



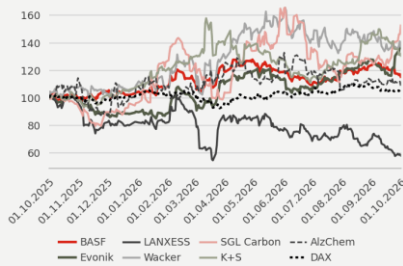
Übergewichten

Abdeckung
Kurstichtag*

Sektorstudie
01.10.2026

*XETRA-Schlusskurse (1. Okt. 2026)

CHART



Indexiert, 01.10.2025 = 100; DAX als Benchmark

ERSTRATINGS UND KURSZIELE

Unternehmen	Rating	KZ (€)	12M-GR
BASF	Kaufen	59.00	+24.0%
Evonik	Halten	20.50	+4.3%
LANXESS	Kaufen (spek.)	21.00	+70.2%
Wacker	Kaufen	106.00	+21.1%
SGL Carbon	Kaufen (spek.)	5.40	+8.7%
K+S	Halten	17.50	+16.4%
AlzChem	Halten	140.00	-10.2%

Quelle: Parmantier & Cie. Research; XETRA 01.10.2026

ANALYST

René Parmantier

research@parmantiercie.com

KONTAKT

PARMANTIER & CIE.

Research

Hungener Straße 6

60389 Frankfurt



Deutsche Chemieunternehmen

Sektor: Chemie / Region: Deutschland / Abdeckung: 7 Aktien

„Europäische Chemie: Der Zyklus 2027“

Wir starten deutsche Chemie mit Übergewichten. Am 25. September 2026 bestätigte Evonik BASFs unverbindliche Anfrage zu einem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot für alle Aktien; BASF bestätigte Sondierungen mit Evonik und der RAG-Stiftung, RAG den Kontakt [R]. Konsolidierung ist vom Gerücht zur bestätigten Anfrage geworden, aber noch kein Angebot, keine Konditionen, Finanzierung oder Vereinbarung. Laut Handelsblatt (29.09.2026) arbeitet BASF nach Evoniks erster Ablehnung weiter an der Idee [M]. Unsere Sicht: Konsolidierung kaufen, wo Bilanzen sie tragen, sonst die Aufspaltung.

BASF: Kaufen, KZ EUR 59.00 (+24.0% 12M-Gesamtrendite). Agricultural Solutions trägt EUR 27.3 Mrd. Basis-EV bei 12x EBITDA 2027E; 17–19x ist Aufwärtssensitivität, keine IPO-Annahme. Battery Materials ist weitere Abspaltungsoption, kein angekündigter Börsengang. Evonik verlangt Preis- und Finanzierungsdisziplin [A/R].

Evonik: Halten, KZ EUR 20.50 (+4.3% 12M-Gesamtrendite). Die bestätigte BASF-Anfrage ist kein Angebot. Berichtete EUR 22.15 bleiben unbestätigt; RAG könnte Erlöse hypothetisch in Agricultural Solutions statt BASF-Aktien reinvestieren [R/M/A].

LANXESS: spekulatives Kaufen, KZ EUR 21.00. H1-EBITDA vor Sondereinflüssen EUR 246 Mio. (Q1 EUR 94 Mio.; Q2 EUR 152 Mio.). Private Equity, auch Advent, ist als hypothetischer Käufer schlüssiger als BASF. Das Szenario: Take-private und Dreidivisionen-SOTP, nicht nur Envalor-Anteilskauf; kein Gebot bestätigt [R/H].

Wacker (Kaufen) steht für Qualitätserholung; SGL-Carbon ist ein spekulativer Investmentfall; K+S und AlzChem Halten. Die kapitalisierungsgewichtete 12M-Gesamtrendite von ~20% stützt Übergewichten [A].

Kennzahlen; 2026e	Kurs (€)*	Marktkap. (€ Mio.)	EV/EBITDA	KGv	Div.-Rendite
BASF	49.40	42,530	8.5x	15.0x	4.6%
Evonik	20.62	9,609	6.4x	17.9x	4.8%
LANXESS	12.40	1,071	7.3x	n. a.	0.8%
Wacker	87.50	4,347	7.3x	39.8x	k. A.
SGL Carbon	4.97	608	5.9x	14.2x	keine
K+S	15.10	2,704	4.0x	15.1x	0.5%
AlzChem	158.10	1,601	13.0x	22.6x	1.3%

Quelle: S&P Capital IQ (XETRA 01.10.2026, TEV); PCR-Schätzungen 2026e

INHALTSVERZEICHNIS

Zusammenfassung.....	5
Im gesamten Bericht verwendete Evidenzkennzeichnungen	6
Zentrale Debatten.....	7
1. Investmentüberblick	8
1.1 Warum wir die Analyse jetzt aufnehmen: fünf Schlussfolgerungen	8
2. Bewertungs- und Schätzungsrahmen der Analyseaufnahme	12
2.1 Initialer BASF-Bewertungsrahmen	12
2.2 Erste Parmantier-&-Cie.-Schätzungen gegenüber Konsens	15
3. Sektorthese: von der Zerlegung zur bestätigten Konsolidierungsanfrage.....	18
4. Zyklus, Energie und China: Was die Erholung benötigt und was nicht.....	22
4.1 China: Was „50-100% Umsatzverlust“ bedeutet und wo die Aussage zutrifft	24
5. Wo wir vom Markt abweichen	26
6. Initiale Chancen-Risiko-Bewertungen	28
Initiale Chancen-Risiko-Bewertung: Evonik Industries AG (EVK.DE)	28
Initiale Chancen-Risiko-Bewertung: LANXESS AG (LXS.DE)	29
Initiale Chancen-Risiko-Bewertung: Wacker Chemie AG (WCH.DE)	31
Initiale Chancen-Risiko-Bewertung: BASF SE (BAS.DE)	32
7. BASF: Segmente, Sum-of-the-Parts und der Agricultural-Solutions-IPO	33
Unternehmenseinschätzung: BASF SE, die Agricultural-Solutions-Abspaltung trägt den Wert; das Evonik-Gebot darf ihn nicht aufzehren	33
7.1 Unabhängige Bewertungsgegenprüfung	35
7.2 Agricultural-Solutions-IPO: Status	36
7.3 Syngenta-Kontrollerwerbspräzedenz: 17x EBITDA ist eine Obergrenze, nicht der IPO-Basisfall ..	37
7.4 Agricultural-Solutions-Wert und Evonik-Finanzierungskapazität	39
7.5 Battery Materials: nächster Abspaltungskandidat, noch kein nächster angekündigter IPO	40
8. BASF-Evonik: bestätigte Anfrage, unbestätigte Transaktion	40
8.1 Was bestätigt, was berichtet und was weiterhin unbekannt ist	40
8.2 Rechtlicher und prozessualer Rahmen	42
8.3 Strategische Logik, getrennt von finanzieller Machbarkeit	42
8.4 Transaktionsmodell: Kaufpreis und Kapitalstruktur	44



8.5 Die RAG-Stiftung: Schlüsselakteur, kein 50%-Anker	46
8.5a RAG als Agricultural-Solutions-Aktionär: Alternative einer Portfolioumschichtung	47
8.6 Agricultural-Solutions-Erlöse und Transaktionskapazität	48
8.7 Synergien: brutto, netto und was die Prämie aufzehrt	49
8.8 Kartellrecht, Arbeitnehmer und Politik	50
8.9 Der berichtete EUR 22.15-Vorschlag, ein RAG-Blockkauf und die Rückkaufaktien-Idee	51
8.10 Wahrscheinlichkeitsgewichtete Ergebnisse	54
8.11 Handelsblatt, 29. September: mögliche RAG-Währung, keine Finanzierungszusage	55
9. Evonik: Strategischer Wert steigt, Standalone-Potenzial sinkt.....	58
Unternehmenseinschätzung: Evonik Industries, besseres Geschäft als der Juni-Kurs suggerierte, nach der Anfrage voll bewertete Aktie	58
9.1 Evonik: EUR 2 Mrd. EBITDA, Restrukturierungsoptionalität und M&A-Wert.....	60
10. LANXESS: spekulative Konsolidierungschance, Envalior, operatives Restgeschäft und Eigentümermeldungen	63
Unternehmenseinschätzung: LANXESS, Call-Option auf den Unternehmenswert mit wenig verbleibendem Zeitwert	63
10.1 „DWS und Barclays haben kräftig aufgestockt“: Was die Meldungen zeigen	65
10.2 Ergebnisneuausrichtung: Bereinigtes EBITDA ist weder berichtetes EBITDA noch freier Cashflow.....	67
10.3 Advent kauft LANXESS, nicht nur Envalior: hypothetischer Take-private und Aufspaltung	67
11. Wacker Chemie: Neuausrichtung, Siltronic und die LANXESS-Frage	68
Unternehmenseinschätzung: Wacker Chemie, Qualitätserholung und Übernahmeziel nur mit Familienzustimmung	68
11.1 Könnte Wacker LANXESS übernehmen? [H]	70
12. Zweite Reihe und Ausschlüsse	72
Unternehmenseinschätzung: K+S, Halten nach ~30% Erholung; Kalizyklus, nicht Chemiesektorthese	72
Unternehmenseinschätzung: AlzChem, hervorragendes Geschäft zum vollen Preis; Kursziel bei 10x EBITDA.....	73
13. Bewertung, Szenarien und Sensitivitäten	74
14. Katalysatoren, Risiken und was uns widerlegen würde	77
15. Portfoliokonstruktion und erste Parmantier-&-Cie.-Einschätzung.....	79
15.1 Die Fragen, direkt beantwortet.....	80
15.2 Erste Parmantier-&-Cie.-Einschätzung: Europäische Chemie: Der Zyklus 2027	80





Anhang: aktueller Parmantier-&-Cie.-Empfehlungsrahmen	82
Haftungsausschluss / Rechtlicher Hinweis	83



Zusammenfassung

Initiale Sektor- und Unternehmensstudie: Die BASF-Anfrage für Evonik verändert die strategische Gleichung

Wir nehmen die Analyse deutscher Chemieunternehmen mit Übergewichten auf. Am 25. September 2026 bestätigte Evonik eine unverbindliche Anfrage von BASF zu einem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot für sämtliche Aktien; BASF bestätigte Sondierungsgespräche mit Evonik und der RAG-Stiftung, und RAG bestätigte die Kontaktaufnahme [R]. Die Konsolidierung ist vom Gerücht zur bestätigten Anfrage übergegangen, aber nicht zu einem Angebot, Konditionen, einer Finanzierung oder einer Vereinbarung. Unsere erste Einschätzung: Konsolidierung kaufen, wo die Bilanzen sie tragen können, und die Aufspaltung, wo dies nicht möglich ist. Laut Handelsblatt (29.09.2026) verfolgt BASF die Idee nach Evoniks erster Ablehnung weiter; erneute Gespräche, Angebotskonditionen oder ein Zeitplan wurden von keinem der Unternehmen bestätigt [M].

Kernaussagen

- **BASF: erstmals Kaufen, KZ EUR 59.00 (+24.0% 12M-GR).** Agricultural Solutions: Basis-EV EUR 27.3 Mrd. (EUR 2,275 Mio. EBITDA 2027E × 12x); EUR 38.675 Mrd. (17x) ist eine Obergrenze für einen Kontrollerwerb, kein IPO-Wert. Standalone-Wert ~EUR 60; wir ziehen ~EUR 1.2/Aktie für das wahrscheinlichkeitsgewichtete Risiko einer Überzahlung für Evonik und einer Verwässerung ab [C/A].
- **Evonik: erstmals Halten, KZ EUR 20.50 (+4.3% 12M-GR).** Die Anfrage erhöht den strategischen Wert, doch die Aktie notiert bereits 19.6% über dem unbeeinflussten Kurs von EUR 17.24; eine Prämie von 30% entspricht EUR 22.41. Ein berichteter Vorschlag von EUR 22.15 wurde als zu niedrig abgelehnt (28.09.2026) [M]; unser wahrscheinlichkeitsgewichteter Wert beträgt EUR 20.57 [R/M/A].
- **LANXESS: erstmals spekulatives Kaufen, KZ EUR 21.00.** Die Envalior-Beteiligung von 40.94% erklärt den Großteil der Marktkapitalisierung von EUR 1.07 Mrd.; Andienungsfenster 2027/28. Es gibt kein neues Gebot: Konsolidierungsimpulse sind lediglich Optionalität [R/A].
- **Die Transaktionsrechnung ist anspruchsvoll.** Bei 30% Prämie beträgt der Erwerbs-EV einschließlich Pensionen EUR 15.7 Mrd. (7.5x bereinigtes EBITDA 2026E). Eine reine Barzahlung bringt BASF auf 3.3x; nur eine reine Aktienzahlung (2.2x; 1.6x nach IPO-Erlösen) schützt das Single-A-Rating, bei 25% Verwässerung. Wertneutralität erfordert ~EUR 0.9 Mrd. Bruttosynergien [A].
- **Eine RAG-Ankerbeteiligung von ~50% ist rechnerisch nicht plausibel.** Eine reine Aktientransaktion verschafft allen Evonik-Aktionären ~20% an BASF und RAG ~8.6%; RAG hat Berichten zufolge mittelfristig einen Rückgang auf 25.1% signalisiert [M] und erklärte am 30.09.2026, dass ihre Satzung auch einen vollständigen Verkauf der Beteiligung erlaubt [R].

Dieses Dokument enthält das erste Equity Research von Parmantier & Cie. zu diesen Sektor- und Unternehmensthemen. Kurse: XETRA-Schlusskurse vom 1. Oktober 2026; unbeeinflusster Evonik-Referenzkurs EUR 17.24 (21.09.2026). Research-Stichtag 22. September 2026, mit Ausnahme der ausdrücklich gekennzeichneten Mitteilungen und Berichte vom 24. September bis 1. Oktober 2026 [R].

Ergänzende Berichterstattung bis 1. Oktober 2026 berücksichtigt, einschließlich der Erklärung der RAG-Stiftung vom 30. September 2026. Kurse und Marktdaten wurden auf den XETRA-Schlusskurs vom 1. Oktober 2026 aktualisiert; Kursziele sind unverändert. Die Handelsblatt-Berichterstattung vom 29. September 2026 ist keine Unternehmensmitteilung.



Kurse: XETRA-Schlusskurse 01.10.2026 für alle Titel. 12-Monats-Renditen enthalten Dividenden. [R/A]

Unabhängige, nicht gesponserte Anlageempfehlung (§ 86 Abs. 1 WpHG). Erstmalige Ratingbandbreiten: Kaufen > +15%, Halten -15% bis +15%, Verkaufen < -15% Gesamtrendite über 12 Monate. Analystenbestätigung, Offenlegungen und potenzielle Interessenkonflikte siehe Rechtlicher Hinweis am Ende dieses Berichts.

WESENTLICHE RISIKEN

Keine Einigung mit RAG/Evonik über Konditionen; hoher Baranteil der Gegenleistung; kartellrechtliche Auflagen bei Additiven und Katalysatoren; BASF-Verwässerung; Normalisierung der Sondergewinne 2027; TTF > EUR 60/MWh; verzögerter IPO von Agricultural Solutions.

WIDERLEGUNG DER THESE

EU-Auslastung bis Mitte 2027 nicht über 76%; BASF verpflichtet sich vor Erlösen aus Agricultural Solutions zu >50% Baranteil; Envalior erneut abgelehnt; bereinigtes Evonik-EBITDA 2027 unter EUR 1.8 Mrd.

Erste Einschätzung			
Sektoreinschätzung	Übergewichten		
Datum der Analyseaufnahme	6. Oktober 2026		
Kurstichtag	01.10.2026 (alle Titel)		
Erstveröffentlichung	Ja		
	Erstrating	KZ (EUR)	12M-GR
BASF	Kaufen	59.00	+24.0%
Evonik	Halten	20.50	+4.3%
LANXESS	Kaufen (spek.)	21.00	+70.2%
Wacker	Kaufen	106.00	+21.1%
SGL Carbon	Kaufen (spek.)	5.40	+8.7%
K+S	Halten	17.50	+16.4%
AlzChem	Halten	140.00	-10.2%

Im gesamten Bericht verwendete Evidenzkennzeichnungen

Kennzeichnung	Bedeutung
[R]	Berichteter Fakt: Unternehmensmitteilung, regulatorische Veröffentlichung, gesetzliche Stimmrechtsmitteilung, Börsen- oder Marktdaten
[G]	Managementprognose oder Managementkommentar
[C]	Broker-Research oder Konsens, mit Zuordnung und Datum
[M]	Markt- oder Pressebericht unter Berufung auf ungenannte Quellen; unbestätigt
[A]	Annahme, Schätzung oder Berechnung von Parmantier & Cie. Research
[H]	Hypothetisch: Es gibt weder Bericht noch Gerücht oder Veröffentlichung; analysiert, weil die Frage gestellt wurde



Kurse sind, sofern nicht anders angegeben, XETRA-Schlusskurse vom 1. Oktober 2026. Durchgehend EUR. Multiplikatoren verwenden den von S&P Capital IQ standardisierten EV und das EBITDA, sofern keine Unternehmensbasis angegeben ist; Evonik wird, wo gekennzeichnet, auf bereinigter Basis dargestellt, da Guidance und Konsens darauf beruhen.

Zentrale Debatten

Abbildung 1: Fünf Debatten, die die Sektoreinschätzung bestimmen

Debatte	Markteinschätzung	Unsere Einschätzung	Was unsere Einschätzung ändern würde
Ist 2026 ein Zyklus oder ein Sondergewinn?	Geteilt: Prozyklische Häuser sehen eine Wende; Pessimisten einen Angebotsschock	Überwiegend Sondergewinne im Q2 [C/G]. Diese müssen nicht anhalten: Die These beruht auf Verkäufen, Stilllegungen und Vermögenswerten	EU-Auslastung unter 76% bis Mitte 2027 ohne Fortschritte bei Verkäufen
Macht die BASF-Anfrage Konsolidierung investierbar?	Bestätigte Anfrage = unmittelbar bevorstehendes Gebot; Evonik-Neubewertung +7.2% am 25.09, BASF - 3.6% [R]	Bestätigte Anfrage, kein Angebot [R]. Sie erhöht die Konsolidierungswahrscheinlichkeit, schafft aber nur bei hohem Aktienanteil Wert; bei 30% Prämie sind ~EUR 0.9 Mrd. Bruttosynergien nötig [A]	Eine Mitteilung nach § 10 WpÜG mit ≥50% Aktiengegenleistung und RAG-Unterstützung; oder BASF-Rückzug
Ist der BASF-IPO von Agricultural Solutions eingepreist?	Kurzfristiger Börsengang als Katalysator	Die operative Mitteilung vom 24.09 verbessert die IPO-Bereitschaft; EUR 2,275 Mio. EBITDA 2027E von Agricultural Solutions bei 12x ergeben EUR 27.3 Mrd. fairen EV, gegenüber der Übernahmeobergrenze von 17x bzw. EUR 38.675 Mrd. [C/A]	Carve-out-Ziele, Cash Conversion und ein am Markt platzierbarer IPO-Multiplikator
Was ist LANXESS ohne Envalor wert?	Ein verschuldeter Zykliker in Schwierigkeiten	Ein operatives Geschäft mit einem eingepreisten Eigenkapitalwert von ~EUR 370 Mio. bei EUR 12.40 [A], mit >EUR 1.35 Mrd. ungezogenen Kreditlinien [R]	Advent lehnt die Beteiligung 2027 erneut ab
Kann Wacker für LANXESS bieten?	Siltronic-Erlöse erhöhen die Finanzkraft	Nein: EUR 359 Mio. decken ~9% eines Preises von ~EUR 4 Mrd.; die Familienmehrheit begrenzt Aktienemissionen [R/A]. Allenfalls Käufer einzelner Vermögenswerte	Jeder Bericht, jede Veröffentlichung oder Erklärung, die beide verbindet

Quelle: Parmantier & Cie. Research. Evidenzkennzeichnungen wie oben definiert.



1. Investmentüberblick

1.1 Warum wir die Analyse jetzt aufnehmen: fünf Schlussfolgerungen

1. Die Konsolidierung ist vom Gerücht zur bestätigten Anfrage übergegangen. Am 25. September 2026 bestätigte Evonik per Ad-hoc-Mitteilung gemäß Art. 17 MAR eine unverbindliche BASF-Anfrage zu einem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot für sämtliche Aktien; BASF bestätigte Sondierungsgespräche mit der RAG-Stiftung und Evonik; RAG (43.8%) bestätigte die Kontaktaufnahme [R]. Es gibt weder Angebot noch Preis, Struktur, Finanzierung oder Vereinbarung, und Evonik erklärt, dass derzeit keine Gespräche stattfinden [R]. Neben ADNOC/Covestro, dem Coatings-Verkauf, der Ausgliederung von Agricultural Solutions und drei Beteiligungsmonetarisierungen macht die Anfrage aus der „Konsolidierung durch Zerlegung“ einen zweiseitigen Zyklus [R/A].

2. BASF ist unser bevorzugter Large Cap für ein Engagement in der Konsolidierung. BASF erhält Kaufen mit Kursziel EUR 59: Die Abspaltung von Agricultural Solutions trägt den Wert (Basis-EV EUR 27.3 Mrd.), während eine Evonik-Transaktion nur bei überwiegender Aktienzahlung oder nach IPO-Erlösen disziplinierte Optionalität darstellt. Der Markt bestraft BASF am 25.09.2026 bereits mit -3.6% für Umsetzungs- und Verwässerungsrisiken [R/A].

3. Evonik: Strategischer Wert steigt, Standalone-Potenzial sinkt. Die Aktie schloss am 01.10.2026 bei EUR 20.62, 19.6% über dem unbeeinflussten Kurs von EUR 17.24. Eine Prämie von 30% impliziert EUR 22.41; unser wahrscheinlichkeitsgewichteter Wert beträgt EUR 20.57 unter Berücksichtigung des berichteten, von Evonik abgelehnten Vorschlags von EUR 22.15 [M]. Ohne bestätigte Gespräche und bei unbekannten RAG-Preisvorstellungen nehmen wir die Analyse mit Halten, KZ EUR 20.50, auf [R/A].

4. LANXESS bleibt die asymmetrische Option. Wir starten mit spekulativem Kaufen, KZ EUR 21.00. Die Envalor-Beteiligung von 40.94% und die Andienungsfenster 2027/28 sind bestätigte Wertkanäle; ein Sponsor-Take-private und eine SOTP-Bewertung der drei Divisionen einschließlich eines Advent-Szenarios bieten zusätzliche hypothetische Optionalität. BASF ist nicht unser bevorzugter Käufer. Das EBITDA vor Sondereinflüssen im H1 2026 betrug EUR 246 Mio., nicht EUR 174 Mio.; erhebliche Einmaleffekte erfordern eine Überleitung zu berichteten Ergebnissen und Cashflow. Keine Übernahmeanfrage ist bestätigt [R/A/H].

5. Bilanzen entscheiden, wer konsolidieren kann. Nur reine Aktientransaktionen oder Strukturen nach dem IPO halten BASF nahe Single-A (1.6-2.2x). Bei 30% Prämie erfordert Wertschaffung ~EUR 0.9 Mrd. Bruttosynergien, mehr als die in Marktkommentaren genannte Bandbreite von EUR 650-700 Mio. [M/A]. Wacker (Kaufen, EUR 106) bleibt eine Qualitätserholung und allenfalls Käufer einzelner Vermögenswerte [R/A].

