

Unternehmen aktuell

Reuters: BASF.F · Bloomberg: BAS GR · ISIN: DE0005151005

15. Januar 2009

BASF

Anlageurteil

Der Konzern verfügt über ein höheres Wachstumspotenzial als der Gesamtmarkt (3,5-4,5% vs. 2,5-3,0%). Speziell im „Commodity“-Geschäft verfügt BASF durch die „Verbund“-Struktur über Kostenvorteile im Herstellungsprozess. Hier verdient der Konzern höhere Margen als die Wettbewerber. Ab 2010 rechnen wir wieder mit einer Nachfragebelebung in der Chemischen Industrie und einem tendenziell steigenden Ölpreis, ab 2012 kehrt die Preissetzungsmacht des Konzerns zurück. Gemäß dem Ertragswertverfahren, auf Basis des Umsatzes 2009, errechnet sich ein Fairer Wert je Aktie von 40,75 EUR. Im Vergleich zum derzeitigen Kursniveau lautet das Anlageurteil „Kaufen“.

Unternehmensdaten (in Mio. EUR / IFRS)	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	52.610	57.951	61.482	60.993
gg. Vj. (%)	+23,1	+10,2	+6,1	-0,8
EBITDA	9.723	10.225	10.062	8.213
gg. Vj. (%)	+18,1	+5,2	-1,6	-18,4
EBITDA-Marge (%)	18,5	17,6	16,4	13,5
EBIT	7.257	7.614	7.362	5.461
gg. Vj. (%)	+18,3	+4,9	-3,3	-25,8
EBIT-Marge (%)	13,8	13,1	12,0	9,0
Nettoergebnis	3.215	4.065	3.308	2.213
gg. Vj. (%)	+7,0	+26,4	-18,6	-33,1
Nettomarge (%)	6,1	7,0	5,4	3,6
ROIC (%)	12,6	12,4	10,1	6,9
Gearing (%)	47,6	48,5	48,5	72,2

Daten je Aktie (in EUR)	2006	2007	2008e	2009e
Ergebnis	3,22	4,25	3,60	2,41
Cashflow	5,94	6,07	5,70	4,61
Dividende	1,50	1,95	1,95	1,95

Unternehmensportrait

BASF ist, gemessen am Umsatz, das weltgrößte Chemieunternehmen. Ziel ist es, profitabel zu wachsen und den Wert des Unternehmens zu steigern. Der Konzern versucht über Systemlösungen sowie mit hochwertigen Produkten dem Kunden Problemlösungen anzubieten. Das Portfolio besteht aus fünf Segmenten: Chemicals, Plastics, Performance Products, Agricultural Solutions, Functional Solutions sowie Oil & Gas. BASF konzentriert sich auf Aktivitäten rund um die Chemie und nutzt die im Chemiesektor in dieser Größenordnung einmalige Verbundstruktur. Hieraus ergeben sich nachhaltige Kostenvorteile, über die die Konkurrenz nicht in diesem Maße verfügt.

Aktienanalyse

Titelinschätzung

Kaufen

(zuvor Kaufen)

Branche

Chemie

Fairer Wert

40,75 EUR

Margin of Safety 40,7%

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 14.01.2009 (EUR)	24,18
Anzahl der Aktien (Mio.)	919,1
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	22.223
Freefloat (%)	93,18

Bewertungskennzahlen

	2008e	2009e
KGV	6,7	10,0
EV/EBITDA	3,3	4,7
Preis/Umsatz	0,4	0,4
KBV	1,1	1,1
Dividendenrendite (%)	8,1	8,1

Termine

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	49,41/20,31		
absolut (%)	1M	3M	12M
	-4,7	-8,2	-51,1
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DAX30	0,3	0,9	-9,5
DJ STOXX Chemie	-8,9	-3,7	-13,7



Michael Butscher, CFA
Senior Analyst
+49 89 2171 21786
Michael.Butscher@bayernlb.de

