualisierten Prognosen für das Gesamtjahr wollen wir die Anlageperspektiven erneut einer Wertung unterziehen. Auf dem Kursniveau von Mitte April bei € 23.20 hatten wir bei der K+S-Aktie als „Value Stock“ weitere Kurschancen gesehen. Seitdem hat die Aktie jedoch bei einer schwachen Börse 24 % verloren. Nach vergleichsweise geringen Rückgängen führte die Meldung, dass K+S in diesem Jahr die außerordentlich guten Zahlen von 2001 voraussichtlich um etwa 10 % verfehlten wird, zuletzt zu stärkeren Kursrückgängen, die wir als in diesem Ausmaß nicht gerechtfertigt ansehen. Die Verkäufer haben offenbar die Auswirkungen des gesunkenen Finanzergebnisses, das möglicherweise ein einmaliger Vorgang ist, überbewertet und bei ihrer Analyse (wenn sie stattgefunden hat) weniger auf den Trend des operativen Ergebnisses geachtet; denn der K+S-Kon-

zern hat in einem sehr schwierigen Umfeld seine Unternehmensziele weitgehend erreicht. In einer Reihe wichtiger Geschäftsfelder verbesserte die Gesellschaft ihre Marktpositionen; die Unternehmenssubstanz zeigt weiter ansteigende Tendenz. Für den Verlauf der kommenden Jahre sind daher wichtige Weichen gestellt worden. Sowohl unter Substanz- als auch unter Ertragsgesichtspunkten verfügt die K+S-Aktie derzeit über eine hohe Attraktivität, auch unter dem Gesichtspunkt, dass die für 2001 auf € 1.- (0.85) erhöhte Dividende für das laufende Jahr und damit eine Rendite von 5.6 % sicher ist. Bei wieder besserer Konjunktur und steigenden Gewinnen wird die Aktie ihr früheres Kursniveau erneut erreichen. Auch die Übernahmephantasie besteht weiterhin.

Erfolgreiches Geschäftsjahr 2001

Nachdem die Akquisition der Firmen COMPO und fertiva im Geschäftsjahr 2000 das Umsatzvolumen des Konzerns um 75 % hatte anwachsen lassen, beruhte die Umsatzsteigerung um 4.4 % im Jahr 2001 auf € 2.18 (2.09) Mrd. auf internem Wachstum, wobei die einzelnen Geschäftsfelder sich unterschiedlich entwickelten: Deutlichem Wachstum in den Bereichen COMPO (+31.5 % auf € 436 Mio.) und Salz (+43.7 % auf € 165 Mio.) standen Stagnation im größten Bereich Kali- und Magnesiumprodukte (+0.4 % auf € 967 Mio.) und Rückgang bei fertiva (-9.4 % auf € 500 Mio.) gegenüber. Auch die kleineren Bereiche Entsorgung und Recycling mit € 63.5 Mio. (-17.3 %) sowie Dienstleistungen und Handel mit € 47.0 Mio. (-4.5 %) erreichten die Vorjahreswerte nicht wieder. Die Umsatzanteile der einzelnen Geschäftsfelder veränderten sich wie folgt: Kali- und Magnesiumprodukte 44.4 (46.1) %, COMPO 20.0 (15.8) %, fertiva 23.0 (26.5) %, Salz 7.6 (5.5) %, Entsorgung und Recycling 2.9 (3.7) %, Dienstleistungen und Handel 2.1 (2.4) %.

Ergebnis 2001 gehalten

Das EBIT von € 120.6 (126.8) Mio. bedeutet eine Marge von 5.5 (6.1) % des Umsatzes. Da K+S über umfangreiche Verlustvorträge verfügt, weicht das Ergebnis nach EE-Steuern mit € 118.3 (119.8) Mio. kaum vom Vorsteuerergebnis ab. Bezogen auf eine Aktie errechnet sich ein Betrag von € 2.73 (2.72); das Ergebnis je

Aktie nach DVFA muss auf Grund dieser dort nicht berücksichtigten steuerlichen Situation deutlich niedriger ausfallen und wird mit € 1.62 (1.98) gemeldet. Diese Entwicklung sowie die vorhandene starke Unternehmenssubstanz veranlassten die Verwaltung, die Ausschüttung an die Aktionäre auf € 1.- (0.85) je Aktie abermals anzuheben. Ob die Pläne der Regierung, künftig Verlustvorträge zu begrenzen und eine Mindeststeuer einzuführen, umgesetzt werden, ist derzeit noch offen, würde aber auf jeden Fall K+S betreffen.

Da die auf € 158 (142) Mio. angestiegenen Investitionen aus dem Brutto-Cashflow von € 225 (241) Mio. wieder mehr als voll finanziert werden konnten, nahmen die eigenen Mittel des Konzerns (einschließlich des Bilanzgewinns) auf € 457 (448) Mio. leicht zu; mit 28.6 (28.3) % an der mit € 1.60 (1.58) Mrd. kaum veränderten Bilanzsumme blieb das Verhältnis fast gleich. Unter Einschluss des Sonderpostens mit Rücklageanteil sowie des Unterschiedsbetrags aus der Kapitalkonsolidierung nahm die Eigenkapitalquote auf 33.3 (34.1) % geringfügig ab. Die eigentliche Stärke der finanziellen Position des K+S-Konzerns zeigt der Umfang der gebildeten Rückstellungen, die nicht weniger als € 712 (700) Mio. und damit 44.5 (44.3) % der Bilanzsumme ausmachen.