Die Reihenfolge ist wichtiger als die Schlagzeile. Eine Anfrage kann ein Zielunternehmen neu bewerten, bevor der Käufer eine angemessene Rendite für seine eigenen Aktionäre nachgewiesen hat. Wir trennen deshalb drei Entscheidungen. Erstens: Was ist Evonik ohne BASF wert, wenn Commodity-Geschäfte verlassen werden und sich die Cash Conversion verbessert? Zweitens: Wie viel dieses Wertes müsste BASF als Prämie abgeben? Drittens: Welche Einsparungen entstehen nur durch die Zusammenführung der Vermögenswerte, statt bereits in der Standalone-Guidance eines der Unternehmen enthalten zu sein? Die beiden Aktienempfehlungen können rational unterschiedlich ausfallen: Wir sehen genügend von Agricultural Solutions getragenen Wert für ein BASF-Engagement,

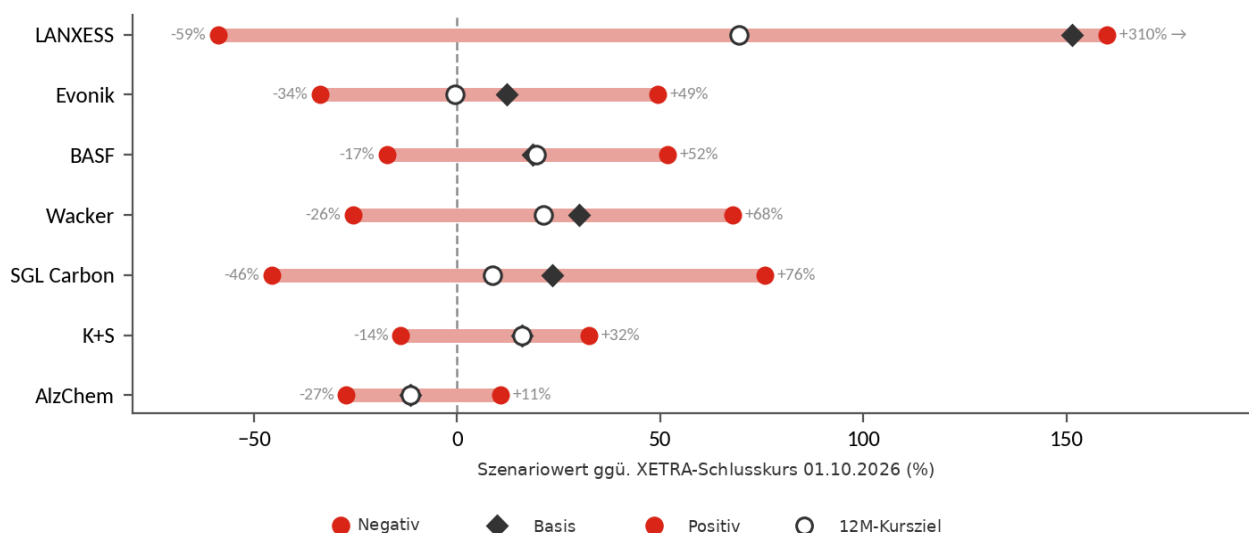


würden aber zum aktuellen Evonik-Kurs keine Abschlusswahrscheinlichkeit kaufen, die keines der Unternehmen belegt hat [A].

Investmentinterpretation. Das Sektorurteil Übergewichten ist kein gepaarter Merger-Trade. BASF profitiert vom dokumentierten Vorbereitungspfad der Abspaltung von Agricultural Solutions; LANXESS ist eine Sondersituation, deren Eigenkapitalwert von Envalior und moderaten industriellen Verbesserungen abhängt; Wacker steht für Erholung und Kapitaldisziplin. Evonik bietet weiterhin ein Engagement in einem möglichen formellen Gebot, doch die Bewertung enthält bereits erhebliche Transaktionsoptionalität. Sinkende deutsche Chemieproduktion muss diese Investmentfälle nicht widerlegen, sofern Verkäufe, Konzernvereinfachung und selektiv verbesserte Fixkostendeckung vorankommen; ein negativer Energie- oder Importschock würde jedoch die Titel mit hohem Beta treffen, bevor er den bilanziellen Wert von Agricultural Solutions trifft [A].

Quelle: Unternehmensveröffentlichungen von BASF und Evonik 25.09.2026 [R]; BASF-Mitteilung Agricultural Solutions 24.09.2026 [R]; Szenarioanalyse Parmantier & Cie. Research [A].

Abbildung 2: Chancen/Risiken: Werte im Negativ-, Basis- und Positivszenario gegenüber aktuellem Aktienkurs



Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]; XETRA-Schlusskurse 01.10.2026, S&P Capital IQ [R]. Szenariowerte: BASF-SOTP 2027E mit Agricultural Solutions 12x Basis / 14x börsennotierter Positivfall / 9x Negativfall; andere Titel anhand eigener Szenarien 2028E. LANXESS-Positivfall abgeschnitten.



Abbildung 3: Erstratings, Kursziele und erwartete Renditen

Unternehmen	Erstrating	Kurs 01.10.26	12M-KZ	24M-Spanne	Div.- Rendite	12M-GR	24M-GR	Kategorie
BASF	KAUFEN	49.40	59.00	64-72	4.6%	+24.0%	+36% bis +50%	Agricultural-Solutions-IPO / disziplinierter Konsolidierer
Evonik	HALTEN	20.62	20.50	20-25	4.8%	+4.3%	+9% bis +29%	Bestätigte Anfrage / M&A- Wertuntergrenze
LANXESS	KAUFEN (spek.)	12.40	21.00	26-31	0.8%	+70.2%	+109% bis +148%	Sondersituation
Wacker Chemie	KAUFEN	87.50	106.00	115-130	keine*	+21.1%	+32% bis +49%	Qualitätserholung
SGL-Carbon	KAUFEN (spek.)	4.97	5.40	6.20-7.00	keine	+8.7%	+25% bis +41%	Sondersituation
K+S	HALTEN	15.10	17.50	18-20	0.5%	+16.4%	+19% bis +33%	Anderer Zyklus
AlzChem	HALTEN	158.10	140.00	130-150	1.3%	-10.2%	-7% bis -1%	Qualität, voll bewertet

Quelle: S&P Capital IQ, XETRA-Schlusskurse 01.10.2026 [R]; erste Schätzungen Parmantier & Cie. [A]. *Wacker-Dividende unbestätigt, mit null angesetzt. Kapitalisierungsgewichtete 12M-Gesamtrendite des abgedeckten Universums ~20.2%. Ratingbandbreiten: Kaufen > +15%, Halten -15% bis +15%, Verkaufen < -15%.

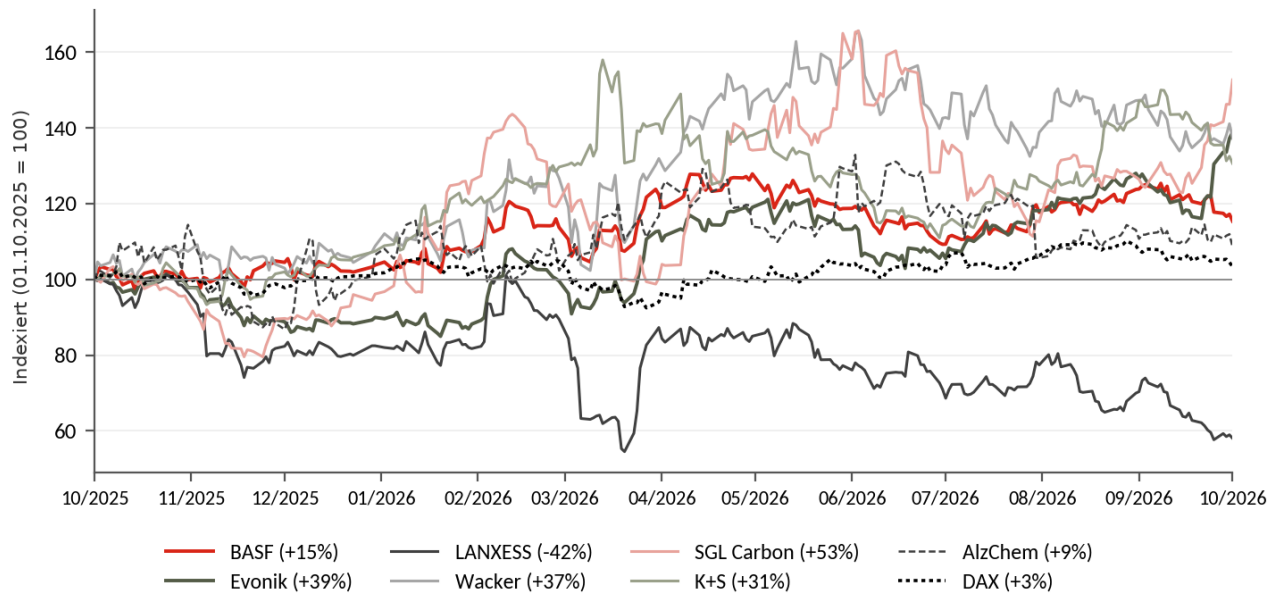
BASF stellt nach Marktwert etwa 68% unseres abgedeckten Universums. Bei 24.0% BASF-Gesamtrendite bis zu unserem Kursziel von EUR 59 beträgt die kapitalisierungsgewichtete erwartete 12-Monats-Rendite ~20.2% und stützt unser Sektorrating Übergewichten [A].

Kapitalisierungsgewichtetes Übergewichten ist letztlich eine BASF-Empfehlung. Da BASF den Korb dominiert, kann ein zahlenmäßig hohes LANXESS-Kursziel eine schlecht finanzierte BASF-Akquisition nicht ausgleichen. Eine negative Überraschung von 10% beim BASF-Eigenkapital ist für die Rendite dieses Universums weit bedeutender als eine Bewegung von 50% bei LANXESS mit einer Marktkapitalisierung unter €1.1 Mrd. Diese Asymmetrie erklärt, warum unser BASF-Investmenttest mit Finanzierung und Wert je Aktie beginnt, nicht mit potenziellen industriellen Synergien. Der Test würde negativ ausfallen, wenn Agricultural-Solutions-IPO-Erlöse nicht zur Bilanzreparatur einbehalten würden oder ein Gebot vor Offenlegung seines Cash-Perimeters angekündigt würde [A].

Die Aktienkursentwicklung über zwölf Monate bis 1. Oktober 2026 zeigt, wie unterschiedlich der Markt die Themen dieser Studie bereits eingepreist hat: SGL-Carbon (+53%), Evonik (+39%), Wacker (+37%) und K+S (+31%) übertrafen den DAX (+3%) deutlich, BASF stieg um 15% und AlzChem um 9%, während LANXESS 42% verlor [R]. Evoniks letzte Aufwärtsbewegung spiegelt die bestätigte BASF-Anfrage wider; der LANXESS-Abschlag bildet den Vermögenswert, auf dem unser spekulatives Kaufen beruht [A].



Abbildung 4: Aktienkursentwicklung der abgedeckten Unternehmen gegenüber dem DAX (indexiert, 01.10.2025 = 100)



Quelle: S&P Capital IQ (XETRA-Schlusskurse); Yahoo Finance (DAX); Parmantier & Cie. Research. Tägliche Schlusskurse 01.10.2025-01.10.2026, auf 100 normiert.

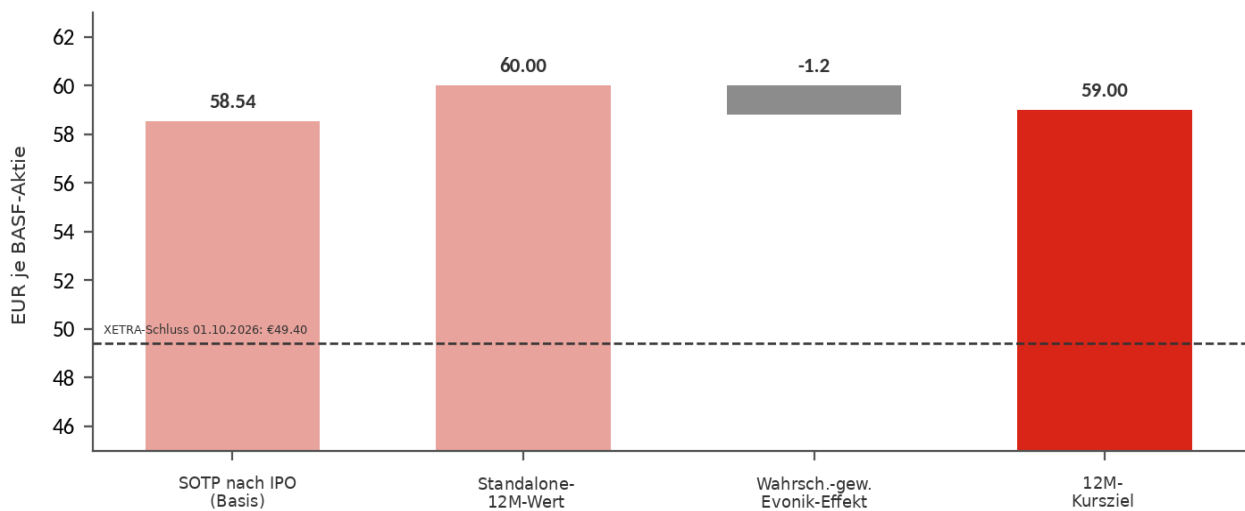


2. Bewertungs- und Schätzungsrahmen der Analyseaufnahme

2.1 Initialer BASF-Bewertungsrahmen

BASF erstmals Kaufen, 12-Monats-Kursziel €59.00, Abspaltung von Agricultural Solutions plus disziplinierte Konsolidierungsoptionalität
Die bestätigte Mitteilung vom 24.09.2026 zu Führung und Betriebsmodell von Agricultural Solutions ist ein Meilenstein der Vorbereitung, keine Prognose [R]. Konzern-EBITDA vor Sondereinflüssen 2027E €7.8 Mrd., davon Agricultural Solutions €2.275 Mrd. (Gegenprüfung Bernstein 22.09.2026) [C/A]. Basis-EV Agricultural Solutions €27.3 Mrd. (12x); ~€5.77 Mrd. IPO-Erlöse senken die Schulden einmalig; 30% Minderheitsanteil zum fairen Wert separat abgezogen. 17x (€38.675 Mrd.) ist eine Kontrollerwerbsobergrenze. Bestätigte Evonik-Anfrage (25.09.2026) [R]: Wir ziehen wahrscheinlichkeitsgewichtet ~€1.2/Aktie ab; ein hoher Baranteil vor IPO-Erlösen würde Kaufen widerlegen [A].

Abbildung 5: Triangulation des initialen BASF-Kursziels



Quelle: Initialbewertung Parmantier & Cie. Research [A]. Gegenprüfung vor IPO: 100% Agricultural Solutions mit Nettoschulden vor Erlösen. Peer-Rahmen-Gegenprüfung: Morgan Stanleys Konzernmultiplikator von 8.5x sowie Nettoschulden- und Minderheitsanpassungen (27.03.2026), angewandt auf EUR 7.3 Mrd. als Mitte der BASF-Guidance 2026 [C/G/A].

Herleitung des initialen BASF-Kursziels von EUR 59.00. Ein fairer Agricultural-Solutions-EV von EUR 27.3 Mrd. und ein Konzern-EBITDA vor Sondereinflüssen 2027E von EUR 7.8 Mrd. ergeben eine Basis-SOTP nach IPO von EUR 58.54 je Aktie; eine SOTP vor IPO bei vollständigem Eigentum beträgt etwa EUR 60.06, und wir setzen den Standalone-12-Monats-Wert auf EUR 60.00. Die bestätigte Evonik-Anfrage führt zu einem wahrscheinlichkeitsgewichteten Abschlag von ~EUR 1.2 je Aktie (Ergebnisabbildung, Abschnitt 8), der Überzahlungs- und Verwässerungsrisiken bei hohem Baranteil abbildet. Bei BASFs Schlusskurs von EUR 49.40 (01.10.2026) beträgt das Kurspotenzial 19.4%; zuzüglich einer angenommenen Dividende von EUR 2.25 ergeben sich 24.0% Gesamtrendite: Kaufen [A/R].

Treiber des Kursziels. Die Bewertung hängt von Offenlegung und Umsetzung der Abspaltung von Agricultural Solutions ab, nicht von einer Evonik-Transaktion und nicht von einer nicht offengelegten Übernahme von Agricultural Solutions. Die Organisationsmitteilung vom 24. September ist ein operativer Vorbereitungsmeilenstein; der Kapitalmarkttag am 24. November, Carve-out-Abschlüsse und das Börsengangfenster 2027 sind die nächsten messbaren Katalysatoren. Bei Evonik ist der Mix der Gegenleistung entscheidend: Je mehr Aktien und je später der Zeitpunkt (nach IPO-Erlösen), desto kleiner unser Abschlag [R/A].



Abbildung 6: Initiale BASF-Segment-EBITDA-Schätzungen (EUR Mio.)

Segment	FY2025A	2026E	2027E	2028E	Initiale Annahme
Agricultural Solutions	2,081	2,050	2,275	2,450	Bernstein 2027E €2,275 Mio.; Eigenmaßnahmen, Volumenerholung; Betriebsaufstellung 24.09 [C/R/A]
Materials	1,575	1,850	1,900	2,000	MDI-Vorteil 2026 hält teilweise an, nicht dauerhaft [A]
Chemicals	853	1,450	1,450	1,550	Moderate Preis-/Mix- und Auslastungserholung [A]
Industrial Solutions	1,200	1,300	1,400	1,500	Fixkostendeckung [A]
Nutrition & Care	649	760	860	900	Eigenmaßnahmen und Mix [A]
Surface Technologies	800*	500	500	500	Coatings verkauft 01.07.2026; verbleibende Katalyse [R/A]
Zentrale / Sonstiges	(604)	(610)	(585)	(600)	Kostenkontrolle und Intersegmentanpassungen [A]
Konzern	6,053	7,300	7,800	8,300	Mitte der Managementprognose 2026; 2027 unter Bernstein €7,885 Mio. [G/C/A]

Quelle: S&P Capital IQ Segmentdaten GJ2025 (standardisiertes EBITDA) und BASF-EBITDA vor Sondereinflüssen GJ2025 €6,554 Mio. [R]; unterschiedliche Kennzahlendefinitionen. Konzern 2026 €7.3 Mrd. als Mitte der Unternehmensguidance zum EBITDA vor Sondereinflüssen (29.07.2026) [G]. PCR 2027E €7.8 Mrd. [A].

Unternehmen / Kennzahl	2026E PCR	2027E PCR	2028E PCR	2029E PCR	Aktueller Konsens 26 / 27 / 28	Abweichung zum Konsens	Zentrale Annahme
BASF Umsatz	63,000	65,000	67,000	69,000	63,488 / 64,518 / 66,329	-0.8% / +0.7% / +1.0%	Volumen/Mix bei Agricultural Solutions und im übrigen Konzern; Organisation 24.09 [A]
EBITDA vor Sondereinflüssen / Marge	7,300 / 11.6%	7,800 / 12.0%	8,300 / 12.4%	8,700 / 12.6%	7,576 / 7,585 / 8,307	-3.6% / +2.8% / -0.1%	Agricultural Solutions 2027E €2,275 Mio.; normalisierter Rest €5,525 Mio. [C/A]
EBIT	3,400	3,800	4,250	4,650	3,562 / 3,609 / 4,277	-4.5% / +5.3% / -0.6%	Abschreibungen und Portfolioeffekte [A]
EPS (EUR)	3.30	2.95	3.50	4.00	3.53 / 2.55 / 3.28	-6.5% / +15.7% / +6.7%	Angenommener 30%-Streubesitz bei Agricultural Solutions mit Minderheitenergebnis [A]
FCF	1,800	2,750	3,150	3,500	2,149 / 2,959 / 3,089	-16% / -7% / +2%	Saisonales Working Capital; Investitionsdisziplin [A]
Nettoverschuldung	16,500	14,730	13,700	12,500	k. A.	k. A.	2027 nach ~€5.77 Mrd. Nettoerlösen aus sekundärem IPO [A]
Evonik Umsatz	14,600	14,500	14,950	15,400	14,778 / 14,591 / 14,948	-1.2% / -0.6% / 0.0%	Portfolioabgänge kompensieren Volumenerholung
Bereinigtes EBITDA / Marge	2,100 / 14.4%	2,050 / 14.1%	2,150 / 14.4%	2,250 / 14.6%	2,196 / 1,999 / 2,099	-4.4% / +2.6% / +2.4%	Vorübergehende Preiseffekte laufen aus; Restrukturierung liefert Beiträge
EBIT	1,100	1,050	1,150	1,250	1,162 / 1,001 / 1,057	-5.4% / +4.9% / +8.8%	Verkäufe und Stilllegungen verbessern Qualität
EPS (EUR)	1.15	1.25	1.40	1.55	1.13 / 1.23 / 1.14	+2% / +2% / +23%	Geringere Sonderbelastung im Zeitverlauf



Unternehmen / Kennzahl	2026E PCR	2027E PCR	2028E PCR	2029E PCR	Aktueller Konsens 26 / 27 / 28	Abweichung zum Konsens	Zentrale Annahme
FCF	750	800	850	900	810 / 819 / 798	-7% / -2% / +6%	Cash Conversion normalisiert sich
Nettoverschuldung	3,500	3,350	3,200	2,950	k. A.	k. A.	Dividenden und Verkaufserlöse enthalten
LANXESS Umsatz	5,700	5,850	6,050	6,250	5,766 / 5,880 / 6,035	-1.1% / -0.5% / +0.3%	Keine vollständige industrielle Erholung
EBITDA / Marge	430 / 7.5%	520 / 8.9%	600 / 9.9%	650 / 10.4%	487 / 554 / 605	-11.7% / -6.1% / -0.8%	Konservativere Normalisierung 2026-27
EBIT	10	90	140	185	16 / 93 / 98	-37% / -3% / +43%	Hohe Abschreibungen; Eigenmaßnahmen bis 2028 sichtbar
EPS (EUR)	(2.80)	(1.60)	(0.80)	0.20	(2.88) / (1.77) / (1.73)	besser / besser / besser	Sonderbelastungen sinken
FCF	30	70	150	200	55 / 75 / 136	-45% / -7% / +11%	Working Capital und Investitionen normalisieren sich
Nettoverschuldung	2,050	1,950	1,209	1,000	k. A.	k. A.	EUR 700 Mio. Envalior-Erlöse für 2028 angenommen
Wacker Umsatz	5,850	6,000	6,100	6,300	5,710 / 5,904 / 6,200	+2.5% / +1.6% / -1.6%	Erholung bei Siliconen und Halbleitern
EBITDA / Marge	720 / 12.3%	790 / 13.2%	854 / 14.0%	930 / 14.8%	674 / 728 / 805	+6.8% / +8.5% / +6.1%	PACE und Mix kompensieren Solarschwäche
EBIT	250	330	414	490	196 / 232 / 311	+28% / +43% / +33%	Normalisierte Belastungen und geringere Investitionen
EPS (EUR)	2.20	3.80	5.00	6.20	1.84 / 3.56 / 4.07	+20% / +7% / +23%	Keine Großakquisition
FCF	180	220	300	350	199 / 190 / 229	-10% / +16% / +31%	Investitionen unter Abschreibungen; PACE-Umsetzung
Nettoverschuldung	500	400	300	100	k. A.	k. A.	Enthält beide Siltronic-Platzierungen



Abbildung 7: BASF-Bewertungsüberleitung 2027E, € Mrd. (illustrativer IPO mit 30% sekundärem Streubesitz)

Komponente	Negativfall	Basisfall	Positivfall
EV des übrigen BASF-Konzerns	36.20	42.31	48.42
Agricultural-Solutions-EV (EBITDA 2027E × Multiplikator)	18.45 (2.05×9x)	27.30 (2.275×12x)	35.00 (2.50×14x)
Coatings, Harbour und Finanzbeteiligungen	1.90	2.60	3.30
Konzern-EV	56.55	72.21	86.72
Abzüglich Konzern-Nettoverschuldung 2027E nach IPO-Zufluss	(17.19)	(14.73)	(12.57)
Abzüglich 30% Agricultural-Solutions-Minderheit zum FAIREN Eigenkapitalwert (EV abzüglich zugeordneter Schulden)	(4.22)	(7.08)	(9.60)
BASF-Eigenkapitalwert	35.15	50.40	64.55
BASF je Aktie, €	40.83	58.54	74.98

Quelle: PCR [A], unter Berücksichtigung der US-Mitteilung zu BASF Agricultural Solutions vom 24.09.2026 [R]; EBITDA 2027E Agricultural Solutions €2,275 Mio., Gegenprüfung Bernstein 22.09.2026 [C]. Nettoschulden 2027 vor Erlösen €20.5 Mrd.; fairer Minderheiteneigenkapitalwert separat abgezogen. Börsennotierte Minderheit ist keine zweite Quelle für BASF-Erlöse.