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

Highlights

- 15. Januar 2009: BASF ändert PolyTHF Rohstoffversorgung in Korea und schließt die Anlagen zur Herstellung von BDO und THF. Kunden werden nun über das globale Produktionsnetzwerk beliefert.
- 14. Januar 2009: Wintershall erhält weitere Förderlizenzen in Norwegen für Explorationsgebiete in der norwegischen Nordsee.
- 20. November 2008: Rund 95% der Ciba-Aktionäre stimmen dem Barangebot in Höhe von 50 CHF je Aktie zu. Der Gesamtwert der Transaktion beläuft sich auf rund 6,1 Mrd. CHF.
- 19. November 2008: Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat die Chemische Industrie jetzt voll erfasst. BASF drosselt deshalb weltweit die Produktion. Wegen eines massiven Nachfragerückgangs ergreift BASF Maßnahmen, um entstehende Überkapazitäten zu vermeiden. Rund 80 Anlagen weltweit werden vorübergehend außer Betrieb genommen. Außerdem drosselt das Unternehmen die Produktion in gut 100 Anlagen. Zudem revidierte das Management den Gewinnausblick zum zweiten Mal innerhalb von zwei Wochen. Das EBIT 2008 wird nun unter dem Vorjahr erwartet.
- 4. November 2008: Wintershall legt ein öffentliches Barangebot für Revus Energy ASA in Höhe von rund 650 Mio. EUR vor. Ziel ist, das Öl- und Gasgeschäft weiter auszubauen.
- 30. Oktober 2008: Die Q3/08-Zahlen lagen im Rahmen unserer Erwartungen. BASF hat in einem deutlich schwieriger gewordenen wirtschaftlichen Umfeld ein solides Ergebnis abgeliefert. Die Wirtschafts- und Finanzkrise beginnt jedoch die Chemische Industrie zu erfassen. BASF versucht nun das EBIT des Vorjahres zu erreichen.

Geschäftsentwicklung / Perspektiven

BASF bildet als einziges Unternehmen der Chemischen Industrie nahezu die gesamte Wertschöpfungskette der Chemie ab. Gemessen am Umsatz 2007 besteht das Portfolio aus 50% Commodities (Chemicals, Plastics, Oil & Gas) und 50% Spezialitäten (Performance Products, Functional Solutions, Agricultural Solutions). Einen nicht zu unterschätzenden Vorteil sehen wir gegenüber den Wettbewerbern im Betreiben des Öl- und Gasgeschäfts (Umsatz- und EBIT-Anteil 2007: 18% bzw. 40%). Durch den Fokus auf die Öl- und v.a. die Gasförderung in Russland (Absicherung durch Langfristverträge mit Gazprom) verfügt der Konzern einerseits über eine kostengünstige Rohstoff- und Energieeinsatzstoffversorgung für den laufenden Betrieb sowie andererseits über die

Grundlage für den weiteren Ausbau des Gashandelsgeschäfts in Europa („Gas für Europa“-Strategie).

Darüber hinaus verfügt BASF durch die speziell im „Commodity“-Geschäft erzielbaren Kostenvorteile im Herstellungsprozess („Verbund“-Struktur) über einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil. Infolgedessen erzielt BASF v.a. in den „Commodity“-geprägten Segmenten Chemicals und Plastics z.T. deutlich höhere operative Margen als die Wettbewerber.

BASF hat aufgrund der Portfolioausrichtung (Produkt-, Industrie-, Regionenmix) und der zukunftsweisenden Innovationsschwerpunkte (z.B. Grüne und Weiße Biotechnologie) ein Volumenwachstumspotenzial von 3,5-4,5%, das über dem erwarteten durchschnittlichen Mittelfristwachstum des globalen Chemiemarktes in Höhe von 2,5-3,0% liegt. Rund 65% des Portfolios (ohne Oil & Gas) wachsen schneller als der Gesamtmarkt. Das Öl- und Gasgeschäft selbst besitzt ein Wachstumspotenzial von rund 4-6% jährlich.

Die hohe Finanzkraft von BASF erlaubt es dem Konzern auch in Abschwungphasen akquisitorisch tätig zu werden, um einerseits Marktanteile durch Konsolidierung hinzuzugewinnen und andererseits das Portfolio selektiv zu optimieren. Mittlerweile hält der Konzern in rund 75% der Aktivitäten mindestens eine Top 3 Position. Dies ist wiederum die Basis dafür, in Aufschwungphasen über eine hohe Preissetzungsmacht zu verfügen, wie z.B. zwischen 2003-2007, als die Preiseffekte bei durchschnittlich rund 6%-Punkte – oder 50% des organischen Wachstums – lagen. Selbst über den jüngsten Industriezyklus (2001-2008) hinweg lagen die durchschnittlichen Preiseffekte bei rund +4% jährlich. Aufgrund des schwierigen Marktumfeldes rechnen wir zwischen 2009 und 2011 jedoch mit rückläufigen Preiseffekten für den Konzern (Annahme BayernLB: 2009: -5,5%; 2010: -2,5%; 2011: -0,5%). Ab 2012 rechnen wir mit der Rückkehr der Preissetzungsmacht.