Unterschiedliche Spartenentwicklung

Der aktuelle Zwischenbericht des Unternehmens für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahrs zeigt, dass sich K+S den negativen Einflüssen einer schwächeren Konjunktur weitgehend entziehen konnte, auch wenn einige Akteure an der Börse dies anders sehen. In diesem Zeitraum hat der Konzernumsatz um 4.2 % auf € 1.74 (1.67) Mrd. zugenommen, wobei sich sowohl gestiegene Absatzmengen als auch strukturelle Veränderungen innerhalb des Produktionsprogramms auswirkten. Allerdings ist der Zuwachs bezogen auf das dritte Quartal auf lediglich noch 0.8 % geschrumpft. Der Geschäftsverlauf bei Kali- und Magnesiumprodukten mit einer Umsatzsteigerung um 1.9 % auf € 768 (753) Mio. war durch ungünstige Witterungsverhältnisse beeinträchtigt, die K+S jedoch durch einen erhöhten Absatz von Kieserit und anderen Spezialitäten kompensieren konnte. Im Industriegeschäft

Unternehmensdaten

K+S Aktiengesellschaft

Bertha-von-Suttner-Str. 7, 34131 Kassel

Telefon (0561) 9301-0

Internet: www.k-plus-s.com

WKN 716 200

**45 Mio. Stückaktien, AK € 115.2 Mio.,
nächste HV am 07.05.2003,
nächste Dividende € 1.-**

**Börsen: Frankfurt; Berlin, Düsseldorf,
Hamburg, Hannover, München, Stuttgart
(amtlicher Markt), Bremen (geregelter
Markt)**

Kurs am 22.11.2002:

€ 17.75 (Ffm), 24.50 H / 16.70 T

Börsenwert: € 799 Mio.

**Streubesitz ca. 77.05 %, BASF 16.65 %,
6.3 % eigene Aktien zum durchschnittlichen
Kaufpreis von € 19.28**

machte sich die abgeschwächte Konjunktur bemerkbar. Der Rückgang des EBIT um 8.6 % auf € 46.8 (51.2) Mio. bzw. auf eine Marge von 6.1 (6.8) % sind Ausdruck eines verstärkten Wettbewerbs, da es nicht möglich war, die Kostensteigerungen in den Preisen weiterzugeben. Der Bereich COMPO ragte mit einem Anstieg des Umsatzvolumens um 11.3 % auf € 393 (353) Mio. und einer überproportionalen Verbesserung des EBIT um 41% auf € 28 (20) Mio. erneut heraus. Getragen wurde das Wachstum hier durch das Düngemittelprodukt ENTEC; das Preisniveau wurde sowohl im Hobby- als auch im Profibereich als gefestigt bezeichnet. Die Ausweitung der Marge auf 7.2 (5.7) % ist dafür ein schlüssiger Beleg. Der Ertrag des von BASF übernommenen Bereichs fertiva fließt K+S in diesem Jahr vertragsgemäß erstmals zu. Infolge ungünstiger Witterungsverhältnisse und anhaltenden Preisdrucks ist der Umsatz dieser Sparte, die ein positives EBIT von € 5.3 Mio. erwirtschaftete, um 5.0 % auf € 349 (368) Mio. gesunken. Mit einer Marge von 1.5 % besteht hier noch ein deutlicher Nachholbedarf. Den Bereich Salz hat K+S zum 01.01.2002 in das Gemeinschaftsunternehmen esco eingebbracht, an dem mit 62 % eine Mehrheitsbeteiligung besteht, während Solvay die restlichen 38 % hält. Die Zahlen dieser Sparte werden quotal in den Abschluss der K+S AG einbezogen. Ein Vergleich mit den Vorjahreszahlen ist durch die Gründung des Joint Venture nur bedingt möglich. Für K+S bedeutet das Zusammengehen mit den Aktivitäten der Solvay, dass im europäischen Salzgeschäft die führende Position erreicht wurde, wobei sich der Umsatzanteil der Verbraucherprodukte im Verhältnis zu den Industriegerzeugnissen erhöhte. Bei einem Umsatzwachstum um 28.0 % auf € 147 (115) Mio. ist das EBIT um 35 % auf € 20 (15) Mio. gestiegen. Damit ist eine Verbesserung der Marge auf 13.5 (12.8) % gelungen. Bei Entsorgung und Recycling hatte K+S im Vorjahr einige Großprojekte abgewickelt,

die sich im Berichtsjahr nicht voll ausgleichen ließen. Da gleichzeitig ein harter Wettbewerb über die Preise herrschte, sind sowohl der Umsatz mit € 44 (48) Mio. als auch das EBIT mit € 6.9 (9.5) Mio. hinter den vorjährigen Werten zurückgeblieben. Mit einer Marge von 15.6 (19.8) % zählt dieser Bereich dennoch zu den profitabelsten innerhalb des Konzerns. Dies gilt noch mehr für die Sparte Dienstleistungen und Handel, die bei einem Umsatzplus von 15 % auf € 41 (36) Mio. ein auf € 14.2 (12.8) Mio. verbessertes EBIT erzielt hat. Die Marge beträgt hier stolze 35 (36) %.