So ist die Agricultural-Solutions-Überleitung zu lesen. Der Unternehmenswert bezieht sich auf das gesamte Agricultural-Solutions-Geschäft, unabhängig davon, ob BASF später eine Minderheit verkauft. Beim illustrativen sekundären IPO von 30% senkt der Mittelzufluss BASFs Schulden, doch 30% des *Eigenkapitals* der Tochter gehören anschließend neuen Aktionären. Ein Minderheitsabzug auf Basis des Unternehmenswerts statt des Eigenkapitalwerts würde BASF wegen zugeordneter Agricultural-Solutions-Schulden zu stark belasten; der Ansatz von 100% Agricultural Solutions nach Abzug des IPO-Zuflusses von den Nettoschulden würde das BASF-Eigenkapital überhöhen. Die Tabelle trennt diese Schritte. Die Kontrollerwerbssensitivität von €38.675 Mrd. liegt bewusst außerhalb der Basisüberleitung: Sie setzt eine strategische Prämie für den Erwerb des gesamten Agricultural-Solutions-Geschäfts voraus, während eine börsennotierte Minderheit weder Kontrolle noch eine etablierte Streubesitzbewertung hätte [A].

Warum dies eine Kapitalallokationsgeschichte und kein Handel auf den Börsengangstermin ist.

Ein separat gehandeltes Agrarwissenschaftsgeschäft könnte Margen, Cash Conversion, Pipeline-Ökonomie und Governance klarer offenlegen als der konsolidierte BASF-Segmentanhang. Bessere Offenlegung kann den Konglomeratsabschlag vor dem ersten Aktienverkauf senken, aber nur, wenn die neue Einheit saisonales Working Capital und Forschung finanzieren kann, ohne versteckte Kosten an BASF zurückzugeben. Wir würden den IPO am realisierten Eigenkapitalwert *nach* Schuldenzuordnung, Steuern und Trennungskosten sowie am Multiplikator der verbleibenden Chemiegeschäfte beurteilen, nicht isoliert an Bruttoerlösen [A].

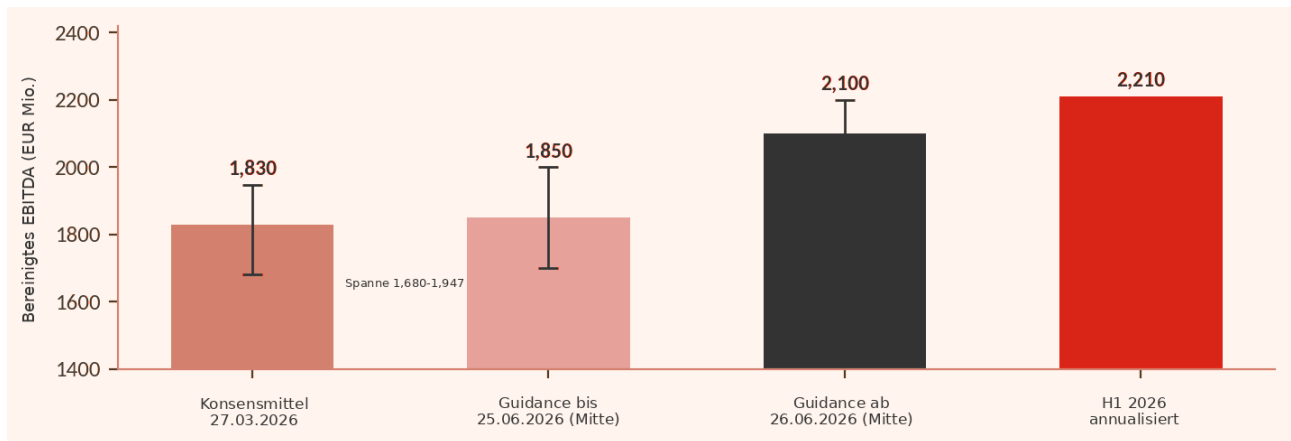
2.2 Erste Parmantier-&Cie.-Schätzungen gegenüber Konsens

Abbildung 8: Erste Parmantier-&Cie.-Schätzungen gegenüber dem zuletzt verfügbaren Konsens (EUR Mio.)

Quelle: Unternehmensberichte; S&P Capital IQ; erste Schätzungen Parmantier & Cie. Research [A]. Konsens: zuletzt verfügbare strukturierte Schätzungen für BASF, Evonik, LANXESS und Wacker, abgerufen 22.09.2026 [C]. Der Datenanbieter stellte weder Snapshot-Datum noch Schätzungen für 2029 bereit; Konsens daher nur für 2026-2028. Werte in EUR Mio., außer EPS und Margen.



Abbildung 9: Evonik-EBITDA 2026E: Schätzungen in sechs Monaten um ~15% gestiegen



Quelle: Konsensmittelwert und Bandbreite (Refinitiv) laut Morgan Stanley, 27.03.2026 [C]; Evonik-Guidance EUR 1.7-2.0 Mrd. (HV, 03.06.2026), auf EUR 2.0-2.2 Mrd. erhöht (26.06.2026) und am 04.08.2026 bestätigt [G]; bereinigtes EBITDA H1 2026 EUR 1,105 Mio. (Q1 EUR 475 Mio., Q2 EUR 630 Mio.), annualisiert [R/A].

Den Vergleich zeitlich einordnen. Die beigefügte Morgan-Stanley-Sektoranalyse datiert vom 27. März 2026. Ihre Schätzungen zeigen, wie eine angebotsbeschränkte, von vorgelagerten Geschäften getragene Einschätzung vor BASFs Juli-Ergebnissen, Evoniks August-Zwischenbericht und der BASF-Anfrage im September aussah; sie sind keine aktuelle Konsensumfrage. Wir behalten den historischen Vergleich bei, um Richtung und Quellen der Ergebnisüberraschung zu identifizieren. Unsere initialen Prognosen 2026-2029 in Abbildung 8 verwenden spätere operative Veröffentlichungen; fehlen im strukturierten Konsens Zahlen für 2029 oder ein prüfbares Snapshot-Datum, wird der Vergleich weggelassen statt konstruiert. Entscheidungsrelevant ist, ob Anhebungen auf Volumen und dauerhaftem Kostenabbau oder vorübergehenden Preisen infolge der Angebotsstörung im Nahen Osten beruhen [C/A].

Quelle: Morgan Stanley, Industrial Chemicals, 27.03.2026, S. 1, 17-18, 21-22 [C]; BASF H1 2026 und Evonik H1 2026 Berichte [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

Das Evonik-Muster ist der Kern unserer abweichenden Sicht. Unternehmensguidance und Konsens sind seit März um etwa 15% gestiegen, und der Aktienkurs liegt unter dem von Morgan Stanley auf niedrigerer Basis gesetzten Kursziel von EUR 18. Die beiden nachfolgenden verifizierten Brokeraktionen sind Herabstufungen: Goldman auf Neutral im Juni und Morgan Stanley auf Gleichgewichten am 15.09.2026 [C]. Der Markt hat die Anhebung als Sondergewinn interpretiert und das Portfolio vor Restrukturierung bewertet. Wir stimmen zu, dass die Anhebung teilweise ein Sondergewinn war. Wir widersprechen der Annahme eines statischen Portfolios.

Abbildung 10: Initiale Schätzungen, Unternehmen der zweiten Reihe

Unternehmen / Kennzahl	2026E	2027E	2028E	2029E	Basis
SGL Carbon Umsatz	860	890	930	970	PCR-Annahme [A]
EBITDA / Marge	120 / 14.0%	126 / 14.2%	135 / 14.5%	145 / 14.9%	PCR-Annahme [A]
EBIT	70	75	82	90	PCR-Annahme [A]
EPS (EUR)	0.35	0.40	0.47	0.55	PCR-Annahme [A]
FCF	30	35	42	50	PCR-Annahme [A]
Nettoverschuldung	100	85	65	40	PCR-Annahme [A]
K+S Umsatz	4,050	4,150	4,250	4,350	PCR-Annahme [A]





Unternehmen / Kennzahl	2026E	2027E	2028E	2029E	Basis
EBITDA / Marge	720 / 17.8%	700 / 16.9%	720 / 16.9%	740 / 17.0%	Operatives EBITDA; 2026E = Mitte der Guidance [G/A]
EBIT	250	230	250	270	EBITDA abzüglich ~EUR 470 Mio. Abschreibungen [A]
EPS (EUR)	1.00	0.90	1.00	1.10	PCR-Annahme [A]
FCF	70	120	180	220	2026E gemäß Guidance-Bandbreite [G/A]
Nettoverschuldung	150	450	400	300	Qemetica EUR 350 Mio. im Q1 2027 [R/A]
AlzChem Umsatz	620	670	720	770	PCR-Annahme [A]
EBITDA / Marge	125 / 20.2%	138 / 20.6%	150 / 20.8%	163 / 21.2%	PCR-Annahme [A]
EBIT	100	112	124	137	PCR-Annahme [A]
EPS (EUR)	7.00	7.80	8.60	9.40	PCR-Annahme [A]
FCF	45	50	55	60	PCR-Annahme [A]
Nettoverschuldung / (Nettoliiquidität)	(35)	(60)	(85)	(115)	PCR-Annahme [A]

Quelle: Erste Schätzungen Parmantier & Cie. Research [A]. Für die Unternehmen der zweiten Reihe wurde keine aktuelle strukturierte Konsensreihe abgerufen; der Bericht leitet keine ab. K+S wird vom Kalizyklus und nicht von der europäischen Chemiesektorthese bestimmt.



3. Sektorthese: von der Zerlegung zur bestätigten Konsolidierungsanfrage

Kullmann auf der Handelsblatt-Chemiekonferenz: Konsolidierung kommt, ein zyklischer Aufschwung ist aber nicht gesichert

Kullmann erwartete ausdrücklich eine Konsolidierung der europäischen Chemie. Auf der Handelsblatt Jahrestagung Chemie in Berlin am 20. Mai 2026 (Reuters, gleicher Tag) sagte Evonik-CEO Christian Kullmann: „Wir sind in Europa unter Druck... Steht uns eine Konsolidierung der europäischen Chemie ins Haus? Ja.“ Und: „Wird die nur im eigenen Saft stattfinden, Europäer zwischen Europäern? Nein... Die wird sehr viel offener sein.“ In derselben Rede: „Wir werden ein starkes zweites Quartal sehen, das im Wesentlichen durch Hamsterkäufe und die Notwendigkeit zu produzieren getrieben ist“ und „Ein Aufschwung ist nicht absehbar.“ [R] Kullmann ist seit Ende August krankheitsbedingt abwesend; Claus Rettig ist seit 01.09.2026 Interims-CEO [R, Evonik, 27.08.2026].

Kullmanns Aussage stützt die Konsolidierungsthese unmittelbar. Auf der Handelsblatt-Chemiekonferenz erwartete er einen offeneren Prozess mit externem Kapital, nicht nur Zusammenschlüsse europäischer Produzenten. Portfolioverkäufe, Abspaltungen und Stilllegungen gehören dazu; eine sponsorgetriebene Gesamtübernahme mit anschließenden Verkäufen ist ein weiterer möglicher Weg. BASFs später bestätigte Evonik-Anfrage ergänzt einen dokumentierten strategischen Käuferpfad. Keine dieser Entwicklungen garantiert eine Transaktion oder eine breite zyklische Erholung [R/A].

Abbildung 11: Bestätigte Ereignisse sind Verkäufe, Abspaltungen und Stilllegungen sowie seit 25.09.2026 eine bestätigte Übernahmeanfrage

Ereignis	Art	Status	Gemeinsamer Treiber
ADNOC übernimmt Covestro	Ausländische Übernahme	Abgeschlossen [R]	Staatliche Kapitalkosten
BASF Coatings an Carlyle / QIA, EUR 7.7 Mrd. EV	Spartenverkauf	Vollzogen 01.07.2026 [R]	Entschuldung; Fokus
Ausgliederung und IPO von BASF Agricultural Solutions	Abspaltung	Von Aktionären genehmigt 30.04.2026; Koordinatoren mandatiert 14.09.2026 [R]	Konglomeratsabschlag
BASF-Verkauf von Harbour-Energy-Anteilen	Beteiligungsmonetarisierung	Tranche abgeschlossen 09.2026 [R]	Bilanz
Wacker-Siltronic-Platzierungen (26.05, 22.09)	Beteiligungsmonetarisierung	Abgeschlossen; ~EUR 359 Mio. brutto [R]	Bilanz; Neufokussierung
LANXESS-Envalor-Andienung	Beteiligungsmonetarisierung	Advent lehnte 2026 ab; Fenster 2027/28 [R]	Bilanz
Evonik Oxeno und Syneqt	Spartenverkauf	Im Prozess [R]	Ausstieg aus Commodity-Wertschöpfungsketten
Evonik-Stilllegungen Hamburg und Bitterfeld	Kapazitätsbereinigung	Angekündigt 11.09.2026 [R]	Asiatisches Angebot; geringe Auslastung
BASF-Evonik	Mögliche freiwillige öffentliche Übernahme	Bestätigte unverbindliche Anfrage; Sondierungsgespräche; kein Angebot oder Konditionen (25.09.2026) [R]	Größe gegenüber Asien; RAG-Diversifikation
Wacker-LANXESS	Zusammenschluss ganzer Unternehmen	Keinerlei Bericht [H]	-

Quelle: Unternehmensmitteilungen und Veröffentlichungen mit jeweiligem Datum; Dealreporter via Seeking Alpha/TradingView, 21.09.2026 [M]; Parmantier & Cie. Research.

Abbildung 12: Plausibelste Konsolidierungswege, nach Rang

Rang	Art	Begründung
1	Restrukturierungsgetriebene Wertschaffung ohne M&A	Bei allen abgedeckten Unternehmen im Gang; kein Finanzierungs- oder Genehmigungsrisiko [R]
2	Transaktionen auf Vermögenswertebene und Beteiligungsmonetarisierungen	Siltronic, Envalior, Harbour, Coatings, Oxeno, Syneqt: dominierendes bestätigtes Muster [R]
3	Abspaltungen und IPOs	BASF Agricultural Solutions; setzt Wert ohne Käufer frei [R]
4	Eigenkapitalfinanzierte Gesamtunternehmenszusammenschlüsse	Jetzt als Anfrage bestätigt (BASF-Evonik) [R]; einzige Struktur, die Single-A schützt; Widerstand der Aktionäre gegen Verwässerung [A]
5	Private-Equity-Übernahmen und Gemeinschaftsunternehmen	Carlyle/QIA (Coatings), Advent (Envalior) zeigen Interesse an Carve-outs, nicht an großen börsennotierten deutschen Konzernen [R/A]
6	Fremdfinanzierte Konsolidierung	Am wenigsten bevorzugt: 3x+ Verschuldung, Ratingdruck, Werttransfer an Zielunternehmen [A]

Quelle: Parmantier & Cie. Research.

Abbildung 13: Warum Konsolidierung Wert schaffen oder vernichten kann

Wertschaffender Kanal	Evidenz im abgedeckten Universum	Wertvernichtender Kanal	Evidenz im abgedeckten Universum
Kapazitätsbereinigung	~9% der europäischen Kapazität seit 2022 stillgelegt [C]; Bitterfeld-Stilllegung [R]	Überzahlung	€10 Mrd. für Evonik entsprechen EUR 21.46 je Aktie, unter unserem Basiswert von EUR 23.12 [A]; ein fairer BASF-Preis ist ein schlechter für Evonik-Aktionäre
Geringerer Konglomeratsabschlag	Separater Referenzmultiplikator für Agricultural Solutions [R/A]	Zusammenführung belasteter Vermögenswerte	BASF-Evonik-Überschneidungen liegen bei PU-Katalysatoren und Beschichtungsadditiven, nicht bei Gewinnern [A]
Entschuldung	Siltronic: Wacker-Nettoschulden - 40% [R/A]; Agricultural-Solutions-Erlöse ~EUR 5 Mrd. [A]	Übermäßige Verschuldung	Reine Barzahlung BASF-Evonik 3.28x; Wacker-LANXESS 3.6x [A]
Realisierte Verkaufsmultiplikatoren	Coatings bei EUR 7.7 Mrd. EV [R]	Verlust hochwertiger Vermögenswerte	Agricultural Solutions: 32% des BASF-Segment-EBITDA bei 15% des Umsatzes [R]
Übernahmeprämien	Covestro [R]	Kartellrechtliche und politische Risiken	Mitbestimmung; Betriebsratsverhandlungen bei Evonik-Stilllegungen [R]

Quelle: Parmantier & Cie. Research.



Abbildung 14: Konsolidierer, Zielunternehmen und exponierte Teilsektoren

Rolle	Akteure	Begründung
Konsolidierer: kapitalstarke externe Käufer	ADNOC/XRG, staatliche Akteure, asiatische Großkonzerne	Einzige Käufer mit Kapitalkosten für antizyklisches Handeln; durch Covestro belegt [R]
Konsolidierer: privates Kapital	Advent, Carlyle und Sektorsponsoren	Carlyle/QIA kauften BASF Coatings; Advent kontrolliert Envalior [R]
Konsolidierer: europäische Strategen	BASF (bestätigte Evonik-Anfrage); Arkema; Wacker für Ergänzungsakquisitionen	BASF: nur hoher Aktienanteil oder nach IPO; andere nach Bilanzreparatur [R/A]
Zielunternehmen	Evonik (kontaktiert), Oxeno, Syneqt, LANXESS-Vermögenswerte, SGL Carbon	Gedrückte Bewertungen, motivierte Anteilseigner, formelle Prozesse [R/A]
Am stärksten exponierte Teilsektoren	C4/Butadien, Zwischenprodukte, PU-Katalysatoren und Beschichtungsadditive, Standortdienstleistungen	Chronische Überkapazität; kein natürlicher europäischer Eigentümer [R/A]
Am wenigsten exponiert	Pflanzenschutz, Biozide, Pharma-Zwischenprodukte, Öladditive	Qualifikationshürden: Vermögenswerte, die Eigentümer behalten oder zum vollen Wert verkaufen [A]

Quelle: Parmantier & Cie. Research; Unternehmensveröffentlichungen.

Abbildung 15: Klassifizierte Konsolidierungsevidenz: Was bestätigt ist und was nicht

Kategorie	Ereignisse	Status
Abgeschlossene Transaktionen	ADNOC/Covestro; BASF Coatings an Carlyle/QIA (vollzogen 01.07.2026)	[R]
Bestätigte Anfragen	BASF → Evonik (unverbindlich; Sondierungsgespräche; 25.09.2026)	[R]
Angekündigte Verkäufe / Prozesse	Evonik Oxeno und Syneqt; Siltronic- und Harbour-Anteilsverkäufe; Envalior-Andienungsfenster	[R]
Abspaltungen / IPOs	BASF Agricultural Solutions (Bereitschaft Mitte 2027; Koordinatoren mandatiert)	[R]
Kapazitätsstilllegungen	Evonik Hamburg und Bitterfeld; BASF-Restrukturierung Ludwigshafen	[R]
Medienberichte über Gespräche	Berater und frühere BASF-Arbeiten zu Evonik (FT, Dealreporter)	[M]
Spekulative Zielunternehmen	LANXESS oder seine Vermögenswerte; SGL Carbon	[A]; kein Bericht
Unabhängige unternehmensspezifische Maßnahmen	Wacker-PACE-Einsparungen; LANXESS-Stellenabbau	[R]

Quelle: Unternehmensmitteilungen und Veröffentlichungen mit jeweiligem Datum; Medienberichte wie gekennzeichnet; Parmantier & Cie. Research [A].

Warum die bestätigte Anfrage die Wahrscheinlichkeitsverteilung verändert. Vor dem 25. September war jedes bestätigte Ereignis ein Verkauf, eine Abspaltung oder eine Stilllegung. Eine bestätigte Anfrage des größten Sektorunternehmens, auch an den Ankeraktionär gerichtet, zeigt, dass Gesamtkonsolidierung auf Vorstandsebene aktiv erwogen wird. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit wertschaffender Kanäle, Kapazitätsbereinigung, Preisdisziplin, geringerer Gemeinkosten und transparenterer Aktiengeschichten, aber auch wertvernichtender Kanäle: Überzahlung, übermäßige Verschuldung und in Aktienkursen überkapitalisierte Spekulation. Unser Rahmen honoriert Erstere nur, wenn Bilanzen und Gegenleistungsmix dies erlauben [A].



Konsolidierung ist ein Prozess, kein Multiplikator. Die Ökonomie unterscheidet sich zwischen drei Wegen. Eine Standortstilllegung entfernt Kapazität und kann Branchen-Spreads verbessern, verursacht aber meist Abfindungen, Sanierung und verbleibende Gemeinkosten, bevor der Margenvorteil eintritt. Ein Vermögensverkauf realisiert einen Preis und kann Schulden reduzieren, doch der Verkäufer gibt Ergebnis ab und behält möglicherweise gemeinsame Dienstleistungen. Ein Gesamtzusammenschluss erlaubt Einkaufs- und Standortentscheidungen über beide Konzerne, bringt aber Kontrollprämie und Finanzierungslast eines Geschäfts mit eigenen Pensions- und Leasingverpflichtungen mit sich. Der Markt sollte die ersten beiden Wege nach Unterzeichnung am ehesten honorieren und dem dritten eine deutlich geringere Wahrscheinlichkeit zuweisen, bis Gegenleistung, regulatorischer Umfang und RAG-Position offengelegt sind [A].

Warum ein europäischer Champion allein keine These ist. Größe kann Einkauf, Logistik und Verhandlungsstärke verbessern; sie beseitigt weder das europäische Energiegefälle noch Kundenqualifikationen und erlaubt keine Preisabsprachen. Die Konsolidierung überlappender Hochkostenanlagen kann wertvoll sein, wenn das Management Grenzkapazitäten tatsächlich schließt und Schlüsselkunden hält. Sie vernichtet Wert, wenn politische oder arbeitsrechtliche Bedingungen beide Standortnetze erhalten. Wir unterscheiden ein stärkeres *Unternehmen* von einer stärkeren *Branche*: EBITDA-Synergien können BASF zufließen, selbst wenn der globale Preis für Basischemikalien weiterhin vom chinesischen oder nahöstlichen Grenzexporteur bestimmt wird [A].



4. Zyklus, Energie und China: Was die Erholung benötigt und was nicht

Unsere Position in einem Satz. Die Stärke im Q2 2026 war überwiegend ein angebotsbedingter Sondergewinn; das akzeptieren wir. Der Investmentfall benötigt keine Dauerhaftigkeit, weil er auf Verkäufen, Stilllegungen und Vermögenswerten beruht. Er benötigt aber, dass Energiegefälle und chinesischer Exportdruck sich von hier aus nicht verschärfen.

Eine kurzfristige zyklische Erholung hat vier Phasen. Zunächst füllt Lageraufbau den Vertriebskanal und erhöht Bestellungen vor Verbesserung der Endnachfrage; höhere Produktion verteilt dann Personal- und Wartungskosten auf mehr Tonnen; anschließend können knappe Spotprodukte Preise zurückgewinnen; schließlich steigt oder enttäuscht der freie Cashflow, wenn Forderungen und Vorräte Liquidität binden. Ein Unternehmen kann in Phase zwei starkes EBITDA bei weiterhin schwachem Halbjahres-Cashflow berichten. Deshalb sind der Angebotsschock 2026 und eine nachhaltige Erholung 2027 unterschiedliche Aussagen. Bei BASF achten wir auf anhaltende Chemicals- und Materials-Volumina nach Auslaufen des vorübergehenden Q2-Preisvorteils. Bei Evonik auf strukturelle Einsparungen außerhalb von Methionin und C4. Bei LANXESS verlangen wir FCF nach Zinsen und Restrukturierung, nicht bloß höheres berichtetes EBITDA [A].