2009 liegen die Hauptrisiken des Konzerns zum einen im Verfall des Ölpreises und des damit verbundenen Ergebnisrückgangs im Segment Oil & Gas, zum anderen in dem erwarteten Nachfragerückgang innerhalb der Chemieaktivitäten. Aufgrund der hohen Fixkostenanteile sinken die EBIT-Margen im „Commodity“-Geschäft überproportional, wie z.B. in den Segmenten Chemicals und Plastics. Ab 2010 rechnen wir wieder mit einer allgemeinen Nachfragebelebung in der Chemischen Industrie sowie mit einem tendenziell steigenden Ölpreis über das derzeitige Niveau hinaus (Annahmen BayernLB: 2009: 50 USD je Barrel; 2010: 60 USD je Barrel; ab 2011: 70 USD je Barrel).

Aufgrund der kontinuierlichen Optimierung des Produktportfolios und des Ausbaus des Öl- und Gasgeschäfts ist die Ertragskraft des Unternehmens nachhaltig gestiegen, weshalb BASF seit 2004 in jedem Jahr deutlich mehr als die Kapitalkosten verdient hat. Grundsätzlich sollte das Unternehmen nun in der Lage sein, die Kapitalkosten mindestens über einen Chemiezyklus hinweg erwirtschaften zu können. Ausnahme: Aufgrund des auch in 2009 angespannten Marktumfeldes sowie durch

Konsolidierungseffekte (u.a. Ciba) wird der Konzern nach unseren Berechnungen die Kapitalkosten jedoch nicht erzielen können.

Trotz des massiven Portfolioumbaus in den letzten zehn Jahren wird immer noch ca. 68% (GJ 2007) des Konzern-EBITDA mit dem „Commodity“-Geschäft (inkl. Oil & Gas) generiert. Mittelfristig erwarten wir keine wesentlichen Ergebnisanteilsverschiebungen zugunsten des Spezialitäten-Geschäfts. Viel wichtiger ist u.E., dass sich die Ertragszyklen im Konzern gegenüber 2001 – dem Ertrags- und Renditetief des letzten Chemiezyklus – erheblich eingengt haben. Dennoch begleiten auch zukünftig Ertragszyklen den Konzern.

Wir setzen die nachhaltige EBIT-Marge mit 9,5% an, die um die nicht-abzugsfähigen Ölfördersteuern bereinigt ist. Diese reicht aus, zukünftig über einen Chemiezyklus hinweg die Kapitalkosten zu erwirtschaften.

Wir stufen BASF als einen „Basic Value“-Titel ein und berücksichtigen somit keinen Wert zukünftigen Wachstums. Auf Basis unserer Umsatzschätzungen 2009 legen wir den „Earnings Power Value“ (EPV) als das relevante Bewertungsergebnis zu Grunde. Der Faire Wert liegt demnach bei 40,75 EUR je BASF-Aktie. Im Vergleich zum momentanen Kursniveau errechnet sich eine „Margin of Safety“ von 40,7%. Dies entspricht gemäß unserer Empfehlungssystematik dem Anlageurteil „Kaufen“.