Operativ weiter im Aufwind

Im Gesamtkonzern errechnet sich eine Steigerung des EBIT um 3.6 % auf € 112.6 (108.7) Mio., das damit der Umsatzausweitung folgen konnte. Die Marge blieb mit 6.5 % unverändert. Das Ergebnis vor Ertragsteuern ist jedoch um 8.1 % auf € 97.7 (106.3) Mio. zurückgegangen, weil die ungünstige Verfassung der Kapitalmärkte Wertberichtigungen von € 14.8 Mio. auf Aktien, Spezialfonds und eigene Anteile erforderlich machte. Dementsprechend ist auch der Überschuss nach Steuern um 10.6 % auf € 89.5 (100.1) Mio. gesunken. Der auf die durchschnittlich ausstehenden 42.2 (43.4) Mio. K+S-Aktien errechnete Überschuss pro Aktie ist auf € 2.08 (2.31) zurückgegangen, das die fiktiven Steuern berücksichtigende DVFA-Ergebnis auf € 1.31 (1.45). Der Brutto-Cashflow von € 167 (181) Mio. bzw. € 3.87 (4.17) je Aktie führte bei auf € 79 (111) Mio. rückläufigen Investitionen zu einem Free Cashflow von € 109 Mio. und einem Zuwachs bei den flüssigen Mitteln um € 51 auf 246 Mio.

Dividende bleibt stabil

Der Vorstand erwartet nicht, im vierten Quartal den aufgelaufenen Rückgang im Nettoergebnis aufholen zu können, zumal davon auszugehen ist, dass die in den ers-

ten neun Monaten vorgenommenen Wertberichtigungen wohl endgültig sein dürfen. Das EBIT wird aber bei einem erwarteten Umsatzanstieg um etwa 3 % auf € 2.24 Mrd. den Vorjahreswert voraussichtlich noch leicht übertreffen. Für das Nettoergebnis zeichnen sich rd. € 100 Mio. bzw. € 2.36 je umlaufende Aktie ab. Die Zahlung einer unveränderten Dividende von € 1.- ist bereits angekündigt worden. Die Konsensusschätzungen für das DVFA-Ergebnis je Aktie liegen aktuell bei realistisch erscheinenden € 1.42 (1.62). Das Eigenkapital von € 499 Mio. nimmt einen Anteil von 30.8 % an der Bilanzsumme von € 1.62 Mrd. ein.

Auf Grund der unsicheren konjunkturellen Perspektiven sind Gewinnschätzungen auch bei K+S mit Unsicherheitsfaktoren behaftet. Die erweiterten Aktivitäten, wobei zwischen den einzelnen Sparten umfangreiche Synergieeffekte realisiert werden können, sollten es bei Anziehen des wirtschaftlichen Wachstums dem Konzern ermöglichen, die aktuelle Analystenschätzung eines DVFA-Ergebnisses von € 1.73 für 2003 zu erreichen. Trifft dies zu, dann sollte auch die Möglichkeit einer Anhebung der Dividende bestehen.

Claus Müller
Finanzanalyst DVFA

Unser Fazit

Die **K+S AG** hat in einem konjunkturell schwierigen Jahr 2002 anders als viele Gesellschaften das EBIT noch steigern können und schließt nur auf Grund eines schwächeren Finanzergebnisses unter dem Vorjahreswert ab. Damit wird deutlich, dass die in den letzten Jahren durchgeführten Maßnahmen richtig waren. In einem besseren wirtschaftlichen Umfeld wird sich mit der neuen Unternehmensstruktur das Ergebnis weiter verbessern. Basis für eine positive Entwicklung ist die starke finanzielle Position. Der Buchwert der Aktie von € 12.95 dürfte auf Grund der stillen Reserven beträchtlich höher liegen. Das KGV für 2003 beträgt ca. 10, das KCV ca. 4. Die Dividende bringt schon im Mai nächsten Jahres eine direkte Rendite von 5.6 %. Das aktuell tiefe Kursniveau der K+S-Aktie bietet damit eine günstige Gelegenheit für Nach- oder Neukäufe in diesem „Value Stock“. Nach der Herauslösung aus dem BASF-Konzern ist K+S zu einem echten Publikumswert geworden. Bei einem KGV von künftig 12 sehen wir ein erstes Kursziel bei € 21, mittelfristig dürften € 25 bis € 30 gerechtfertigt sein. C. M.



Schwache Börsen und allgemeine Bewertungsrückgänge, weniger fundamentale Gründe haben die K+S-Aktie auf ein günstiges Kaufniveau zurückfallen lassen.