Abbildung 16: Fünfjahreshistorie: Tiefpunkt und Sondergewinne 2026

EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025	H1 2026
BASF Umsatz	78,598	87,327	68,902	61,444	59,657	33,226
BASF EBITDA	10,594	10,229	6,186	6,131	6,053	4,663
BASF EBITDA-Marge	13.5%	11.7%	9.0%	10.0%	10.1%	14.0%
BASF freier Cashflow	3,713	3,334	2,716	748	1,343	(1,564)
Evonik Umsatz	14,955	18,488	15,267	15,157	14,069	7,319
Evonik EBITDA	2,155	2,333	1,795	1,993	1,713	1,070
LANXESS Umsatz*	6,101	8,088	6,714	6,366	5,673	2,939
LANXESS berichtetes EBITDA*	740	852	420	521	332	186
LANXESS EBITDA vor Sondereinflüssen	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	246
Wacker Umsatz	6,208	8,209	6,402	5,722	5,485	2,924
Wacker EBITDA	1,407	1,808	686	667	456	384

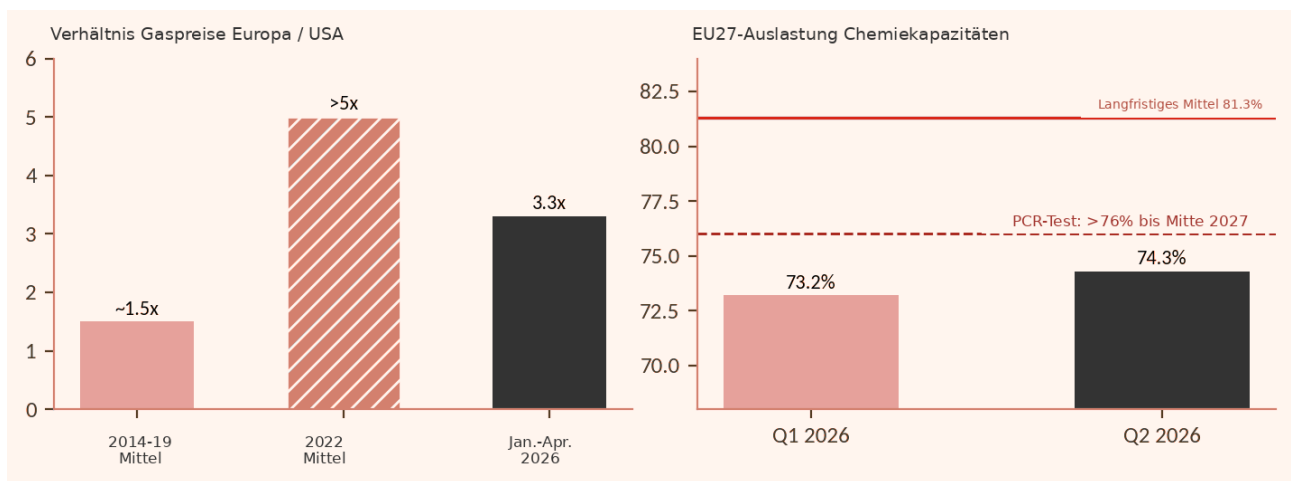
*Quelle: Standardisierte Finanzdaten S&P Capital IQ; Unternehmensberichte. *LANXESS 2021-22 enthalten High Performance Materials, 2023 in Envalior eingebracht; vergleichbare Erholungsspanne EUR 500-750 Mio. Wacker H1 2026 = berichtetes Q1 + Q2. LANXESS H1 2026 wurde auf das offiziell berichtete EBITDA von EUR 186 Mio. korrigiert; EBITDA vor Sondereinflüssen von EUR 246 Mio. separat gezeigt (H1-Bericht, S. 2); Anbieterhistorie der Vorjahre wird nicht stillschweigend als bereinigtes EBITDA umetikettiert.*



Abbildung 17: Woraus der Anstieg 2026 bestand, in den Worten der Berichterstatter

Quelle (Datum)	Aussage	Kennzeichnung
Evonik-Q2-Mitteilung (04.08.2026)	„Höhere Mengen und Verkaufspreise aufgrund von Lieferkettenengpässen außerhalb Europas“	[R]
Berenberg zu BASF Q2 (07.2026)	Übertreffen der Erwartungen „unterstützt durch außergewöhnliche Ammoniak- und [MDI]-Preise“; viele Commodity-Chemikalien bereits rückläufig	[C]
mwb research, BASF-Herabstufung (02.09.2026)	„Angebotsbedingungen, die vorgelagerte Preise im Q2 stützten, beginnen sich zu normalisieren... vorsorgliche Käufe sind abgeklungen“	[C]
Kullmann, Handelsblatt Jahrestagung (20.05.2026)	Q2-Stärke „im Wesentlichen durch Hamsterkäufe“; „Ein Aufschwung ist nicht absehbar“	[R]
VCI (2026)	Deutsche Chemieproduktion 2026 voraussichtlich -1.5%; H1 -3%	[R]

Quelle: Mit jeweiligem Datum; MT Newswires; Reuters; Unternehmensmitteilungen.

Abbildung 18: Die zwei beobachteten Bedingungen: Gasgefälle und Auslastung


Quelle: Cefic, Chemical Trends Report Q2 2026 (06.2026): Europäisches Gas +40% und US-Gas -17% zwischen April 2025 und April 2026; EU27-Auslastung 74.3% im Q2 2026 gegenüber 73.2% im Q1 und langfristigem Mittel von 81.3% [R]. Verhältnis 2022 als Untergrenze gezeigt. PCR-Schwelle zur Widerlegung [A].

Abbildung 19: Energiesensitivität: EBITDA und Eigenkapitalwert je EUR/MWh Veränderung der gasäquivalenten Kosten

Unternehmen	Angenommene Exposition	Moderat -5	Positiv -15	Extrem -25	Negativ +10
BASF	45 TWh	+225 Mio. / +4.7%	+675 Mio. / +14.0%	+1,125 Mio. / +23.2%	(450) Mio. / -9.3%
Evonik	12 TWh	+60 Mio. / +4.1%	+180 Mio. / +12.2%	+300 Mio. / +20.3%	(120) Mio. / -8.1%
LANXESS	4 TWh	+20 Mio. / +17.6%	+60 Mio. / +52.9%	+100 Mio. / +88.2%	(40) Mio. / -35.3%
Wacker	10 TWh	+50 Mio. / +7.3%	+150 Mio. / +21.9%	+250 Mio. / +36.5%	(100) Mio. / -14.6%

Quelle: Parmantier & Cie. Research. Die Unternehmen legen keine Gasvolumina offen; Expositionen sind unsere Annahmen und das Raster ist ein Rahmen, keine abgeleitete Elastizität [A]. Eigenkapitaleffekt zu aktuellen Multiplikatoren, vor Absicherung und Weitergabe. Nur kurzfristiger Margeneffekt; Stilllegungs- und Strandingrisiko separat und nicht symmetrisch.

Die Kostenkurve hat eine zeitliche Dimension. Morgan Stanleys Bericht vom März 2026 argumentierte, dass Störungen bei nahöstlichen Rohstoffen asiatische Einstandskosten für Naphtha vor vergleichbaren europäischen Kosten erhöhen und europäischen vorgelagerten Produzenten Aufträge zurückbringen könnten. Dies ist ein zeitgebundenes Szenario, kein Beleg einer dauerhaften Umkehr europäischer Wettbewerbsfähigkeit. Der Mechanismus ist nützlich: Europäische Cracker können



vorübergehend von relativen Kostenvorteilen profitieren, obwohl europäisches Gas strukturell teurer als US-Gas bleibt. Vorräte puffern Inputkostenänderungen; Rohstoffkosten können Marktpreisen mehrere Wochen nachlaufen, während nachgelagerte Kunden monatelang Preisanpassungen widerstehen. Ein günstiger Quartals-Spread kann deshalb von Mittelabfluss und bei normalisierten Handelsströmen einer Margenumkehr gefolgt werden [C/A].

Fixkostendeckung ist stark, aber begrenzt. Bei geringer Auslastung können zusätzliche Tonnen von BASFs Chemicals- und Materials-Produkten einen Deckungsbeitrag deutlich über der berichteten Segment-EBITDA-Marge erzielen, weil Standort, Stammpersonal und Versorgungsinfrastruktur bereits vorhanden sind. Diese operative Hebelwirkung stützt unsere konstruktive Sicht ohne vollständige Rückkehr zum Vorkrisenvolumen. Dasselbe integrierte Netz wird zur Belastung, wenn Volumen ausbleibt: Feste Energie- und Wartungsausgaben lassen sich nicht so schnell reduzieren wie Spotpreise fallen. Weder Morgan Stanleys März-Spotfall noch unsere Gassensitivität dürfen ohne Prüfung von Produktmix, Stillstandszeiten, Absicherungen, Logistik und Dauer der Entlastung bei asiatischen Importen annualisiert werden [C/A].

Was würde die Interpretation ändern? Unser Vertrauen stiege, wenn die Verbesserung zwei Quartale normalisierter asiatischer Rohstoffströme überdauert, Auftragwachstum mit geringeren Lagerreichweiten statt Kanalfüllung einhergeht und operativer Cashflow vor Working Capital in berichteten FCF übergeht. Umgekehrt würde Rohöl dauerhaft über Morgan Stanleys zeitgebundener Stressmarke von US\$120/bbl Nachfragezerstörung riskieren, selbst bei besserer relativer europäischer Rohstoffposition. Wir verwenden diese Schwelle nicht als Prognose für September 2026; sie markiert, wann ein Kostenkurvenvorteil durch verlorenes Endmarktvolumen überlagert werden könnte [C/A].

Quelle: Morgan Stanley, Industrial Chemicals, 27.03.2026, S. 1-6, 17 [C]; Cefic Chemical Trends, Juni 2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

4.1 China: Was „50-100% Umsatzverlust“ bedeutet und wo die Aussage zutrifft

Wörtlich auf Unternehmensebene ist die Behauptung falsch: Vom Höchst- zum Tiefpunkt fiel der Umsatz bei BASF, Evonik und LANXESS um 24-32%, und die EU erzielte im Q1 2026 weiterhin EUR 6.7 Mrd. Chemiehandelsüberschuss [R/Cefic]. Konzernumsatz unterschätzt jedoch den Schaden. Auf Produktebene ist die Aussage tendenziell zutreffend: Bei Standardzwischenprodukten, Chlorsilanen, Solarpolysilizium und Basisolefinen hat Europa den Großteil des zusätzlichen Marktes und erhebliche Gewinnpotenziale verloren und auf Kapazitätsinvestitionen verzichtet, die nun nicht mehr erfolgen werden. Evonik nannte „zunehmendes Angebot aus Asien“ als Grund für die Bitterfeld-Stilllegung [R, 11.09.2026].



Abbildung 20: Verteidigungsfähige und anfällige Geschäfte

Verteidigungsfähig und warum	Anfällig: Wert auf strukturell niedrigerer Basis
Pflanzenschutz: Zulassungsdaten, Patente, nationale Genehmigungen. BASF Agricultural Solutions bei 21.6% Marge [R]	Methionin: global und größengetrieben (Evonik) [C]
Biozide und Materialschutz: Zulassungshürden. LANXESS Consumer Protection 14.9% [R]	C4-Kette und Butadien: Oxeno wird derzeit verkauft [R]
Pharma-Zwischenprodukte und CDMO: Standort in Kundenzulassungen benannt. Evonik Custom Solutions 16.2% [R]	Commodity-Polymere und Basisolefine in Europa [C]
Halbleiter-Polysilizium: Reinheit und mehrjährige Qualifikation (Wacker) [R]	Standardzwischenprodukte: LANXESS Advanced Intermediates 7.3% [R]
Katalysatoren, Öladditive, formulierte Chemie: Qualifikation [A]	Solarpolysilizium: chinesische Kostendominanz (Wacker) [R]

Quelle: Unternehmenssegmentdaten GJ2025 (S&P Capital IQ); Parmantier & Cie. Research.

Ist der chinesische Druck dauerhaft? Teilweise. Der Kostenvorteil kohlebasierter und integrierter Commodity-Ketten ist strukturell. Die Exportintensität nicht: China hat begonnen, Exportsteuererstattungen für ausgewählte Chemikalien zurückzunehmen und die Immobilienpolitik zu lockern [C, Goldman Sachs, 10.02.2026], und Berenberg sieht „konzertiertere Maßnahmen gegen Überkapazitäten“ in der Siliziumchemie [C]. Wir bewerten die Struktur, nicht den Höhepunkt des Exportdrucks.

Importverdrängung und Nachfrage sind nicht dieselbe Variable. Morgan Stanleys März-These setzte voraus, dass asiatische Rohstoffknappheit manche importierten Chemikalien in Europa weniger wettbewerbsfähig macht; sie erforderte keinen höheren Materialverbrauch europäischer Auto- oder Baukunden. Ein Produzent könnte vorübergehend Marktanteile in einem stagnierenden Markt zurückgewinnen und bessere Auslastung berichten. Wir fragen deshalb, ob die Erholung bei realisierten Nettopreisen, an Endkunden verkauften Tonnen oder an Händler zum Lageraufbau verkauften Tonnen liegt. Das Thesenrisiko besteht darin, dass chinesische Exporte nach Normalisierung der asiatischen Inputkette zu niedrigeren Preisen zurückkehren: Zurückgewonnene Marktanteile könnten sich gerade bei unqualifizierten Commodity-Qualitäten als vorübergehend erweisen. Dieses Risiko ist geringer bei Formulierungen, deren Zulassung, Reinheit, Kundenversuche und Versorgungssicherheit wichtiger sind als der Spotpreis je Tonne [C/A].

Quelle: Morgan Stanley, Industrial Chemicals, 27.03.2026, S. 1-4 [C]; Sektor- und Produktanalyse Parmantier & Cie. Research [A].



5. Wo wir vom Markt abweichen

Abbildung 21: Sell-Side-Prüfung: datierte Positionen im Vergleich mit unseren

Datum	Institution	Maßnahme	Zykluseinschätzung	Übereinstimmung / Abweichung	Signalart
24.11.2025	Deutsche Bank	BASF Kaufen→Halten, KZ 51→45; Warnung vor EBITDA-Rückgang und 11% Abwärtsrisiko zum Konsens	Negativ	Widerlegt: H1-EBITDA +12.4%, Guidance erhöht	Nachlaufend: Fortschreibung des Tiefpunkts
28.01.2026	Kepler Cheuvreux	Bevorzugt BASF, Bayer; meidet Evonik; H&R auf Reduzieren	Selektiv	Übereinstimmung bei H&R; Abweichung bei Evonik („strukturell“)	Bester negativer Evonik-Fall
10.02.2026	Goldman Sachs	Arkema, Evonik, Symrise auf Kaufen; LANXESS auf Neutral	Prozyklisch	Uns am nächsten, sieben Monate früher; Evonik später herabgestuft	Vorlaufend; verringert unseren Vorsprung
27.03.2026	Morgan Stanley	BASF Top-Favorit (KZ 58); Evonik auf Übergewichten (KZ 18); LANXESS KZ 20 einschließlich EUR 9 Envalior	Marktkonform; vorgelagert vor nachgelagert	Übereinstimmung bei Envalior; BASF-SOTP EUR 66 verwendete EBITDA über Guidance	Qualitativ beste Quelle
15.09.2026	Morgan Stanley	Evonik Übergewichten→Gleichgewichten; KZ 21→18	Vorsichtig	Hin und zurück in unter sechs Monaten	Konsensinstabilität
02.09.2026	mwb research	BASF-Herabstufung wegen normalisierter vorgelagerter Preise	Vorsichtig	Übereinstimmung bei Sondergewinn; in unseren Schätzungen 2027E berücksichtigt	Nützliches Gegenargument
22.09.2026	mwb research	Wacker auf Kaufen hochgestuft, KZ erhöht	Konstruktiv	Übereinstimmung	Bestätigend
24.09.2026	JPMorgan	Untergewichten BASF und Evonik; BASF-Evonik-Transaktion „eher unwahrscheinlich“	Vorsichtig: Sondergewinn läuft aus	Abweichung: Anfrage nun bestätigt; Übereinstimmung beim Sondergewinn	Nützliches Gegenargument
25.09.2026	Deka / Union Investment (Buy-Side)	Evonik-Bewertung „attraktiv“; Transaktion könnte Spezialchemie stärken	Konsolidierung logisch	Übereinstimmung bei Logik; Abweichung bei Preisdisziplin	Signal für Investorenunterstützung

Quelle: Investing.com (Goldman Sachs, 10.02.2026; Deutsche Bank, 24.11.2025); Deutsche Börse/dpa-AFX (Kepler Cheuvreux, 28.01.2026); Morgan-Stanley-Research, 27.03.2026; MT Newswires (mwb, 02.09.2026 und 22.09.2026; MS Evonik, 15.09.2026) [C].



Abbildung 22: Welche Konsensannahmen wir ablehnen und welche wir akzeptieren

Wir lehnen ab WAS BEREITS EINGEPREIST IST • Der aktuelle Kurs reflektiert das Portfolio vor Restrukturierung und eine teilweise Umkehr des Q2-Angebotssondergewinns. WAS DER MARKT MÖGLICHERWEISE FALSCH BEWERTET • Der Markt unterschätzt möglicherweise Verkaufswerte, die Qualität von Custom Solutions und die Dauerhaftigkeit der Kosteneinsparungen.	Wir akzeptieren
Dass niedrige Evonik-Multiplikatoren ein statisches Portfolio abbilden: beeinträchtigte Einheiten werden verkauft oder geschlossen	Dass der Q2-Anstieg 2026 überwiegend ein Angebotssondergewinn war und die Schätzungen 2027 für vorgelagerte Unternehmen fallen werden
Dass LANXESS-Eigenkapital eine gehebelte Zykluswette ist: Es besteht überwiegend aus einem Vermögenswert (Envalor) plus einem kleinen Restgeschäft	Dass europäische Energie ein dauerhafter struktureller Nachteil ist
Dass Fusionsoptionalität BASF stützt: Sie ist ein Extremrisiko für BASF-Aktionäre	Dass chinesische Kostenvorteile in Commodity-Ketten strukturell sind
Dass Siltronic-Erlöse Wacker zum Bieter machen: Sie machen Wacker zum besseren Standalone-Investment	Dass BASF unter normalisierten initialen Schätzungen mit IPO-Potenzial bewertet wird
Dass chinesische Exportintensität eine dauerhafte Konstante ist	Dass Kullmann keinen Aufschwung prognostiziert und den Daten näher ist als wir

Quelle: Parmantier & Cie. Research.

Warum diese Initialstudie abweicht. Goldman veröffentlichte im Februar 2026 eine prozyklische Sektoreinschätzung, Morgan Stanley machte BASF im März zum Top-Favoriten; beide revidierten später ihre Evonik-Einschätzung [C]. Unsere erste Sicht basiert auf Vermögenswerten und Unternehmensmaßnahmen statt dauerhaften Spreads, und unsere Schätzungen normalisieren ausdrücklich die vorübergehenden Sondergewinne vorgelagerter Geschäfte 2026.

Die Brokeranalyse als Gegenentwurf nutzen. Im März bevorzugte Morgan Stanley europäische vorgelagerte Exposition: BASFs integrierte Cracker, Evoniks Methionin und C4 sowie vorübergehend geringere asiatische Importe. Sein BASF-Spotrahmen deutete auf etwa €7.4 Mrd. annualisiertes EBITDA und warnte ausdrücklich, dass Working Capital damals ungefähr 3.3 Prozentpunkte FCF-Rendite absorbieren könnte. Bis September hatte BASF die Jahresguidance erhöht, Evonik €2.0-2.2 Mrd. bereinigtes EBITDA prognostiziert, und beide diskutierten eine mögliche Transaktion. Diese Abfolge macht die März-Einschätzung zu einer starken Erklärung dafür, *wie* der Ergebnisanstieg 2026 entstand, aber zu einer schwachen eigenständigen Begründung für eine heutige Übernahmeprämie. Unsere zusätzliche Aussage ist, dass Portfoliomaßnahmen und geringere Fixkosten Teile des Gewinns nach Auslaufen vorübergehender Spreads erhalten können; der Nachweis bleibt beim Cashflow [C/R/A].

Quelle: Morgan Stanley, Industrial Chemicals, 27.03.2026, S. 1, 17, 21, 24 [C]; BASF- und Evonik-Berichte H1 2026 [R]; Evonik-EQS- und BASF-Mitteilungen 25.09.2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A].



6. Initiale Chancen-Risiko-Bewertungen

Eine Seite je Kerntitel: Erstrating und Kursziel, aktuelle Bewertung, Szenariowerte, Wahrscheinlichkeitsgewichtung, Katalysatoren, Risiken, eingepreiste Faktoren, mögliche Fehlbewertungen und Evidenz, die die These widerlegen würde.

Initiale Chancen-Risiko-Bewertung: Evonik Industries AG (EVK.DE)

Erstrating	Kursziel	Kurs 01.10.26	Kurspotenzial	12M-GR	Div.-Rendite
HALTEN	EUR 20.50	EUR 20.62	-0.6%	+4.3%	4.8%

SZENARIOWERTE				ZENTRALE ERGEBNISANNAHMEN				
Szenario	EUR/Aktie	ggü. Kurs	Zentrale Annahmen	EUR Mio.	2025A	2026E	2027E	2028E
Positiv (25%)	30.79	+49.3%	Bereinigtes EBITDA 2028E EUR 2,450 Mio. bei 7.0x; Verkäufe zum vollen Wert	Bereinigtes EBITDA	1,900	2,100	2,050	2,150
Basis (40%)	23.12	+12.1%	EUR 2,150 Mio. bei 6.5x; Restrukturierung umgesetzt	Marge	13.5%	~14.5%	~14.5%	~15%
Negativ (35%)	13.65	-33.8%	EUR 1,750 Mio. bei 5.75x; Sondergewinn kehrt sich um	Nettoverschuldung	3,248	~3,500	~3,350	3,200
Wahrsch.-gew. inkl. BASF	20.57	-0.2%	Abschnitt 8.10; berichtete EUR 22.15 abgelehnt [M]	Nettoschulden/EBITDA	1.7x	1.7x	1.6x	1.5x
WARUM HALTEN? ■ Strategischer Wert gestiegen: Anfrage von Evonik, BASF und RAG bestätigt (25.09.2026) [R]; dokumentierte Wertuntergrenze, noch kein Angebot. ■ Standalone-Potenzial gesunken: +19.6% gegenüber dem unbeeinflussten Kurs EUR 17.24; ~65% einer Bewegung auf 30% Prämie bereits eingepreist [R/A]. ■ Glaubwürdige Ergebnisbasis: Guidance EUR 2.0-2.2 Mrd.; H1 EUR 1,105 Mio.; Moody's Baa1 (27.08.2026) [R/G]. ■ Ertrag: EUR 1.00 Dividende je Aktie (4.8%) innerhalb der Ausschüttungspolitik von 40-60% [R]. ■ Verhandlungslücke: Standalone-Basis EUR 23.12 > 30%-Angebot; BASF benötigt ~EUR 0.9 Mrd. Synergien für 30% Prämie [A].				RISIKEN FÜR UNSERE EINSCHÄTZUNG Aufwärtsrisiken • Oxeno oder Syneqt über 6x EBITDA verkauft • Formelles BASF-Angebot ≥ EUR 23 oder konkurrierende Anfrage • Methioninknappheit hält an Abwärtsrisiken • Stärkere Sondergewinnumkehr: bereinigtes EBITDA 2027 unter EUR 1.8 Mrd. • Umsetzung unter Interims-CEO • BASF zieht sich zurück; RAG verkauft am Markt • Chinesischer Druck bei Zwischenprodukten				
WAS BEREITS EINGEPREIST IST • ~65% der Bewegung zu einem 30%-Angebot und eine restrukturierungsgetriebene Ergebnisbasis.				KATALYSATOREN • Entscheidung nach § 10 WpÜG oder RAG-Erklärung; Q3-Mitteilung (Nov. 2026) • Oxeno-Unterzeichnung; Syneqt-Prozess ab 2027 [R] • GJ2026-Ergebnisse und erste Dividende unter neuer Politik (März 2027) • Klarheit über dauerhaften CEO				
WAS DER MARKT MÖGLICHERWEISE FALSCH BEWERTET • Bei BASF-Rückzug beträgt der Rückfallwert ~EUR 18, nicht den unbeeinflussten Kurs: Verkäufe und RAG-Anteilsabbau ziehen andere Käufer an.				WAS UNSERE THESE WIDERLEGEN WÜRD • Bereinigtes EBITDA 2027 unter EUR 1.8 Mrd. • BASF-Rückzug und Oxeno-Verkauf unter 5x • Dividende unter der Bandbreite von 40-60%				

Quelle: Evonik-Mitteilungen 26.06.2026, 04.08.2026, 27.08.2026, 11.09.2026 und 22.09.2026 [R/G]; Moody's 27.08.2026 [R]; Dealreporter 21.09.2026 [M]; Schätzungen Parmantier & Cie. Research [A].