(Annahmen zum EPV: AFC-EBIT-Marge 9,5% (adjustiert um nicht-abzugsfähige Ölfördersteuern), normalisierte Steuerquote 25%, WACC nach Steuern 7,79%, Zielkapitalstruktur 70% EK / 30% FK, Nettoinvestitionen sind Null)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - BASF wächst aufgrund der Portfolioausrichtung nahezu doppelt so schnell wie der weltweite Chemiemarkt - Verbundstandorte führen zu Kostenvorteilen - BASF verfügt über die gesamte Wertschöpfungskette inklusive Öl und Gas (Natural Hedge) 	<ul style="list-style-type: none"> - Währungs- und Ölpreisveränderungen führen zu Schwankungen im operativen Ergebnis - 50% des Produktportfolios sind kostengetrieben, d.h. Kostenführerschaft und ein hoher Auslastungsgrad sind unabdingbar
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Strategisch wichtiger Ausbau des margenstärksten Segments Öl & Gas durch die Beteiligung am russischen Gasfeld Yuzhno Russkoye - Portfoliumbau in Richtung Spezialitäten ermöglicht höhere Ertragsstabilität über den Konjunkturzyklus hinweg - Innovationsgetriebenes Unternehmen ermöglicht Wachstumspotenziale bspw. im Bereich der Pflanzenbiotechnologie 	<ul style="list-style-type: none"> - Konjunktureller Abschwung belastet tendenziell die Ertragsentwicklung von BASF – hiervon ist v.a. der Bereich der „Commodities“ betroffen - Überkapazitäten im Bereich der Grundstoffchemikalien beinhalten Preisrisiken - Gefahr überteuerte Akquisitionen durchzuführen
<p>Quelle: BayernLB Research</p>	

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 15.01.2009. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Die Bayerische Landesbank hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren.

Die Bayerische Landesbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

Für diese Publikation wurde der Schlusskurs an folgendem Börsenplatz herangezogen:

BASF Frankfurt Stock Exchange

Die Aktualisierung erfolgt Anlass bezogen, auf das Einstellen der Coverage wird vorab hingewiesen.

Bitte beachten Sie auch die Hinweise auf unserer Webseite www.bayernlb.de unter Research.

Bewertungshinweis

* BayernLB Value Research – Empfehlungssystematik der wertorientierten Aktienanalyse (modifizierter Value Ansatz Graham'scher Prägung)

Definitionen/Prämissen

Fairer Wert Der faire Wert entspricht dem Aktienkurs, bei dem das Unternehmen – unter der Annahme normalisierter zukünftiger Bedingungen – nach klassischen Value-Kriterien angemessen bewertet ist.

„Margin of Safety“ Die „Margin of Safety“ („Sicherheitsspanne“) ist die Differenz zwischen dem gegenwärtigen Aktienkurs und dem fairen Wert (gemessen als Abschlag vom fairen Wert, wenn gilt: Aktienkurs < fairer Wert).

Indikativer Zeithorizont der Anlageempfehlung: 24 Monate

Bedeutung der Empfehlungen

Kaufen Die „Margin of Safety“ ist größer als 20%.

Halten Die „Margin of Safety“ liegt in der Spanne von 0% bis einschließlich 20%.

Verkaufen Der faire Wert liegt unter dem gegenwärtigen Aktienkurs.

Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

28.04.2008 Unternehmen aktuell Halten

Verteilung der Empfehlungen

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate insgesamt und für die Unternehmen, für die in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Verteilung aller Empfehlungen

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
47%	3%	27%	8%	11%	4%

Verteilung aller Empfehlungen auf Emittenten, für die in den letzten 12 Monaten Investment Banking-Dienstleistungen erbracht wurden

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
50%	4%	15%	11%	12%	8%

Die Verteilung bezieht sich auf alle Aktien, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Staatsanleihen, für die das Research der BayernLB eine Empfehlung ausspricht.

Disclaimer für Länder außerhalb Deutschlands

Diese Publikation ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine Verteilung in den USA, Kanada und Japan bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Niederlande, Italien, Dänemark, Norwegen, Finnland, Portugal, Ungarn, Schweden, Spanien und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten, die Gegenstand der Publikation sind, erstellt.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Diese Publikation wird in **Großbritannien** durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu

verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

- (i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in der jeweils gültigen Fassung; the "Financial Promotion Order"); oder
- (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen; und
- (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").

Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in **Italien** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der **Schweiz** durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in **Finnland** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des Finnischen Securities Market Act (495/1989, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in **Ungarn** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt, welche die Risiken einer Geldanlage in Wertpapieren kennen. Diese Publikation ist nicht als Veranlassung zu sehen, ein Investment-Engagement einzugehen, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen. Der Versand dieser Publikation ist ebenfalls nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. -empfehlung ("befektetési ajánlás") im Sinne des Gesetzes Nr. CXX von 2001 über Kapitalmärkte, Ziffer 81 (2) f, zu verstehen.

Michael Butscher, CFA
Senior Analyst
Chemie
Tel +49 89 2171 21786
Michael.Butscher@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (= Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (= Paketadresse)
Tel +49 89 2171-21762
Fax+49 89 2171-21799
www.bayernlb.de