Initiale Chancen-Risiko-Bewertung: LANXESS AG (LXS.DE)

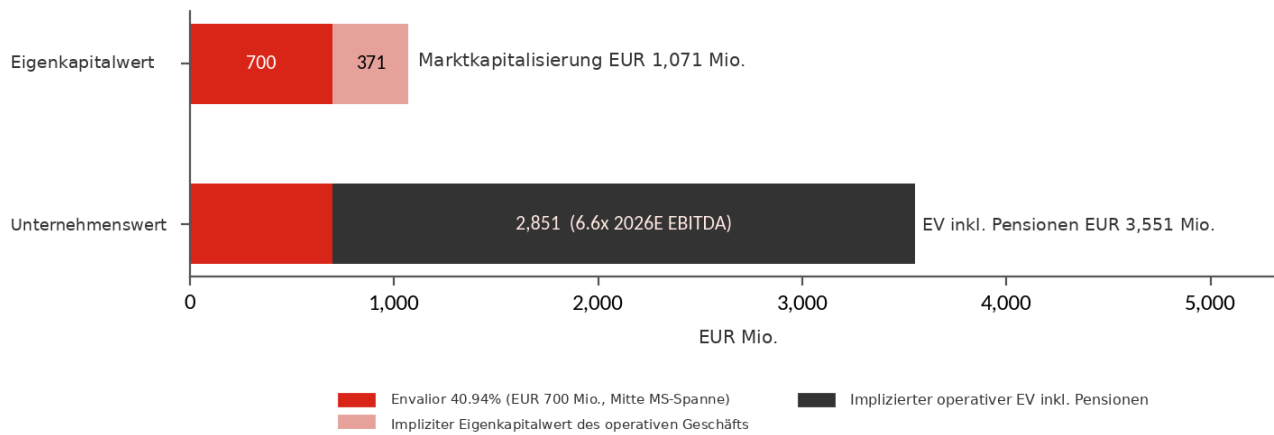
Erstrating	Kursziel	Kurs 01.10.26	Kurspotenzial	12M-GR	Div.-Rendite
KAUFEN (spek.)	EUR 21.00	EUR 12.40	+69.4%	+70.2%	0.8%

SZENARIOWERTE				ZENTRALE ERGEBNISANNAHMEN				
Szenario	EUR/Aktie	ggü. Kurs	Zentrale Annahmen	EUR Mio.	2025A	2026E	2027E	2028E
Positivfall II	50.85	+310.1%	Operatives EBITDA 2028E EUR 750 Mio. bei 7.0x; Envalor EUR 900 Mio.; Nettoschulden EUR 0.9 Mrd.	EBITDA	332	430	520	600
Basis (40%)	31.16	+151.3%	EUR 600 Mio. bei 6.5x; Envalor EUR 700 Mio. in 2027/28; Nettoschulden EUR 1.2 Mrd.	Marge	5.9%	~7.5%	~9%	~10%
Negativ (25%)	5.11	-58.8%	EUR 400 Mio. bei 5.5x; Envalor nur EUR 400 Mio.; Eigenkapital weitgehend beeinträchtigt	Nettoverschuldung	2,036	~2,050	~1,950	1,209
12M-Kursziel	21.00	+69.4%	Basiswert um Zeitfaktor und 35% Risiko einer zweiten Advent-Ablehnung reduziert [A]	Nettoschulden/EBITDA	6.1x	4.8x	3.8x	2.0x
WARUM KAUFEN (SPEKULATIV)? ■ Das Eigenkapital ist überwiegend ein Vermögenswert: 40.94% an Envalor, von Morgan Stanley mit EUR 606-777 Mio. bewertet [C]; operatives Geschäft bei EUR 12.40 mit ~EUR 370 Mio. Eigenkapital eingepreist [A]. ■ Vertragliche Ausstiege: Advent lehnte 2026 ab (05.03.2026); Andienungsfenster 2027 und 2028 [R]. ■ Liquidität ist nicht das Problem: >EUR 1.35 Mrd. ungezogene Linien; Anleiherückzahlung Oktober 2026 gesichert [R]. ■ Eigenmaßnahmen: 550 weitere Stellenstreichungen, EUR 100 Mio. Einsparungen bis 2028 [R]; Consumer Protection bei 14.9% Marge [R]. ■ Extremer Hebel: EUR 10/MWh bei Gas bewegen den Eigenkapitalwert um ~35% [A]. Dies verstärkt Aufwärts- wie Abwärtsrisiken.				RISIKEN FÜR UNSERE EINSCHÄTZUNG Aufwärtsrisiken • Advent übt im Fenster 2027 aus • Verkauf ausgewählter Vermögenswerte zum vollen Wert • Gas über einen Winter unter EUR 35/MWh Abwärtsrisiken • Advent lehnt 2027 erneut ab (35%) • Gas dauerhaft über EUR 60/MWh • Chinesischer Druck bei Advanced Intermediates • Refinanzierung zu höheren Spreads				
WARUM BEREITS EINGEPREIST IST • Der aktuelle Kurs reflektiert Solarpolysiliziumbelastungen und ein von Sonderaufwendungen geprägtes 2025.				KATALYSATOREN • Q3-Mitteilung 05.11.2026 [R] • Envalor-Andienungsfenster 2027 [R] • GJ2026-Ergebnisse (März 2027)				
WAS DER MARKT MÖGLICHERWEISE FALSCH BEWERTET • Der Markt verwendet möglicherweise veraltete Nettoschulden und unterschätzt PACE-Ergebnisbindung sowie die Spezialitätenanteile bei Siliconen und Halbleiterpolysilizium.				WAS UNSERE THESE WIDERLEGEN WÜRD • Advent lehnt 2027 ab: Wir würden Kaufen zurücknehmen • EBITDA 2027 unter EUR 450 Mio. • Nettoschulden über EUR 2.3 Mrd.				

Quelle: LANXESS-Mitteilungen 23.09.2025, 05.03.2026, 19.03.2026 [R]; Morgan Stanley 27.03.2026 [C]; S&P Capital IQ; Parmantier & Cie. Research [A]. Wahrscheinlichkeit dauerhaften Kapitalverlusts ~18% [A].



Abbildung 23: LANXESS: Envalior-Beteiligung erklärt den Großteil des Eigenkapitalwerts



Quelle: S&P Capital IQ (Marktkapitalisierung 01.10.2026, Nettoschulden 30.06.2026); Pensionen ~EUR 421 Mio. laut Morgan Stanley GJ2025e, nicht erneut verifiziert [C]; Envalior EUR 700 Mio. = Mitte der Morgan-Stanley-Spanne EUR 606-777 Mio. [C]; Parmantier & Cie. Research [A].



Initiale Chancen-Risiko-Bewertung: Wacker Chemie AG (WCH.DE)

Erstrating	Kursziel	Kurs 01.10.26	Kurspotenzial	12M-GR	Div.-Rendite
KAUFEN	EUR 106.00	EUR 87.50	+21.1%	+21.1%	keine*

SZENARIOWERTE

Szenario	EUR/Aktie	ggü. Kurs	Zentrale Annahmen
Hohes Aufwärtspotenzial	188.61	+116%	EBITDA 2028E EUR 1,156 Mio. (17%) bei 7.5x; Nettoliquidität EUR 0.2 Mrd. (10%)
Konstruktiv	146.82	+68%	EUR 992 Mio. (15.5%) bei 7.0x (25%)
Basis (50%)	113.75	+30%	EUR 854 Mio. (14%) bei 6.5x; Siltronic-Beteiligung EUR 400 Mio. (40%)
Niedrig (25%)	65.02	-26%	EUR 605 Mio. (11%) bei 6.0x; Silicone erneut schwach (25%)

WARUM KAUFEN?

- Erholung in den Zahlen: Q2-EBITDA EUR 211 Mio., EUR 175 Mio. ohne einmaligen Pensionsgewinn; Q3 auf gleichem Niveau erwartet; H1 +64% [R].
- Günstiger als Screenings zeigen: ~6.2x operativer EV / EBITDA 2026E nach Aktualisierung der Nettoschulden und separater Siltronic-Bewertung [A].
- Bilanz repariert: zwei Siltronic-Platzierungen, ~EUR 359 Mio. brutto; Nettoschulden pro forma ~EUR 554 Mio., 0.8x [R/A].
- Festgelegte Eigenmaßnahmen: PACE spart ab 2028 >EUR 300 Mio. jährlich, >50% verbleiben im EBITDA; Investitionen EUR 300-400 Mio. unter Abschreibungen [R].
- Echte Wettbewerbsvorteile in einzelnen Linien: Fast die Hälfte aller Chips nutzt Wacker-Reinstpolysilizium; VAE-Marktführer [R].

WAS BEREITS EINGEPREIST IST

- Der aktuelle Kurs reflektiert die Tatsache der Agricultural-Solutions-Abspaltung und einen mittzyklischen Restmultiplikator.

WAS DER MARKT MÖGLICHERWEISE FALSCH BEWERTET

- Der Markt unterschätzt möglicherweise Umsetzungsmeilensteine und Entschuldung, doch unsere Basis-SOTP zeigt begrenzte aktuelle Fehlbewertung.

ZENTRALE ERGEBNISANNAHMEN

EUR Mio.	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	456	720	790	854
Marge	8.3%	~12.3%	~13%	14.0%
Nettoverschuldung	886	~500	~400	~300
Nettoschulden/EBITDA	1.9x	0.7x	0.5x	0.4x

RISIKEN FÜR UNSERE EINSCHÄTZUNG

Aufwärtsrisiken

- Chinesische Disziplin bei Siliconen
- Entscheidung über US-Polysiliziumstandorte
- Verkauf der verbleibenden ~15% Siltronic nach Haltefrist

Abwärtsrisiken

- Siliconpreise: ±5% = ±20.5% Eigenkapitalwert [A]
- Solarpolysilizium; US-Politik „enttäuschend“ [R]
- Familienkontrolle begrenzt Streubesitz (33.09%) [R]
- Große fremdfinanzierte Akquisition (<2%) [H]

KATALYSATOREN

- Q3-Ergebnisse 28.10.2026 [R]
- Haltefristende bei verbliebenem Siltronic-Anteil ~Dez. 2026 [R]
- Polysilizium-Standortentscheidung (2027)

WAS UNSERE THESE WIDERLEGEN WÜRD

- Q3-EBITDA deutlich unter EUR 175 Mio.
- Erneuter Rückgang der Siliconpreise
- Fremdfinanzierte Übernahme von LANXESS oder Ähnlichem

Quelle: Wacker-Mitteilungen 26.05.2026 und 22.09.2026; Kapitalmarkttag (Reuters, 17.09.2026); dpa-AFX 17.09.2026 [R]; MT Newswires (mwb 22.09.2026) [C]; Parmantier & Cie. Research [A]. Wahrscheinlichkeitsgewichteter Wert 2028E EUR 117 [A].



Initiale Chancen-Risiko-Bewertung: BASF SE (BAS.DE)

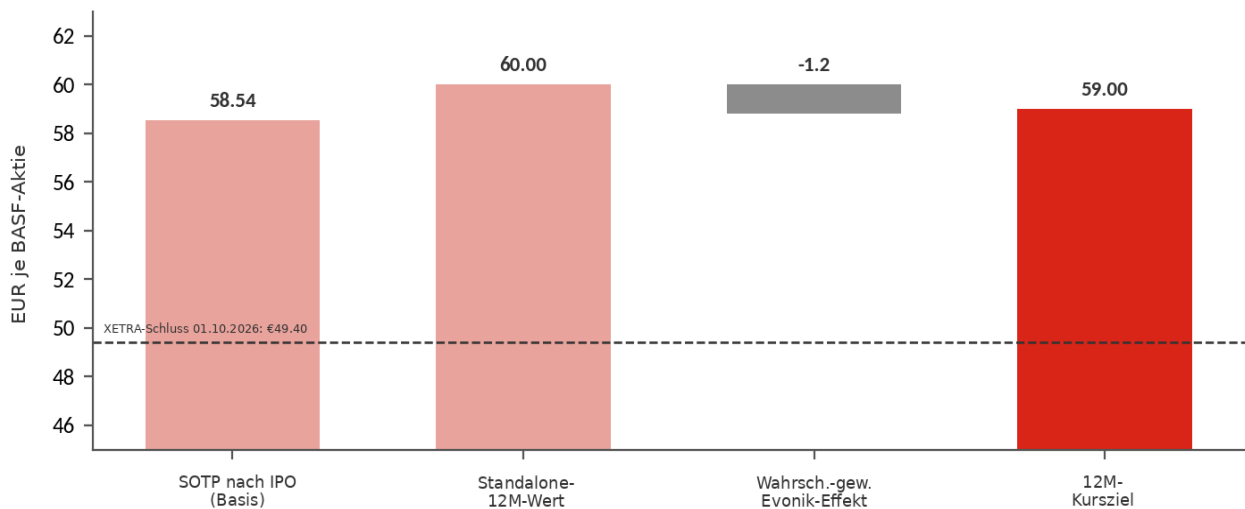
Erstrating	Kursziel	Kurs 01.10.26	Kurspotenzial	12M-GR	Div.-Rendite
KAUFEN	EUR 59.00	EUR 49.40	+19.4%	+24.0%	4.6%

SZENARIOWERTE				ZENTRALE ERGEBNISANNAHMEN				
Szenario	EUR/Aktie	ggü. Kurs	Zentrale Annahmen	EUR Mio.	2025A	2026E	2027E	2028E
Positivfall	74.98	+51.8%	Agricultural Solutions €2.50 Mrd. bei 14x; stärkerer übriger Konzern	EBITDA (vor Sondereinflüssen)	6,554	7,300	7,800	8,300
				Nettoverschuldung	19,123	16,500	14,730	13,700
Basisfall	58.54	+18.5%	Agricultural Solutions €2.275 Mrd. bei 12x; 30% Minderheit abgezogen	Nettoschulden/EBITDA	-	2.3x	1.9x	1.7x
Negativfall	40.83	-17.3%	Agricultural Solutions €2.05 Mrd. bei 9x; schwacher Chemiezyklus	DPS (EUR)	2.25	2.25	2.25	2.25
Kontrollerwerb-Extremfall	+9.25	zusätzlich	17x statt 12x EV auf verbleibende 70%; NICHT der IPO					
WARUM KAUFEN?				RISIKEN FÜR UNSERE EINSCHÄTZUNG				
■ Agricultural Solutions bei €2.275 Mrd. × 12x = €27.3 Mrd. Basis-EV; Kontrollerwerbsobergrenze 17x bzw. €38.675 Mrd. [C/A].				Aufwärtsrisiken				
■ Agricultural-Solutions-Organisation 24.09; US-Führung 01.10; globale Aufstellung 01.01.2027 [R].				• Reiner Pflanzenschutzanbieter erzielt >12x; US-Aufstellung liefert greifbare kommerzielle Vorteile				
■ Evonik-Anfrage bestätigt 25.09.2026; sondierend, Ausgang offen [R]. Wir ziehen Wahrscheinlichkeitsgewicht ~€1.2/Aktie für Überzahlungsrisiko ab [A].				• Nahoststörungen halten vorgelagerte Spreads bis 2027 hoch				
■ SOTP €58.54 Basis, €74.98 positiv, €40.83 negativ; Kursziel €59 [A].				• TTF unter EUR 35/MWh				
■ 4.6% Dividendenrendite; höchste Liquidität im Universum [R/A].				Abwärtsrisiken				
				• Konzern-EBITDA vor Sondereinflüssen 2027 unter €7.3 Mrd. oder Agricultural Solutions unter €2.0 Mrd.				
				• Agricultural-Solutions-IPO über 2028 hinaus verschoben (20%)				
				• Evonik-Angebot mit hohem Baranteil vor Agricultural-Solutions-Erlösen (11%)				
				• Rheinlogistik				
				KATALYSATOREN				
				• Q3-Ergebnisse 28.10.2026; jede Entscheidung nach § 10 WpÜG zu Evonik				
				• Agricultural-Solutions-Kapitalmarkttag 24.11.2026; Carve-out-Abschlüsse H1 2027				
				• Agricultural-Solutions-IPO-Bereitschaft Mitte 2027 [R]				
				WAS UNSERE THESE WIDERLEGEN WÜRD				
				• Kaufen widerlegt, wenn CMD-Ziele von Agricultural Solutions <22% Marge 2029 implizieren oder Bereitschaft über 2028 hinaus verzögert wird				
				• Kaufen zurückgenommen, wenn BASF vor Agricultural-Solutions-Erlösen >50% Barzahlung für Evonik zusagt oder der IPO aufgegeben wird				

Quelle: BASF-Q2-Mitteilung und Guidance (29.07.2026); Ausgliederungsbericht 18.03.2026; HV 30.04.2026; Mandat globaler Koordinatoren 14.09.2026 [R/G]; Schätzungen Parmantier & Cie. Research [A]. Dividende je Aktie unverändert EUR 2.25 angenommen [A].



Abbildung 24: Initiale BASF-Bewertungsmethoden (zur Referenz wiederholt)



Quelle: Parmantier & Cie. Research.

7. BASF: Segmente, Sum-of-the-Parts und der Agricultural-Solutions-IPO

Unternehmenseinschätzung: BASF SE, die Agricultural-Solutions-Abspaltung trägt den Wert; das Evonik-Gebot darf ihn nicht aufzehren

Investmentfall in einem Absatz. Wir starten BASF mit Kaufen und Kursziel EUR 59, weil der Marktpreis von EUR 49.40 (01.10.2026) kaum mehr als unsere Negativ-bis-Basis-Spanne für die Chemiegeschäfte bezahlt und Agricultural Solutions, das rechtlich und organisatorisch auf Eigenständigkeit vorbereitet wird, nur teilweise honoriert. Die bestätigte Evonik-Anfrage ist das wichtigste neue Risiko dieses Falls, keine zusätzliche Potenzialquelle: Sie kann Wert vernichten, wenn BASF vor Eingang der Agricultural-Solutions-Erlöse eine Kontrollprämie bar zahlt, und nur Wert schaffen, wenn die Gegenleistung aktienlastig ist, der Preis nahe Evoniks innerem Wert bleibt und Synergien tatsächlich zusätzlich sind [R/A].

Was BASF nach den Portfoliomaßnahmen 2026 ist. Der Konzern berichtet nun vier Kernsegmente, Chemicals, Materials, Industrial Solutions und Nutrition & Care, sowie zwei eigenständige Segmente, Surface Technologies und Agricultural Solutions [R: BASF-Mitteilung 25.09.2026]. Coatings wurde zu EUR 7.7 Mrd. Unternehmenswert an Carlyle/QIA verkauft, Vollzug 01.07.2026; eine Harbour-Energy-Tranche wurde im September verkauft [R]. BASF hat damit bereits getan, was der Sektor aus unserer Sicht tun sollte: Geschäfte ohne Verbundintegration verkaufen und die Bilanz mit Erlösen schützen. Die Evonik-Anfrage passt nur bedingt dazu, weil sie einen standortbasierten Spezialchemiekonzern kaufen würde, der physisch nicht mit BASFs Verbundstandorten verbunden ist. Wir interpretieren sie als Portfoliotausch, eigenständige Vermögenswerte hinaus, kernnahe Spezialitäten hinein, statt als Rückkehr zum Konglomeratsaufbau [R/A].

Die Ergebnisüberleitung. Das EBITDA vor Sondereinflüssen GJ2025 betrug EUR 6,554 Mio.; das Management prognostiziert EUR 6.9-7.7 Mrd. für 2026, und wir modellieren EUR 7.3 Mrd. 2026E und EUR 7.8 Mrd. 2027E [R/G/A]. Die Zusammensetzung ist wichtiger als die Summe. Chemicals steigt von gedrückten EUR 853 Mio. auf ~EUR 1.45 Mrd. 2026E, bedingt durch den Nahost-Angebotsschock, der



asiatische Rohstoffkosten vor europäischen erhöhte, den von Morgan Stanley im März beschriebenen Mechanismus [C]. Wir annualisieren diesen Sondergewinn bewusst nicht. Unser 2027E beruht stattdessen auf drei langsameren Treibern: Fixkostendeckung an deutlich unter historischer Auslastung laufenden Standorten, Ludwigshafen-Restrukturierung und Agricultural-Solutions-Wachstum von EUR 2,081 Mio. auf EUR 2,275 Mio. EBITDA vor Sondereinflüssen [R/C/A]. Normalisiert sich der vorgelagerte Spread schneller als angenommen, trifft es zuerst Chemicals, und unsere Konzernzahl 2027E könnte Richtung EUR 7.3 Mrd. fallen; dies ist das wichtigste einzelne Schätzungsrisiko im BASF-Fall [A].

Agricultural Solutions: Warum es die Bewertung verankert. 2025 erzielte Agricultural Solutions EUR 2,081 Mio. EBITDA vor Sondereinflüssen bei EUR 9,587 Mio. Umsatz, 21.7% Marge, etwa ein Drittel des Segment-EBITDA bei rund einem Sechstel des Umsatzes [R]. Bei 12x EBITDA 2027E ist das Geschäft EUR 27.3 Mrd. wert; die Syngenta-artige Kontrollerwerbsobergrenze von 17x ergibt EUR 38.675 Mrd., als Sensitivität, nicht als Ziel [C/A]. Die Organisationsmitteilung vom 24.09.2026, eigene Führung, US-Management ab 01.10.2026 und globale Betriebsaufstellung ab 01.01.2027, ist der klarste Beleg für einen realen IPO-Pfad [R]. Scope Ratings' Kommentar zum Gebot (verbreitet 28.09.2026) ergänzt aus Kreditsicht: Finanziert BASF ein Evonik-Gebot hauptsächlich mit Schulden, wird der Agricultural-Solutions-IPO von einer Quelle kreditseitigen Potenzials zu einem notwendigen Entschuldungsinstrument [C, PCR zur Verfügung gestellt]. Unsere Bewertung behandelt IPO-Erlöse bereits als Schuldenabbau, nicht als Akquisitionsfonds.

Der Rückkauf: schnellere Umsetzung, kein größeres Programm. BASFs aktuelle Tranche von bis zu EUR 1.0 Mrd. läuft von August 2026 bis Ende April 2027 und ist Teil eines EUR 4 Mrd.-Programms bis 2028; laut Unternehmen werden zurückgekaufte Aktien eingezogen [R]. In der Woche 21.-25. September kaufte BASF 838,832 Aktien für EUR 43.1 Mio., etwa 30% mehr als die 644,178 Aktien der Vorwoche; allein am Freitag, 25. September, als die Aktie wegen Evonik um 3.6% fiel, waren es 400,000 Aktien bzw. 48% der Wochensumme [R]. Kumulierte Käufe erreichten bis 25.09.2026 5,025,589 Aktien und ~EUR 260 Mio., also 26% der Tranche nach ~21% ihrer geplanten Dauer. Wir interpretieren dies als preissensitive Umsetzung durch die mandatierte Bank innerhalb eines unveränderten Programms, nicht als Entscheidung für mehr Rückkauf. Aussagekräftig bleibt, dass das Programm nicht ausgesetzt wurde: Ein Vorstand mit reiner Barübernahmeplanung würde normalerweise Liquidität bewahren statt weiter Aktien einzuziehen [R/A].

Abbildung 25: BASF-Aktienrückkauf, Tranche August 2026 - April 2027

Woche	Gekaufte Aktien	Betrag (EUR Mio.)	Ø-Kurs (EUR)	Kommentar
03.08-07.08	545,000	27.9	51.13	Start
10.08-14.08	695,000	35.4	50.97	
17.08-21.08	557,966	28.6	51.33	
24.08-28.08	591,251	30.7	52.00	
31.08-04.09	484,017	25.7	53.18	Niedrigstes Wochenvolumen
07.09-11.09	669,345	35.3	52.80	
14.09-18.09	644,178	33.6	52.11	
21.09-25.09	838,832	43.1	51.36	400,000 Aktien allein am 25.09
Kumuliert	5,025,589	260.4	51.81	26% der EUR 1.0 Mrd.-Tranche



Quelle: BASF-Aktienrückkaufseite und 8. Zwischenmeldung, 28.09.2026 [R]; Durchschnittskurse sind PCR-Berechnungen aus berichteten Beträgen und Aktienzahlen [A]. Zurückgekaufte Aktien sollen eingezogen werden [R].

Marktpositionierung. Die Stimmung ist skeptisch. JPMorgan hielt BASF am 28.09.2026 bei Untergewichten mit EUR 40 Kursziel und argumentierte, BASF/Evonik sei keiner der offensichtlichsten europäischen Zusammenschlüsse; Geschäftsüberschneidungen bei rund einem Drittel des Umsatzes warfen Kartell- und Verkaufsfragen auf; Bloomberg berichtete eine Marshall-Wace-Nettoshortposition von 0.5% der BASF-Aktien per 25.09.2026 [M]. Beides sehen wir als Beleg dafür, dass das Abwärtsrisiko einer überkauften Transaktion teilweise bereits diskutiert wird, die Aktie fiel am 25.09 um 3.6%, während der Agricultural-Solutions-Wert es nicht wird. Die Asymmetrie hängt daher von BASFs Preisdisziplin ab, die BASF selbst am 25.09 betonte („Dabei geht BASF diszipliniert vor“) [R/M].

Bewertung und was uns widerlegen würde. Unsere SOTP nach IPO beträgt EUR 58.54 je Aktie und unser Standalone-12-Monats-Wert EUR 60; ein wahrscheinlichkeitsgewichteter Evonik-Abschlag von ~EUR 1.2 ergibt EUR 59 Kursziel und 24.0% Gesamtrendite einschließlich EUR 2.25 Dividende [A]. Morgan Stanleys März-SOTP von EUR 66 verwendete EUR 8,121 Mio. EBITDA 2026, über der späteren Guidance; am Guidance-Mittelpunkt ergibt derselbe Rahmen ~EUR 57.5 [C/A]. Wir würden Kaufen zurücknehmen, wenn BASF vor Agricultural-Solutions-Erlösen mehr als 50% Barzahlung zusagt, ein vereinbarter Evonik-Preis ~EUR 24 ohne glaubwürdigen Bruttosynergiefall von mindestens EUR 0.9 Mrd. übersteigt oder der Kapitalmarkttag am 24. November Margenambitionen von Agricultural Solutions unter 22% für 2029 setzt [A]. Nächste feste Termine: Q3-Ergebnisse 28.10.2026 und Kapitalmarkttag 24.11.2026 [R/M].

Abbildung 26: BASF-Segmente, GJ2025

EUR Mio.	Umsatz	EBITDA	Marge	EBIT	Investitionen	Kommentar
Agricultural Solutions	9,587	2,081	21.7%	1,500	(351)	32% des Segment-EBITDA bei 15% des Umsatzes
Materials	13,520	1,575	11.6%	722	(940)	Hauptprofiteur des MDI-Preissprungs 2026
Industrial Solutions	9,063	1,200	13.2%	786	(391)	Stabilste Renditen
Chemicals	13,488	853	6.3%	(286)	(2,108)	Cracker; EBIT-Verluste; 44% der Segmentinvestitionen
Surface Technologies	9,010	800	8.9%	587	(116)	Coatings-Mehrheit inzwischen verkauft
Nutrition & Care	6,961	649	9.3%	133	(662)	Geringere Ertragskraft als Spezialchemie-Peers
Sonstiges	3,277	(604)	n. a.	(752)	(219)	Zentrale
BASF-Konzern	59,657	6,053	10.1%	2,473	(4,267)	Nach EUR -5,311 Mio. Intersegmentposten

Quelle: BASF-Bericht 2025, Agricultural-Solutions-Drittumsatz €9,587 Mio. und EBITDA vor Sondereinflüssen €2,081 Mio., Marge 21.7% [R]; S&P Capital IQ Segmentdaten anderer Gruppen. €9,650 Mio. enthalten Intersegmenttransfers und werden nicht als Außenumsatz verwendet.

7.1 Unabhängige Bewertungsgegenprüfung

Morgan Stanleys EUR 66 SOTP (27.03.2026) bietet eine nützliche Peer-Methodenreferenz, verwendet aber EUR 8,121 Mio. EBITDA 2026, oberhalb der späteren BASF-Guidance von EUR 6.9-7.7 Mrd. [C/G]. Derselbe 8.5x-Rahmen am Guidance-Mittelpunkt EUR 7.3 Mrd. ergibt EUR 57.51 [C/G/A]. Unser initiales Kursziel trianguliert diese Gegenprüfung mit einer normalisierten SOTP nach IPO und einer SOTP vor IPO.



Warum eine Wertspanne ehrlicher ist als ein gemischter Multiplikator. Ein konzernweiter EV/EBITDA-Multiplikator kapitalisiert Agrargeschäft, Commodity-Cracker und Additive gleich, obwohl Kapitalintensität, Ergebnisbeständigkeit und mögliche Eigentümer unterschiedlich sind. Die SOTP bewertet die Gewinnpools separat und zeigt, wie der BASF-Zielwert bei Börsennotierung von Agricultural Solutions verändert wird. Die DCF-Gegenprüfung prüft das Gegenrisiko: Ein hoher Endwert kann mittelmäßige Kapitalrenditen und hohe Erhaltungsinvestitionen der Chemiebasis verdecken. Morgan Stanleys März-Analyse ergab eine höhere SOTP als DCF; wir werten dies nicht als Beweis versteckten Wertes, solange Cashgenerierung und eine am Markt platzierbare Transaktion Segmentwerte nicht bestätigen [C/A].

Wichtigste operative Annahmen. Unser Agricultural-Solutions-Multiplikator hat das größte Gewicht, doch der Restkonzern ist kein Ausgleichsposten. €100 Mio. Veränderung nachhaltigen EBITDA bei 7-8x Segmentmultiplikator verändern den EV um rund €0.7-0.8 Mrd. bzw. etwa €0.8-0.9 je BASF-Aktie vor Steuer- und Minderheiteneffekten [A]. Die Erholung des Chemicals-EBITDA vom gedrückten GJ2025-Niveau ist wegen hoher Fixkostendeckung wichtig; Materials muss nach Abklingen der Angebotsstörung ebenfalls genügend Spreadvorteile 2026 bewahren. Wir trennen diese Erholung vom Agricultural-Solutions-EBITDA-Fall 2027E von €2.275 Mrd. und von angenommenen Evonik-Synergien. Eine stärkere Transaktionserzählung kann keine schwächere organische Ergebnisüberleitung ausgleichen [A].

Quelle: Morgan Stanley, Industrial Chemicals, 27.03.2026, S. 17-20, 46 [C]; BASF-Berichte GJ2025 und H1 2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

7.2 Agricultural-Solutions-IPO: Status

Abbildung 27: Von der Absicht zur Veröffentlichung: Zeitplan der Abspaltung

Datum	Meilenstein	Status
18.03.2026	Gemeinsamer Ausgliederungsbericht zur Ausgliederung von Agricultural Solutions	[R] Regulatorische Veröffentlichung
30.04.2026	BASF-Aktionäre genehmigen Carve-out (HV-Tagesordnungspunkt 7)	[R] Aktionärsbeschluss
20.07.2026	BASF bestätigt Bankenansprache; Kapitalmarktfähigkeit Mitte 2027	[R] Vom Unternehmen bestätigt
24.09.2026	BASF kündigt globale Agricultural-Solutions-Betriebsaufstellung für schnellere Entscheidungen und Crop-Systems-Integration an; Leta LaRush führt USA ab 01.10; globales Modell startet 01.01.2027	[R] Unternehmensmitteilung
21.08.2026	Vorstandsmitglied Livio Tedeschi: rechtliche Grundlagen „in Europa und den Amerikas weitgehend abgeschlossen“	[G] Management
14.09.2026	Citi, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JPMorgan als globale Koordinatoren mandatiert; keine Entscheidung über Umsetzung oder Zeitpunkt	[R] Vom Unternehmen bestätigt
Q4 26-Q1 27	Carve-out-Abschlüsse	[A] Erwartet
Mitte 2027	IPO-Bereitschaft	[R] Ziel

Quelle: BASF-Veröffentlichungen und Mitteilungen mit jeweiligem Datum; MT Newswires 14.09.2026 [R/G].

7.3 Syngenta-Kontrollerwerbspräzedenz: 17x EBITDA ist eine Obergrenze, nicht der IPO-Basisfall

Abbildung 28: Agricultural-Solutions-EV/EBITDA-Sensitivität und Syngenta-artige Kontrollerwerbsobergrenze

EBITDA-Basis 2027E	9.0x	12.0x	14.0x	17.0x Kontrollerwerbsfall
EUR 2,050 Mio. (Negativfall)	18,450	24,600	28,700	34,850
EUR 2,275 Mio. (Bernstein)	20,475	27,300	31,850	38,675
EUR 2,500 Mio. (Positivfall)	22,500	30,000	35,000	42,500
Syngenta-Transaktion 2016	Eigenkapitalangebot \$43 Mrd.	Nettoschulden 2015 \$2.586 Mrd.	EBITDA 2015 \$2.777 Mrd.	~16.4x; gerundet ~17x
Interpretation	Niedrige Handelsbewertung	PCR fairer IPO-Wert	Starker börsennotierter Positivfall	Kontrollverkaufsobergrenze, kein IPO-Preis

Quelle: Bernstein, BASF: Key Themes Ahead of 3Q26 Results, 22.09.2026 (Agricultural-Solutions-EBITDA 2027E EUR 2,275 Mio.) [C]; ChemChina-Angebotserklärung 03.02.2016 (\$43 Mrd. Eigenkapital) und Syngenta-Jahresergebnisse 2015 (\$2,777 Mio. EBITDA, \$2,586 Mio. Nettoschulden) [R]; PCR-Berechnungen [A]. Syngenta 16.4x anhand berichteter Zahlen 2015, gerundet ~17x; Kontrollprämie ist kein IPO-Multiplikator.

Abbildung 29: Agricultural-Solutions-EV-Sensitivität (EBITDA 2027E × EV/EBITDA; € Mrd.)

EBITDA 2027E (€ Mio.)	9x	10x	11x	12x	13x	14x	17x KONTROLLE
2,050	18.45	20.50	22.55	24.60	26.65	28.70	34.85
2,275	20.48	22.75	25.02	27.30	29.57	31.85	38.67
2,500	22.50	25.00	27.50	30.00	32.50	35.00	42.50

Quelle: PCR-Berechnung [A]; Bernstein Agricultural-Solutions-EBITDA 2027E €2,275 Mio. (22.09.2026) [C]; Syngenta/ChemChina-Kontrolltransaktion 2016 etwa 16.4x berichtetes EBITDA GJ2015 bei \$43 Mrd. Eigenkapitalangebot plus \$2.586 Mrd. Nettoschulden [R]. 17x ist eine gerundete Kontrollsensitivität, kein IPO-Preis.

Abbildung 30: Agricultural Solutions: Standalone-Bewertung und IPO-Erlöse

	Negativfall	Basisfall	Positivfall
EBITDA 2026E (EUR Mio.) / Marge	1,950 / 20.6%	2,050 / 21.7%	2,150 / 22.8%
EBITDA 2027E (EUR Mio.)	2,050	2,275	2,500
EV/EBITDA-2027E-Multiplikator	9.0x	12.0x	14.0x
Unternehmenswert (EUR Mio.)	18,450	27,300	35,000
Abzüglich zugeordneter Nettoschulden und Pensionen	(4,400)	(3,700)	(3,000)
Eigenkapitalwert (EUR Mio.)	14,050	23,600	32,000
Indikative Nettoerlöse bei 30% Streubesitz*	EUR 3.31 Mrd.	EUR 5.77 Mrd.	EUR 7.93 Mrd.
Jährliche verbleibende Kosten	(200)	(150)	(100)
BASF-Nettoschulden 2027E nach Erlösen	~17,186	~14,729	~12,568

Quelle: BASF-Bericht H1 2026 (Nettoschulden €17,117 Mio. per 30.06.2026) [R]; Bernstein 22.09.2026 (Agricultural-Solutions-EBITDA 2027E €2,275 Mio.) [C]; PCR-Annahmen [A]. (i) 12.5% Abschlag auf fairen Eigenkapitalwert, 30% sekundärer Streubesitz, 2% Gebühren, €300 Mio. zahlungswirksame Trennungskosten; (ii) €20.5 Mrd. Nettoschulden 2027 vor Erlösen, nach sonstigen Ausschüttungen und Zahlungsbewegungen [A].



Wer erhält die Agricultural-Solutions-Neubewertung? BASF erhält sie nur auf behaltene Aktien und den bei Emission vereinnahmten Zufluss. Notiert eine Minderheit mit Abschlag auf unseren geschätzten fairen Eigenkapitalwert, kann die Transaktion BASF dennoch durch geringere Schulden und glaubwürdige Segmentoffenlegung helfen; der verkaufte Anteil wird für BASF-Aktionäre aber nicht zum späteren höheren Börsenmultiplikator wertvoll. Umgekehrt könnte ein hoher IPO-Preis bei übermäßiger Schuldenzuordnung die Standalone-Aktie von Agricultural Solutions unattraktiv machen und einen späteren Anteilsabbau beschränken. Im Basisfall werden verbleibende 70% und illustrative Nettoerlöse ausdrücklich übergeleitet; keiner ist ein separater Sondergewinn zusätzlich zur SOTP des vollen Unternehmenswerts [A].

Nachweismilensteine, kein angenommener Abschluss. BASFs neue Agricultural-Solutions-Führung und Betriebsmodell einschließlich US-Übergang belegen Abspaltungsfähigkeit; sie bestimmen weder IPO-Datum noch Bewertung. Nächste Fragen: Stimmen Carve-out-Abschlüsse mit dem Konzern überein, wer trägt Working Capital und Pensionspflichten, und kann Pipeline-Investition unabhängig finanziert werden? Ein Markt, der das Geschäft als Pflanzenschutzunternehmen statt als integrierten Saatgut- und Merkmals-Peer bewertet, würde weniger als die strategische Kontrollsensitivität rechtfertigen. Der Syngenta-Multiplikator reflektiert eine Gesamt-Kontrolltransaktion, keine Minderheitsnotierung: Wir behalten ihn als Obergrenze, nicht als Ziel für den ersten Agricultural-Solutions-Handel [R/A].

Quelle: BASF-Mitteilung Agricultural Solutions 24.09.2026 und IPO-Bereitschaftserklärung 14.09.2026 [R]; Syngenta/ChemChina-Angebot 2016 und Gj2015-Ergebnisse [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

Abbildung 31: Was BASFs Markt-EV bei verschiedenen Kontroll- und Börsenwerten für Agricultural Solutions impliziert

Implizierter Wert von Agricultural Solutions	% des BASF-EV	Rest-EV (EUR Mio.)	Auf EBITDA 2026E des Restkonzerns von €5.25 Mrd.
EUR 22 Mrd.	34%	42,901	8.2x
EUR 27.3 Mrd.	42%	37,601	7.2x
EUR 38.675 Mrd.	60%	26,226	5.0x

Quelle: S&P Capital IQ, BASF-EV €64,901 Mio. (24.09.2026) [R]; BASF-Guidance-Mittelpunkt 2026 €7.3 Mrd. abzüglich PCR-Schätzung Agricultural Solutions €2.05 Mrd. [G/A]. €38.675 Mrd. ist ein hypothetischer Vollkontroll-Übernahmewert, keine IPO-Schätzung [A].

Abbildung 32: Wahrscheinlichkeitsgewichteter Aktienkurspfad nach IPO-Phase

Phase	Status	Szenario / Wahrscheinlichkeit	Gewichtet
Ankündigung, Genehmigung, Berater	Abgeschlossen	Eingepreist	0.0%
CMD 24. Nov.: eigenständiges Management und Ziele	Ausstehend	Glaubwürdige Margen-/Cashziele 45% / neutral 35% / schwach 20%	+2.2%
Carve-out-Abschlüsse	Ausstehend	Geprüfte Cash Conversion/Standalone-Kostenoffenlegung	+1.3%
IPO-Preisfestsetzung	Frühestens Mitte 2027	Premiumbewertung eines reinen Anbieters 35% / mittel 45% / verschoben 20%	+1.6%
Handel nach IPO / Entschuldung	Ausstehend	Schuldenabbau und Schließung des Mutterabschlags	+1.8%
Gesamte Ereignispfadsensitivität (nicht zusätzlich zur SOTP)			+6.9% [A]

Quelle: Illustrative PCR-Ereignispfadsensitivität [A]. Nicht additiv zur SOTP 2027E, da einige Ereignisse im Basis-EV kapitalisiert sind. BASFs globale Betriebsmitteilung vom 24.09.2026 ist ein abgeschlossener Meilenstein [R].

7.4 Agricultural-Solutions-Wert und Evonik-Finanzierungskapazität

Abschnitt 8.6 verbindet Agricultural-Solutions-Bewertung, IPO-Erlöse, Verschuldung und Evonik-Finanzierungskapazität in einer Matrix. Schlussfolgerung für BASF-Aktionäre: Im Basisfall senkt der IPO die Verschuldung 2027E auf ~1.9x, lässt aber innerhalb von ~2.0x nur ~EUR 1.6 Mrd. Barkapazität für Evonik; eine Transaktion muss daher überwiegend in Aktien bezahlt werden. Unser EUR 59 Kursziel enthält ~EUR 1.2 wahrscheinlichkeitsgewichteten Abschlag für das Risiko, dass dies nicht geschieht [A].



7.5 Battery Materials: nächster Abspaltungskandidat, noch kein nächster angekündigter IPO

BASFs Battery-Materials-Geschäft ist vom Materials-Segment zu unterscheiden. Es liegt in Surface Technologies und wird neben Environmental Catalyst and Metal Solutions als eigenständiges Geschäft identifiziert. BASFs Geschäftsbericht 2025 beschreibt reduzierte Fixkosten und Investitionen, Kundenverträge zur Nutzung vorhandener Kapazität und Kooperationsmöglichkeiten entlang der Wertschöpfungskette. Er kündigt keinen Battery-Materials-IPO an [R: BASF-Bericht 2025, S. 17–18].

Nach Agricultural Solutions ist ein Battery-Materials-Börsengang daher ein möglicher nächster Portfolioschritt, neben Partner, Gemeinschaftsunternehmen oder Teilverkauf [H]. Notierungsfähigkeit erfordert eigenständige geprüfte Abschlüsse, einen klaren Schulden- und Technologieperimeter, Auslastungsvisibilität, Kundenkonzentrationsoffenlegung und nachhaltige Cashgenerierung. Battery Materials erzielte 2025 EUR 642 Mio. Drittumsatz; Surface-Technologies-EBITDA darf nicht als Battery-Materials-EBITDA behandelt werden [R: BASF-Bericht 2025, S. 76]. Unser BASF-Kursziel EUR 59 enthält weder IPO-Termin noch Erlöse oder zusätzlichen Wert [A].

Abbildung 27A: BASF-Abspaltungspipeline, bestätigter Plan gegenüber hypothetischer Optionalität

Geschäft	Status	Bewertungsbehandlung
Agricultural Solutions	IPO-Bereitschaftsziel 2027; Umsetzung bleibt bedingt [R]	Bestehende 12x-Basisbewertung; unverändert
Battery Materials	Eigenständiges Geschäft; möglicher IPO / Partner / Teilverkauf [H]	Kein angenommener IPO-Termin, Erlös oder Bewertungsanstieg
Materials-Segment	Kerngeschäft; nicht der Batterie-Carve-out [R]	In bestehender Kerngeschäftsbewertung enthalten

Quelle: BASF-Bericht 2025, S. 17–18 und 76; Parmantier & Cie. Research [A/H].

8. BASF-Evonik: bestätigte Anfrage, unbestätigte Transaktion

Status: BESTÄTIGTE UNVERBINDLICHE ANFRAGE, kein Angebot, keine Konditionen, keine Vereinbarung
Evonik (Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 MAR, 25.09.2026, 15:12 MESZ): Der Vorstand „hat eine unverbindliche Anfrage von BASF SE zu einem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot für sämtliche Aktien der Gesellschaft erhalten. Derzeit finden keine Gespräche statt.“ [R]
BASF (Mitteilung P-26-172, 25.09.2026): BASF „bestätigt Sondierungsgespräche mit der RAG-Stiftung und Evonik ... Verlauf und Ergebnis dieser Sondierungsgespräche sind derzeit offen.“ [R]
Die RAG-Stiftung (43.8%) bestätigte die Kontaktaufnahme durch BASF (MT Newswires, Dow Jones, Reuters, 25.09.2026) [R, über Nachrichtenagenturen]. Keine Partei hat Preis, Struktur, Finanzierung, Due-Diligence-Vereinbarung oder Zeitplan offengelegt. Sämtliche nachfolgenden quantitativen Angaben sind Parmantier-&Cie.-Szenarien [A].

8.1 Was bestätigt, was berichtet und was weiterhin unbekannt ist

Abbildung 33: BASF-Evonik: Was bestätigt, was berichtet und was weiterhin unbekannt ist

Punkt	Status	Evidenz	Quelle / Datum	Investmentimplikation
BASF-Anfrage	Bestätigt	Unverbindliche Anfrage zu freiwilligem öffentlichem Übernahmeangebot für sämtliche Evonik-Aktien	Evonik-Ad-hoc, 25.09.2026 [R]	Konsolidierungswahrscheinlichkeit steigt; weiterhin kein Angebot
BASF-Erklärung	Bestätigt	Sondierungsgespräche mit RAG und Evonik; Ausgang „offen“; Akquisitionen müssen „Kerngeschäfte stärken“; „diszipliniertes Vorgehen“	BASF P-26-172, 25.09.2026 [R]	Signalisiert Preisobergrenze und Disziplin





Punkt	Status	Evidenz	Quelle / Datum	Investmentimplikationen
Reaktion des Evonik-Vorstands	Bestätigt (begrenzt)	„Derzeit finden keine Gespräche statt“; keine Stellungnahme über gesetzliche Pflichten hinaus	Evonik-Ad-hoc, 25.09.2026 [R]	Keine begründete Stellungnahme fällig: kein Angebot vorhanden
RAG-Stiftung	Kontakt bestätigt; Position unbekannt	43.8%-Aktionär bestätigte Anfrage; verweigerte FT-Kommentar	MT Newswires, Dow Jones 25.09.2026 [R]; FT über Seeking Alpha [M]	RAG ist der Schlüsselakteur
Berater / Vorbereitungsarbeiten	Berichtet	BASF spricht „seit früher in diesem Jahr“ mit Beratern; in Kontakt mit Banken	FT, über Reuters und Seeking Alpha, 25.09.2026 [M]	Ernsthaftigkeitssignal; unbestätigt
Ursprünglicher Bericht	Berichtet	Dealreporter (21.09.2026): BASF prüfte Transaktion; eine Quelle nannte BASF „liquiditätsbeschränkt“, IPO zuerst	Seeking Alpha, 21-25.09.2026 [M]	Finanzierung ist die bindende Beschränkung
Transaktionskonditionen	Unbestätigt	„Keines der Unternehmen sagte, wie viel Geld BASF auf den Tisch legt“	Dow Jones / WSJ, 25.09.2026 [R]	Alle Prämien hier sind Szenarien [A]
Bar-/Aktienstruktur	Nur Szenario	Keine Partei legte eine Struktur offen	-	In Abschnitt 8.4 modelliert [A]
RAG-Rückbeteiligung oder Ankerposition	Nur Szenario	Nicht offengelegt; RAG strebt Berichten zufolge mittelfristig 25.1% Beteiligung an; am 30.09.2026 erklärte RAG, dass ein vollständiger Verkauf satzungsgemäß mit Kuratoriumsgenehmigung möglich ist	Reuters über MarketScreener, 25.09.2026 [M]	~50%-Anker in BASF ist nicht plausibel (8.5)
Synergien	Nicht verifiziert	Keine Managementschätzung; EUR 650-700 Mio. kursieren nur in Marktkommentaren	Marktberichte [M]	PCR-Bruttospanne EUR 500-800 Mio. [A]
Finanzierung	Unbestätigt	Keine Zusage offengelegt; BASF-Nettoschulden EUR 17,117 Mio. per 30.06.2026	BASF-Bericht H1 2026 [R]	Barkapazität vor IPO-Erlösen begrenzt
Due Diligence, Exklusivität, Stillhaltevereinbarung	Unbestätigt	Nichts offengelegt	-	Kein Nachweis eines unterzeichneten Prozesses
Vollzugszeitplan	Unbestätigt	Keine Entscheidung nach § 10 WpÜG veröffentlicht	-	Frühester realistischer Vollzug 2027-28 [A]
Stakeholderkommentar	Nur Investoren	Deka: niedrige Bewertung „macht es zu einem attraktiven potenziellen Partner“; Union Investment: könnte Spezialchemie stärken; JPMorgan (24.09): Transaktion unwahrscheinlich, beide Untergewichten. Politik: NRW-SPD (30.09.2026), „Evonik ist keine Beute“ [M]; kein Arbeitnehmer- oder Behördenkommentar identifiziert	Reuters 25.09.2026; Trading-Treff 24.09.2026 [M]	Investoren grundsätzlich unterstützend; Sell-Side skeptisch
Aktiv zum Berichtsdatum	Offen	BASF: Gespräche „bleiben offen“; Evonik: „derzeit“ keine Gespräche	25.09.2026 [R]	Aktuell, aber frühe Phase



Quelle: Evonik-EQS-Ad-hoc 25.09.2026; BASF-Mitteilung P-26-172 25.09.2026; MT Newswires und Dow Jones/WSJ 25.09.2026 (WSJ-Original kostenpflichtig; syndizierter Dow-Jones-Text verwendet); Reuters 25.09.2026; FT laut Reuters und Seeking Alpha; Trading-Treff 24.09.2026. [R] = Unternehmens- oder regulatorische Offenlegung; [M] = Medien-/Marktbericht.

8.2 Rechtlicher und prozessualer Rahmen

Abbildung 34: Was die Anfrage nach deutschem Übernahmerecht auslöst und was nicht

Anforderung	Regel	Status 01.10.2026	Implikation
Ad-hoc-Offenlegung	Art. 17 MAR	Von Evonik nach Medienberichten am 25.09.2026 veröffentlicht	Informationsleck beendete jeden Offenlegungsaufschub
Entscheidung zur Abgabe eines Angebots	§ 10 WpÜG: unverzüglich veröffentlichen	Nicht von BASF veröffentlicht	Kein formeller Angebotsprozess gestartet
Angebotsunterlage	§ 14 WpÜG: innerhalb von vier Wochen nach § 10 bei BaFin einreichen	k. A.	Wochen zwischen möglicher Entscheidung und Unterlage
Mindestpreis	§ 31 WpÜG; §§ 4-5 WpÜG-AngebV: ≥ 3 -Monats-VWAP vor § 10 und $\geq$ höchster Preis der vergangenen sechs Monate	k. A.	Ein später § 10 erhöht die Untergrenze durch vom Informationsleck beeinflusste Kurse
Aktiengegenleistung	§ 31(2) WpÜG: liquide Aktien an einem organisierten EWR-Markt; Baralternative bei $\geq 5\%$ Barkäufen	k. A.	BASF-Aktien qualifizieren: reines Aktienangebot möglich
Pflichtangebot	§ 35 WpÜG: Kontrolle bei 30%; Befreiung bei Kontrollerwerb durch freiwilliges Übernahmeangebot	k. A.	Kauf von RAGs 43.8% außerhalb eines Angebots löst Pflichtangebot aus
Vorstand des Zielunternehmens	§§ 27, 33 WpÜG: begründete Stellungnahme; Neutralität mit Aufsichtsratsausnahmen	Keine Stellungnahme fällig	Evoniks Einschätzung zählt erst bei vorhandenem Angebot
BASF-Aktionäre	§§ 182, 202 AktG: Kapitalerhöhung über HV oder genehmigtes Kapital	Volumen des genehmigten Kapitals nicht verifiziert [A]	Große reine Aktientransaktion könnte außerordentliche HV erfordern
Fusionskontrolle	EU-Fusionskontrollverordnung	k. A.	Phase-II-Risiko bei Additiven und Katalysatoren [A]
Integration nach Angebot	§ 293 AktG: Beherrschungsvertrag (75% HV); Squeeze-out bei 90% (Verschmelzung) oder 95%	k. A.	Mindestannahmeschwelle zentral für Konditionen

Quelle: WpÜG, WpÜG-AngebV, AktG, MAR, gesetzlicher Rahmen zusammengefasst von Parmantier & Cie., keine Rechtsberatung [A]; Status laut Unternehmensmitteilungen 25.09.2026 [R].

8.3 Strategische Logik, getrennt von finanzieller Machbarkeit

Warum jetzt. Drei Treiber sind belegt. Erstens definiert BASF Akquisitionen als solche, die „ihre Kerngeschäfte stärken“ [R]; Evoniks Additiv-, Pflege- und Ernährungsgeschäfte liegen neben BASFs Kernsegmenten Industrial Solutions und Nutrition & Care [R/A]. Zweitens notiert Evonik unbeeinflusst einschließlich Pensionen bei 6.3x bereinigtem EBITDA 2026E (Abbildung unten); ein Käufer mit stärkerer Aktienwährung erwirbt Ergebnisse mit Abschlag, wie Dekas Linus Vogel öffentlich betonte [M]. Drittens hat die RAG-Stiftung Berichten zufolge einen Rückgang auf 25.1% signalisiert [M], wodurch die Sperrbeteiligung zum motivierten Verkäufer wird; am 30.09.2026 ergänzte sie, ihre Satzung erlaube mit Kuratoriumsgenehmigung einen vollständigen Verkauf [R]. Zwei weitere Treiber sind Ableitungen: Der Agricultural-Solutions-IPO (Bereitschaft Mitte 2027) schafft einen Finanzierungspfad, und Evoniks Interimsführung seit 01.09.2026 schwächt die Verhandlungsposition [R/A].



Passt dies zu „Winning Ways“? Nur teilweise. Reuters berichtet, Kamieth wolle Geschäfte verlassen oder abspalten, die nicht eng mit BASFs Verbundstandorten integriert sind [M]. Evonik ist ein standortbasierter Spezialchemiekonzern mit eigenen integrierten Standorten; sein Kauf ergänzt nicht verbundverbundene Geschäfte. Schlüssig ist ein Portfoliotausch: eigenständige Geschäfte verkaufen (Coatings, Agricultural Solutions) und kernnahe Spezialitäten für Industrial Solutions und Nutrition & Care kaufen. Es ist keine Rückkehr zu Crackern, und Evonik verkauft die C4-Kette (Oxeno) bereits [R/A].

Verbessert Konsolidierung die Kapazitätsdisziplin? Am Rand bei PU-Additiven, Beschichtungsadditiven und C4 ja; bei Methionin und Kieselsäure ergänzt BASF nichts. Die Zusammenführung zweier europäischer Hochkostenbasen schließt nicht das Gaspreisgefälle von 3.3x zwischen Europa und USA. Der eigentliche Wert besteht darin, Stilllegungsentscheidungen bei überlappenden Vermögenswerten einem Eigentümer zuzuordnen, die einzige Synergie, die keines allein erreichen kann [A].

Der beste Fall ist selektiv, nicht umfassend. BASF könnte Kundennähe und Formulierungskompetenz aus Evoniks Additiv- und Pflegegeschäften gewinnen, ohne jede periphere Einheit besitzen zu müssen. Vermögenstausch, Minderheitsinvestment oder schrittweiser Verkauf von C4/Standortdiensten könnten Komplementaritäten bei geringerer kartellrechtlicher Überschneidung erhalten. Ein Gesamtangebot passt viel schwerer zu BASFs Vereinfachungsabsicht für eigenständige Aktivitäten: Der Käufer müsste Evoniks Standortnetze integrieren, Ergebnisse nach vorübergehender Methionin- und C4-Knappheit stabilisieren und Geschäfte verkaufen, deren Abspaltung Evonik bereits begonnen hat. Wir geben einem Vollabschluss geringere Wahrscheinlichkeit, weil diese Portfolioarbeit nach Prämienzahlung nicht optional ist [R/A].

Abbildung 35: Portfolioüberschneidungen und Komplementarität

Evonik-Geschäft	BASF-Nachbarschaft	Überschneidung	Passung zum BASF-Kern	PCR-Einschätzung
Beschichtungsadditive	Dispersionen, Harze, Formulierungsadditive	Mittel-hoch	Kernnah	Synergie- und Kartellschwerpunkt
PU-Additive und Aminkatalysatoren	PU-Systeme und Katalysatoren (Materials)	Hoch	Kern	Wahrscheinlichste Auflage
Care Solutions (Wirkstoffe, Emollients, Biotenside)	Care Chemicals (Nutrition & Care)	Mittel	Kern	Komplementär bei Wirkstoffen
Tierernährung (Methionin)	Vitamine, Futtermittelenzyme	Niedrig	Kernnah	Cross-Selling; keine Überschneidung
Kieselsäure, Wasserstoffperoxid	Kunde (HPPO), kein Wettbewerber	Niedrig	Nicht-Kern	Behalten oder verkaufen
Hochleistungspolymere (PA12, PEEK)	Technische Kunststoffe (PA6/66, PBT)	Niedrig-mittel	Kern (Materials)	Benachbarte Endmärkte
Öladditive	Schmierstoffadditive	Mittel	Kernnah	Moderate Überschneidung
Katalysatoren (Basismetall, Edelmetallpulver)	Prozess- und Hydrierkatalysatoren	Mittel	Kernnah	Nischenüberschneidung
C4-Kette (Oxeno), wird verkauft	Cracker-C4, Oxoalkohole	Hoch	Kern (Chemicals)	Ausschließen oder Auflage
Standortdienste (Syneqt), werden verkauft	Verbundstandortdienste	n. a.	Nicht-Kern	Ausgeschlossen



Quelle: Unternehmenssegment- und Produktveröffentlichungen [R]; Klassifikation Parmantier & Cie. [A]. Überschneidungsgrade qualitativ und nicht durch Fusionsanmeldungen verifiziert.

8.4 Transaktionsmodell: Kaufpreis und Kapitalstruktur

Abbildung 36: Evonik-Kaufpreis: Prämie auf unbeeinflusstes Eigenkapital und implizierte Multiplikatoren

Szenario	Angebot / Aktie	Eigenkapital	+ Nettofinanzschulden	+ Pensionen	+ Minderheiten	Erwerbs-EV	EV / 26E EBITDA	EV / 26E EBIT	EV / 27E EBITDA
Unbeeinflusst (21.09.2026)	17.24	8,034	3,620	1,538	61	13,253	6.3x	12.0x	6.5x
Markt (01.10.2026)	20.62	9,609	3,620	1,538	61	14,828	7.1x	13.5x	7.2x
+20% Prämie	20.69	9,641	3,620	1,538	61	14,860	7.1x	13.5x	7.2x
+24.5% (= EUR 10 Mrd. Eigenkapital)	21.46	10,000	3,620	1,538	61	15,219	7.2x	13.8x	7.4x
+30% Prämie	22.41	10,444	3,620	1,538	61	15,663	7.5x	14.2x	7.6x
+40% Prämie	24.14	11,247	3,620	1,538	61	16,466	7.8x	15.0x	8.0x

Quelle: Evonik-Bericht H1 2026, Nettofinanzschulden EUR 3,620 Mio., Pensionen EUR 1,538 Mio., nicht beherrschende Anteile EUR 61 Mio. (30.06.2026); Guidance bereinigtes EBITDA 2026 EUR 2.0-2.2 Mrd. [R]; XETRA-Schlusskurse [R]; PCR bereinigtes EBITDA 2026E EUR 2,100 Mio., bereinigtes EBIT EUR 1,100 Mio., bereinigtes EBITDA 2027E EUR 2,050 Mio. [A]. Leasingverbindlichkeiten (EUR 845 Mio.) als Teil der Nettofinanzschulden behandelt [A]; Pensionen vor Steuern. EUR Mio., sofern nicht anders angegeben.

Gegenüber Historie und Präzedenzfällen. Bei 7.1-7.8x bereinigtem EBITDA 2026E einschließlich Pensionen ist eine Prämie von 20-40% nach Spezialchemiemaßstäben nicht teuer und nahe den 7.0x unseres positiven Evonik-Standalone-Falls auf EBITDA 2028E. Die Beschränkung ist nicht der Multiplikator, sondern BASFs Bilanz und Synergiehürde [A].

Abbildung 37: Finanzierungsstrukturen bei 30% Prämie: Verschuldung, Verwässerung, EPS und Rating

Struktur	Bar (EUR Mio.)	Neue BASF-Aktien (Mio.)	Verw.	PF-Nettoschulden	Nettoschulden/EBITDA vor IPO	Nach IPO	Zusätzliche Zinsen	EPS 2027E, vor Synergien	Mit EUR 500 Mio. Synergien	Single-A?
Nur bar	10,444	-	-	31,181	3.32x	2.70x	366	+12.6%	+26.7%	Nein
50/50 bar und Aktien	5,222	105.7	12.3%	25,959	2.76x	2.15x	183	+4.9%	+17.5%	Grenzwertig, nach IPO
RAG Aktien / Streubesitz bar	5,870	92.6	10.8%	26,607	2.83x	2.22x	205	+5.7%	+18.5%	Grenzwertig, nach IPO
Nur Aktien	-	211.4	24.6%	20,737	2.21x	1.59x	-	-1.3%	+10.1%	Ja

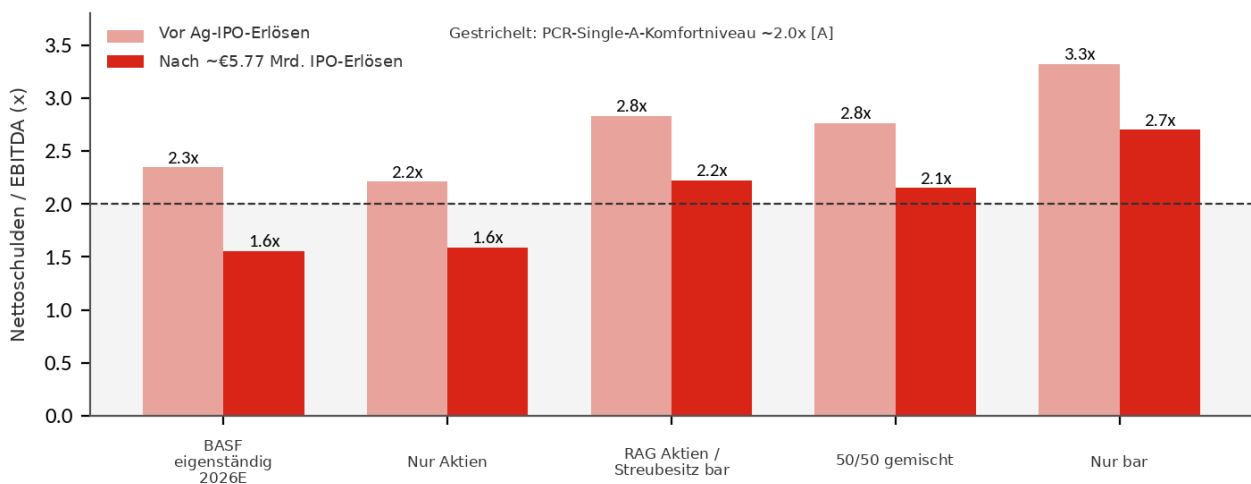
Quelle: BASF-Bericht H1 2026 (Nettoschulden EUR 17,117 Mio.) [R]; BASF-Guidance-Mittelpunkt EBITDA vor Sondereinflüssen 2026 EUR 7.3 Mrd. [G]; Evonik-Nettofinanzschulden EUR 3,620 Mio. [R]; PCR EPS 2027E BASF EUR 2.95, Evonik EUR 1.25 [A]. Neue Aktien zu EUR 49.40; 3.5% neue Fremdkapitalkosten vor Steuern; 28% Steuer; EPS vor PPA-Abschreibungen und Integrationskosten. Verschuldung ohne Pensionen. Single-A-Komfortniveau von ~2.0x ist PCR-Näherung, keine Agenturschwelle. Nach IPO: ~EUR 5.77 Mrd. Nettoerlöse angenommen [A].



Abbildung 38: Prämiensensitivität: Pro-forma-Verschuldung und Verwässerung

Prämie	Nur bar: Nettoschulden/EBITDA vor / nach IPO	50/50: vor / nach IPO	Nur Aktien: Verwässerung	Nur Aktien: EPS 2027E
20%	3.23x / 2.62x	2.72x / 2.11x	22.7%	+0.2%
30%	3.32x / 2.70x	2.76x / 2.15x	24.6%	-1.3%
40%	3.40x / 2.79x	2.80x / 2.19x	26.4%	-2.8%

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]; Annahmen wie in vorheriger Abbildung.

Abbildung 39: Pro-forma-BASF-Verschuldung nach Struktur (30% Prämie)


Quelle: BASF- und Evonik-Berichte H1 2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A]. EPS-Zuwachs ist keine Wertschaffung: Bei 17.9x Angebots-KGV gegenüber ~2.5% Fremdkapitalkosten nach Steuern sind Bartransaktionen mechanisch ergebnissteigernd, vernichten aber Wert, wenn die Prämie kapitalisierte Synergien übersteigt.

Warum mechanischer EPS-Zuwachs nicht genügt. Finanzierung eines relativ niedrig bewerteten Evonik mit zu 3.5% aufgenommenem Fremdkapital lässt das Modell vor Synergien ergebnissteigernd erscheinen, selbst ohne erfolgreiche operative Integration. Diese Rechnung vergleicht Ergebnisrendite und Zins; sie zieht weder PPA-Abschreibung noch einmalige Restrukturierungszahlungen, Steuerverluste oder höhere Refinanzierungsspreads nach Ratingmaßnahmen ab. Reine Aktiengegenleistung vermeidet viel Refinanzierungslast, erhöht aber sofort die Aktienzahl, während Einsparungen über Jahre eintreffen. Wir bewerten eine Struktur daher anhand Prämie abzüglich risikobereinigter *zusätzlicher* Synergien und Cash Conversion, statt den ersten Pro-forma-EPS-Prozentsatz als Empfehlung zu behandeln [A].

Dividenden- und Rückkaufkapazität. BASFs EUR 2.25 Dividende kostet ~EUR 1.94 Mrd. jährlich [R/A]. Bei reiner Aktientransaktion erhöhen 211 Mio. neue Aktien die Dividendenlast um ~EUR 476 Mio., nahe Evoniks eigener Ausschüttung EUR 1.00 × 466 Mio.; Zahlungen an externe Aktionäre bleiben weitgehend unverändert. Barstrukturen ergänzen stattdessen EUR 180-370 Mio. Zinsen vor Steuern und erfordern aus unserer Sicht eine Aussetzung des berichteten Rückkaufprogramms bis EUR 1 Mrd. [M/A]. Die Dividende ist bei reinen Aktien- und 50/50-Strukturen sicher; der Rückkauf bei keiner barlastigen Struktur [A].



8.5 Die RAG-Stiftung: Schlüsselakteur, kein 50%-Anker

Abbildung 40: RAG-Beteiligungsrechnung unter alternativen Strukturen (30% Prämie, EUR 10,444 Mio. Eigenkapital)

Struktur	RAG-Gegenleistung	RAG bar (EUR Mio.)	BASF-Aktien an RAG (Mio.)	RAG % an BASF	Alle Evonik-Aktionäre % an BASF	BASF-Barbedarf (EUR Mio.)
Nur Aktien	100% Aktien	-	92.6	8.6%	19.7%	-
RAG Aktien / Streubesitz bar	100% Aktien	-	92.6	9.7%	9.7%	5,870
RAG 50/50-Rückbeteiligung; Streubesitz bar	50% Aktien	2,287	46.3	5.1%	5.1%	8,157
RAG bar; Streubesitz Aktien	100% bar	4,574	-	0.0%	12.1%	4,574
RAG behält 25.1%; BASF kauft 74.9%	Behält Evonik-Beteiligung	-	-	0.0% (25.1% an Evonik)	-	7,823
Hypothetisch: RAG ~50% am fusionierten BASF-Konzern	Würde ~861 Mio. BASF-Aktien benötigen	-	~861	50%	-	~EUR 42.5 Mrd. Aktien: 4.1x Angebotswert

Quelle: RAG-Beteiligung 43.8% laut MT Newswires/Dow Jones 25.09.2026 [R]; mittelfristiges RAG-Ziel 25.1% laut Reuters 25.09.2026 [M]; BASF 860.9 Mio. Aktien, EUR 49.40 (S&P Capital IQ, 01.10.2026) [R]; Parmantier & Cie. Research [A]. Alle Strukturen sind Szenarien; keine wurde öffentlich vorgeschlagen.

Eine RAG-Position von ~50% ist als Eigentum am kombinierten Konzern ökonomisch nicht plausibel. Evoniks Eigenkapital bei 30% Prämie entspricht ~20% der Pro-forma-BASF; RAGs Anteil daran ~8.6%. „~50%“ kann nur den in BASF-Aktien erhaltenen Anteil von RAGs *eigener Gegenleistung* beschreiben, nicht BASF-Kontrolle. Mit 8-10% wäre RAG vermutlich BASFs größter Aktionär: Stabilitätsquelle und möglicherweise Aufsichtsratssitz, aber keine Kontrolle, konsistent mit dem berichteten Diversifikationswunsch weg von einer einzelnen Chemieexposition [A].

Was RAG vermutlich benötigt. Aus ihrem berichteten 25.1%-Ziel leiten wir teilweise bar, teilweise Aktien ab: Liquidität zur Diversifikation, Aktien für Dividendenertrag (BASF 4.6% Rendite gegenüber Evonik 4.8% zu aktuellen Kursen) und Synergiepartizipation. Eine RAG-Rückbeteiligung reduziert BASFs Barbedarf um bis zu EUR 4.6 Mrd., lässt aber den 56.2%-Streubesitz zu bezahlen; sie funktioniert für BASF daher nur zusammen mit einem Aktienangebot an den Streubesitz oder nach IPO-Erlösen [A].

RAG ist kein unbelasteter Aktienblock. Die eigene Ad-hoc-Mitteilung vom 25.09.2026 legt drei ausstehende, in Evonik-Aktien umtauschbare Anleihen offen und bestätigt 43.8% der ausgegebenen Evonik-Aktien [R]. Exakt lieferbare Aktienzahl, Besicherungsmechanik, Umtauschzulöser und Zeitpunkt müssen geprüft werden, bevor sämtliche 43.8% als frei lieferbar für Barverkauf oder BASF-Aktientausch gelten. Für eine Stiftung, die Evonik-Dividenden für dauerhafte Verpflichtungen nutzt, zählen Dividendenkontinuität, Währung, Liquidität, Governance und Anleihegläubigeransprüche. Das berichtete langfristige Ziel einer Reduktion auf 25.1% und RAGs Erklärung vom 30.09.2026, ein vollständiger Verkauf sei möglich, sind keine Zustimmung zu einem konkreten BASF-Vorschlag [R/M/A].

Quelle: RAG-Stiftung, Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 MAR, 25.09.2026 [R]; Handelsblatt 29.09.2026 (nur zugänglicher Vorspann und vom Nutzer bereitgestellte Auszüge) [M]; Parmantier & Cie. Research [A].



8.5a RAG als Agricultural-Solutions-Aktionär: Alternative einer Portfolioumschichtung

Ein weiterer hypothetischer Weg ist die Monetarisierung eines Teils oder aller Evonik-Anteile durch RAG und Reinvestition eines vereinbarten Anteils in den Agricultural-Solutions-IPO oder eine Vor-IPO-Platzierung, statt nur Liquidität zu behalten oder BASF-Aktionär zu werden [H]. Dies tauschte konzentrierte Chemieexposition gegen eine Pflanzenschutzplattform; Sektor-, Liquiditäts- und Bewertungsrisiken entfielen nicht. Weder RAG-Zusage, Ankerzuteilung, vereinbarter Preis noch Zuordnung der Umtauschanleihepflichten wurden offengelegt.

Der ökonomische Fall ist die Verbesserung künftiger Renditen, nicht bloß die Übertragung eines Investments zu gedrücktem Preis. Bei illustrativem 11x-Einstiegs-EV/EBITDA impliziert ein Anstieg auf 17x oder 19x bei konstantem EBITDA 54.5% bzw. 72.7% Unternehmenswertpotenzial. Bei konstanten zugeordneten Nettoschulden und Pensionen von EUR 3.7 Mrd. beträgt das Eigenkapitalpotenzial 64.0% bzw. 85.3% [A]. Dies sind hohe Exitsensitivitäten: 17x ist die bestehende Kontrollpräzedenzreferenz, 19x eine zusätzliche ambitionierte Annahme, keine bestätigte IPO-Spanne oder gesicherte Rendite. Unser 12x-Basisfall bleibt unverändert.

Abbildung 40A: Agricultural-Solutions-Reinvestitionssensitivität für RAG (hypothetisch)

Kennzahl	11x Einstieg	17x Exitsensitivität	19x ambitionierte Sensitivität
EBITDA 2027E (EUR Mio.)	2,275	2,275	2,275
Unternehmenswert (EUR Mio.)	25,025	38,675	43,225
Zugeordnete Schulden und Pensionen (EUR Mio.)	3,700	3,700	3,700
Eigenkapitalwert (EUR Mio.)	21,325	34,975	39,525
Unternehmenswertpotenzial	—	54.5%	72.7%
Eigenkapitalwertpotenzial	—	64.0%	85.3%
Illustrativer Investmentwert EUR 4,521 Mio. (EUR Mio.)	4,521	7,415	8,379

Quelle: Bestehendes Agricultural-Solutions-Modell (EBITDA 2027E EUR 2,275 Mio.; Schulden/Pensionen EUR 3,700 Mio.), Abbildung 30; Parmantier-Berechnungen. Identisches EBITDA und Schulden bei Einstieg und Exit; ohne Gebühren, Steuern, Zeitwert und Ausschüttungen. EUR 4,521 Mio. ist der bestehende illustrative RAG-Blockwert, kein zugesagtes Investment.

Bei 11x würden EUR 4,521 Mio. etwa 21.2% des illustrativen Agricultural-Solutions-Eigenkapitals erwerben. Dies ist ein Unternehmenseigentumsanteil, kein empfohlenes Portfoliogewicht. Eine Aktienübertragung durch BASF und ein Barverkauf mit anschließender Reinvestition haben unterschiedliche Finanzierungs-, Steuer- und Governance-Folgen. In den IPO zurückgeführte Liquidität ist keine zweite Erlösquelle: Derselbe Transaktionsfluss muss einmal gezahlt werden. Jede verknüpfte Übernahmestruktur erfordert rechtliche Prüfung von Gleichbehandlung, Mindestpreis, Umtauschanleihen und notwendigen Genehmigungen [A/H].

RAGs Finanzierungsdruck muss gemessen, nicht behauptet werden. Wir haben keinen 40%-Verlust des gesamten RAG-Anlageportfolios verifiziert: Dafür braucht es definiertes Zeitfenster, Bezugsgröße und Bewertungsbasis. Der geprüfte Einzelabschluss 2025 zeigt stattdessen EUR 217.8 Mio. Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens, Buchvermögen EUR 12,436.2 Mio. gegenüber EUR 12,385.6 Mio. 2024 sowie Ewigkeitslastrückstellungen EUR 9,867.6 Mio. Buchvermögen ist kein Portfoliomarktwert. Diese Zahlen rechtfertigen die Prüfung von Renditegenerierung, Diversifikation und wiederkehrenden Zahlungsströmen; sie belegen weder 40% Gesamtportfolioverlust noch eine unmittelbar bevorstehende Liquiditätskrise [R: RAG-Stiftung Jahresabschluss 2025, S. 3–4].



8.6 Agricultural-Solutions-Erlöse und Transaktionskapazität

Abbildung 41: Kombinierte BASF-Bewertungsmatrix: Agricultural-Solutions-Bewertung, IPO-Erlöse, Verschuldung und Evonik-Kapazität

Agricultural-Solutions-Bewertung	Agricultural-Solutions-EV (EUR Mrd.)	Erlöse (EUR Mrd.)	BASF 2027E Nettoschulden/EBITDA	Evonik-Barkapazität bei $\leq 2.0x$ (EUR Mrd.)	BASF-SOTP (EUR/Aktie)	Kursziel inkl. wahrsch.-gew. Evonik-Effekt	Impliziert e 12M-GR
Negativ (9x)	18.45	3.31	2.2x	Keine: nur Aktien	40.83	41.10	-12.2%
Basis (12x)	27.30	5.77	1.9x	~1.6	58.54	59.00	+24.0%
Positiv (14x börsennotiert)	35.00	7.93	1.6x	~3.8	74.98	75.20	+56.8%
Strategisch / Kontrolle (17x; 100% Verkauf, illustrativ)	38.675	~35.0 Bruttoeigenkapital, vor Steuerverlusten	Nettoliquidität	>20	73.28 (vor Steuern)	~72.10	+50.5%

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]; Agricultural-Solutions-EBITDA 2027E EUR 2,275 Mio. (Bernstein-Gegenprüfung 22.09.2026) [C]; 30% sekundärer Streubesitz, 12.5% Abschlag auf fairen Eigenkapitalwert; BASF-Nettoschulden 2027E vor Erlösen EUR 20.5 Mrd.; Evonik-Nettoschulden 2027E EUR 3,350 Mio. und EBITDA EUR 2,050 Mio. [A]. BASF will Mehrheitsaktionär von Agricultural Solutions bleiben [R]; Kontrollzeile ist Obergrenzensensitivität, kein Plan. Renditen gegenüber EUR 49.40 (01.10.2026) plus EUR 2.25 Dividende.

Der IPO hilft, finanziert aber kein Bargebot. Im Basisfall schaffen ~EUR 5.8 Mrd. Erlöse nur ~EUR 1.6 Mrd. Barkapazität für Evonik innerhalb von ~2.0x, etwa 15% eines Eigenkapitalpreises von EUR 10.4 Mrd. bei 30% Prämie. Der IPO verändert Machbarkeit daher von „nein“ zu „nur überwiegend in Aktien“. Nur ein vollständiger Verkauf von Agricultural Solutions zum Kontrollwert (nicht geplant) machte ein reines Barangebot finanzierbar und gäbe BASFs hochwertigsten Ergebnisstrom auf [R/A].



8.7 Synergien: brutto, netto und was die Prämie aufzehrt

Abbildung 42: Synergieaufbau: brutto gegenüber netto, Überschneidung mit bestehenden Programmen (PCR-Schätzungen, EUR Mio.)

Kategorie	Brutto	Bereits in bestehenden Programmen?	Zusätzlich	Zeitpunkt	Wahrscheinlichkeit
Einkauf und Energiebeschaffung	120-180	Teilweise (BASF-Kostenprogramme)	90-130	Jahr 1-2	Hoch
Gemeinsame Dienste, Verwaltung, IT	120-160	Teilweise (Evonik: 3,200 Stellenstreichungen 2027-29)	60-90	Jahr 1-3	Mittel-hoch
Produktion und Standortbereinigung	150-250	Teilweise (Hamburg, Bitterfeld; Ludwigshafen)	80-150	Jahr 2-4	Mittel
Logistik und Lieferkette	40-60	Nein	40-60	Jahr 1-2	Mittel-hoch
Forschung und Entwicklung	40-70	Nein	40-70	Jahr 2-3	Mittel
Vertrieb und Distribution	30-60	Nein	30-60	Jahr 2-3	Mittel
Treasury und Finanzierung	10-20	Nein	10-20	Jahr 1	Hoch
Gesamte Kostensynergien	500-800		350-580		
Abzüglich Dis-Synergien, Auflagen, verbleibender Kosten	(75)-(90)				
Wiederkehrende Netto-EBITDA-Synergien			~275-470	Jahr-3-Zielniveau	
Einmalige Umsetzungskosten	1.2x brutto		600-960 vor Steuern	Jahr 1-3	
Working Capital (einmaliger Zufluss)	300-500	Nein	einmalig	Jahr 1-2	Mittel
Umsatzsynergien (EBITDA)	30-80	Nein	Nicht im Basisfall	Jahr 3+	Niedrig

Quelle: Schätzungen Parmantier & Cie. Research [A]; Evonik-Stellenabbauprogramm laut MT Newswires 18.06.2026 und am 11.09.2026 angekündigte Standortstilllegungen [R]. Kein Unternehmen hat eine Synergieschätzung veröffentlicht.

Abbildung 43: Wertschaffung für BASF-Aktionäre (EUR Mio.): kapitalisierte Nettosynergien abzüglich Umsetzungskosten und Prämie

Bruttosynergien	Netto-Zielniveau	20% / 3 Jahre	20% / 5 Jahre	30% / 3 Jahre	30% / 5 Jahre	40% / 3 Jahre	40% / 5 Jahre
EUR 300 Mio.	145	(1,003)	(1,126)	(1,806)	(1,929)	(2,609)	(2,733)
EUR 500 Mio.	275	(401)	(635)	(1,205)	(1,438)	(2,008)	(2,242)
EUR 700 Mio.	405	200	(144)	(604)	(948)	(1,407)	(1,751)
EUR 1,000 Mio.	600	1,101	592	298	(212)	(505)	(1,015)
Bruttosynergien für Wertneutralität	-	634	-	901	-	1,168	-

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]. Netto = brutto $\times$ (1 - 30% Überschneidung) - EUR 50 Mio. - 5% von brutto; kapitalisiert mit 7.5x EBITDA; bei 8% über Realisierungszeitraum diskontiert; Umsetzung 1.2x brutto nach 28% Steuer; Prämie gegenüber unbeeinflusstem Eigenkapital EUR 8,034 Mio. Je BASF-Aktie bei 30% / 3 Jahren: EUR -1.40 (EUR 500 Mio. brutto) bis EUR +0.35 (EUR 1.0 Mrd.). Finanzierungsmix verändert Wertträger, nicht Vorzeichen; EBITDA-Multiplikatoren nach Transaktion 6.5-8.5x verändern Neutralitätsschwelle um rund $\pm$ EUR 120 Mio.



Interpretation. EUR 650-700 Mio. Zielsynergien, die in Marktkommentaren kursieren [M], rechtfertigten nur ~20% Prämie. 30% Prämie erfordert ~EUR 0.9 Mrd. brutto; 40% ~EUR 1.2 Mrd. Kann BASF keine Stilllegungen nachweisen, die keines der Unternehmen allein vornehmen würde, transferiert die Prämie Wert an Evonik-Aktionäre. Deshalb ist die Anfrage nicht per se positiv für BASF [A].

Eine Synergie ist nur zusätzlich, wenn die Unternehmen sie separat nicht erzielen können. Evonik hat bereits Personalabbau, Standortstilllegungen und Portfolioausstiege angekündigt; BASF restrukturiert ebenfalls Standorte. Einsparungen sind mindestens teilweise in Standalone-Prognosen enthalten und dürfen nicht erneut zur Rechtfertigung einer Akquisitionsprämie verkauft werden. Plausibler Zusatznutzen sind gemeinsamer Einkauf bei gleichen Spezifikationen, Abbau doppelter Vertriebs- und Dienstleistungsfunktionen oder Bereinigung gegenseitig ersetzbarer Kapazitäten. Letzteres verursacht aber längste Verzögerung, höchste Personalkosten und größte Kartellexposition. Dies erklärt unseren 30%-Überschneidungsabschlag, €50 Mio. feste und 5% variable Dis-Synergien sowie 1.2x brutto Einmalkosten. Alles sind Analystenannahmen, keine BASF- oder Evonik-Ziele [A].

8.8 Kartellrecht, Arbeitnehmer und Politik

Abbildung 44: Produktweise Überschneidungsprüfung (indikativ; nicht durch Fusionsanmeldungen verifiziert)

Markt	Gemeinsamer Anteil (PCR indikativ)	Geografie	Hauptwettbewerber	Wahrscheinliche Prüfung	Wahrscheinliche Auflage	Arbeitsplätze / Politik
PU-Aminkatalysatoren und Additive	Hoch (geschätzt 35-50% EWR)	EWR / global	Huntsman, Tosoh, Momentive, Dow	Phase II wahrscheinlich	Eine Katalysatorlinie verkaufen	Niedrig
Beschichtungsadditive	Mittel-hoch (geschätzt 25-35%)	Global	BYK (Altana), Dow, Elementis, Arkema	Phase I mit Auflagen / Phase II	Überlappende Linien verkaufen	Niedrig
Hydrier- und Spezialkatalysatoren	Mittel in Nischen (geschätzt 20-30%)	Global	Johnson Matthey, Clariant, Grace, Umicore	Phase I mit Auflagen	Carve-out von Nischenlinien	Niedrig
C4 / Weichmacheralkohole	Hoch im EWR, falls Oxeno enthalten	EWR	ExxonMobil, OQ, Perstorp, Sabic	Phase II wahrscheinlich	Oxeno ausschließen (bereits zum Verkauf)	Marl; durch Verkauf gelöst
Öl- und Spezialadditive	Mittel (geschätzt 15-25%)	Global	Lubrizol, Infineum, Afton, Chevron Oronite	Phase I	Unwahrscheinlich	Niedrig
Pflegeinhaltsstoffe	Mittel (geschätzt 15-25%)	Global	Croda, Clariant, Dow, Givaudan	Phase I	Unwahrscheinlich	Niedrig
Zwischenprodukte (allgemein)	Niedrig-mittel	Global	Ineos, Dow, chinesische Produzenten	Phase I	Unwahrscheinlich	Politik bei Standortschließungen
Ernährung (Methionin ggü. Vitaminen)	Keine horizontale Überschneidung	Global	Adisseo, Novus, CJ; dsm-firmenich	Phase I	Keine	Keine

Quelle: Indikative Schätzungen Parmantier & Cie. Research [A]. Marktanteile werden von Unternehmen nicht offengelegt und sind unbestätigt; sie zeigen wahrscheinliche Prüfschwerpunkte der Europäischen Kommission, keine Ergebnisse.

Arbeitnehmer und Politik. Beide Konzerne sind mitbestimmt, Arbeitnehmer halten die Hälfte der Aufsichtsratssitze, und IG BCE ist die zentrale Gewerkschaft [A]. Per 01.10.2026 wurde kein Arbeitnehmer- oder Behördenkommentar identifiziert [R: nichts gefunden]; politisch erklärte die NRW-



SPD am 30.09.2026 „Evonik ist keine Beute“ [M]. Die Politik dürfte einen deutschen Champion unterstützen, Reuters bemerkt, BASFs Konzernumsatz 2025 von EUR 59.7 Mrd. sei fast so hoch wie Sinopecs Chemiesegment [M], Standortschließungen in NRW und Auflagenverkäufe an außereuropäische Käufer aber ablehnen [A]. EU-Fusionskontrolle kennt keine formelle „Champions“-Ausnahme; Resilienzargumente können gehört werden, der materielle Test gilt weiterhin. Phase II würde nach Unterzeichnung 9-15 Monate ergänzen [A].

Abbildung 45: Präzedenzfälle: Lehren und Grenzen der Vergleichbarkeit

Transaktion	Jahr	Konditionen (angekündigt)	Lehre	Vergleichbarkeit
BASF / Ciba	2008	CHF 50 je Aktie; ~CHF 6.1 Mrd. Eigenkapital	Restrukturierungsfall nahe Zyklushoch gekauft; erhebliche Restrukturierung nach Abschluss	Ähnlich: Spezialadditive; anders: verlustbringendes, kleineres Ziel
BASF / Cognis	2010	~EUR 3.1 Mrd. EV einschließlich Schulden	In Care Chemicals integriert; Synergien realisiert	Anders: Private-Equity-Eigentümer, keine Minderheitsaktionäre
Evonik / Air Products PMD	2016-17	USD 3.8 Mrd.	Klarer Additiv-Bolt-on (Ursprung von Evoniks PU-Additiven)	Anders: Carve-out, kein börsennotiertes Ziel
ADNOC / Covestro	2024-25	Angebot EUR 62 je Aktie	Staatliches Kapital; langer regulatorischer Weg einschließlich EU-Subventionsprüfung	Anders: außereuropäischer Barkäufer, keine Überschneidung
Clariant / Huntsman (aufgegeben)	2017	Reine Aktienfusion unter Gleichen, nach Aktivistenwiderstand aufgegeben	Reine Aktientransaktionen scheitern an Aktionären, nicht Behörden	Relevant für jede reine BASF-Aktienstruktur

Quelle: Historische Transaktionskonditionen zum damaligen Ankündigungszeitpunkt [R: für diese Studie nicht neu belegt]; Parmantier & Cie. Research [A].*

8.9 Der berichtete EUR 22.15-Vorschlag, ein RAG-Blockkauf und die Rückkaufaktien-Idee

Status 28.09.2026: berichtet, nicht von Unternehmen bestätigt

FT und Reuters (28.09.2026, unter Berufung auf mit der Sache vertraute Personen): BASFs erster Vorschlag betrug etwa EUR 22.15 je Evonik-Aktie (~EUR 10.3 Mrd.); Evonik lehnte ihn als zu niedrig für formelle Verhandlungen oder Due Diligence ab. BASF kommentierte die Angebotshöhe nicht; Evonik lehnte einen Kommentar ab [M]. Keine Entscheidung nach § 10 WpÜG wurde veröffentlicht [R].

Was der berichtete Preis aussagt. EUR 22.15 liegen 28.5% über dem Schlusskurs EUR 17.24 vom 21.09.2026 und 26.9% über unserem geschätzten Dreimonats-VWAP EUR 17.46 bis 24.09.2026. Einschließlich Nettofinanzschulden, Pensionen und Minderheiten bewertet er Evonik mit ~EUR 15.5 Mrd. bzw. 7.4x unserem bereinigten EBITDA 2026E und 14.1x bereinigtem EBIT [M/R/A]. Das ist kein überhöhter Spezialchemie-Multiplikator, liegt aber unter unserem Standalone-Basiswert EUR 23.12 (Basis 2028E), weshalb Evoniks Ablehnung rational ist. In unserem Synergierahmen benötigt eine Prämie von 28.5% ~EUR 0.86 Mrd. Bruttosynergien für Wertneutralität der BASF-Aktionäre. Die Preislücke zwischen Evoniks angemessener Forderung und BASFs rechtfertigbarem Preis ist klein, aber real und begründet, warum wir keine schnelle Einigung annehmen [A].



Abbildung 46: Berichteter EUR 22.15-Vorschlag: Prämie, Multiplikatoren und BASF-Verschuldung nach Finanzierungsmix

Punkt	Wert	Kommentar
Angebot je Aktie / Eigenkapitalwert	EUR 22.15 / EUR 10,322 Mio.	Berichtet [M]
Prämie auf Schlusskurs 21.09.2026 / 3M-VWAP	+28.5% / +26.9%	PCR-Berechnung [A]
Erwerbs-EV inkl. Pensionen und Minderheiten	EUR 15,541 Mio.	Nettofinanzschulden 3,620; Pensionen 1,538; Minderheiten 61 [R]
EV / bereinigtes EBITDA 2026E / bereinigtes EBIT	7.4x / 14.1x	PCR EBITDA 2026E 2,100; EBIT 1,100 [A]
Bruttosynergien für Wertneutralität	~EUR 0.86 Mrd.	PCR-Rahmen, 3-Jahres-Hochlauf [A]
BASF Nettoschulden/EBITDA: nur bar (vor / nach IPO)	3.30x / 2.69x	PCR-Basis, ohne Pensionen [A]
25% Aktien / 75% bar	3.03x / 2.42x	Scope: „neutraler für den Ratingausblick“ [C]
50/50	2.76x / 2.14x	
Nur Aktien	2.21x / 1.59x	~209 Mio. neue BASF-Aktien
Scope-bereinigte Verschuldung 2027E, vollständig fremdfinanzierte Transaktion	3.3-3.5x (von 2.3x)	Scope-Ratings-Kommentar, 28.09.2026 [C, bereitgestellt]

Quelle: FT/Reuters 28.09.2026 [M]; Evonik-Bericht H1 2026 [R]; XETRA über S&P Capital IQ [R]; Scope-Ratings-Kommentar, verbreitet 28.09.2026, PCR bereitgestellt und nicht unabhängig abgerufen [C]; Parmantier & Cie. Research [A]. PCR- und Scope-Verschuldungsdefinitionen unterscheiden sich.

Idee 1, Rückkaufaktien für einen RAG-Aktientausch. Auf den ersten Blick attraktiv: BASF hält bereits zurückgekaufte Aktien und könnte sie RAG statt neuer Aktien geben. Handelsblatt, 29.09.2026, nennt dies als mögliche Struktur, aber nicht BASFs bevorzugten Weg [M]. Wir sehen drei Probleme. Erstens erklärte BASF, Rückkaufaktien würden eingezogen [R]; Verwendung als Akquisitionswährung erfordert eine von der HV-Ermächtigung gedeckte Zweckänderung und Offenlegung, deren Wortlaut wir nicht verifiziert haben [A]. Zweitens die Größe: 5.03 Mio. Aktien der aktuellen Tranche decken nur ~5% der ~92 Mio. BASF-Aktien, die RAG bei EUR 22.15 benötigte [R/A]. Drittens, am wichtigsten, die Ökonomie: Mit Liquidität zurückgekaufte und an RAG weitergereichte Aktien sind verdeckte Barzahlung. Der Verschuldungseffekt entspricht Barzahlung; nur neu ausgegebene Aktien schützen die Bilanz. Ist BASF, wie wir glauben, ~EUR 59 wert und notiert bei ~EUR 49, transferiert Aktienzahlung zum Marktpreis rund EUR 0.9 Mrd. Wert an RAG [A]. Idee 1 ist daher für BASF-Aktionäre bestenfalls wertneutral; ihr Vorteil ist Dividendenneutralität für RAG: ~92 Mio. BASF-Aktien zu EUR 2.25 ergäben ~EUR 206 Mio. jährlich, fast exakt RAGs ~EUR 204 Mio. Evonik-Dividenden zu EUR 1.00. Dies zählt für eine Stiftung, die laut Scope Evonik-Dividenden zur Finanzierung jährlicher Ewigkeitslasten des Bergbaus von EUR 250-300 Mio. nutzt [C/A].

Idee 2, RAGs 43.8% zum Dreimonatsdurchschnitt kaufen. Dies ist die interessantere Struktur. Der Kauf von RAGs 204.1 Mio. Aktien zum Dreimonats-VWAP vor Anfrage von ~EUR 17.46 kostete ~EUR 3.56 Mrd. und erwarb Evonik bei ~6.4x bereinigtem EBITDA 2026E einschließlich Pensionen. Überschreiten von 30% löst ein Pflichtangebot an alle anderen aus; nach § 31 WpÜG und §§ 4-5 WpÜG-AngebV ist der Mindestpreis aber der höhere von Dreimonats-VWAP und höchstem gezahltem Preis, also dieselben EUR 17.46. Bei EUR 20.62 Aktienkurs würden wenige Minderheiten andienen; BASF hielte vermutlich eine faktisch kontrollierende 43.8%-Beteiligung, konsolidierte Evonik und hätte ~2.6x Verschuldung vor



sowie ~2.0x nach Agricultural-Solutions-Erlösen [R/A]. Bewertete der Markt Evonik später mit 8x EBITDA, wäre die Beteiligung ~EUR 1.5 Mrd. mehr wert als die Kosten (~EUR 1.75 je BASF-Aktie); bei 10x ~EUR 3.3 Mrd. (~EUR 3.90 je Aktie). Nach unseren Zahlen schafft nur diese Struktur klar Wert für BASF-Aktionäre [A].

Warum Idee 2 zu diesem Preis unwahrscheinlich ist. Der Anstieg von 6x auf 10x ist nicht automatisch: BASF selbst notiert bei ~7-8x, und 10x erfordern den Beleg strukturell stärkerer Spezialchemie und stabilerer Evonik-Ergebnisse. Deshalb verwenden wir 8x als realistische Referenz und 10x als Positivfall. Grundsätzlicher kann eine kapitalerhaltungsverpflichtete Stiftung nicht rational 21% unter einem von ihrem Beteiligungsunternehmen bereits als zu niedrig abgelehnten Vorschlag verkaufen. Der Blockweg wird erst nahe den berichteten EUR 22.15 realistisch, ist dann aber wieder das volle Gebot, weil das Pflichtangebot $\geq$ EUR 22.15 lauten müsste und die meisten Minderheiten andienen würden [M/A].

Abbildung 47: Kauf des RAG-Blocks von 43.8%: Kosten, Verschuldung und Wert je BASF-Aktie

Kaufpreis	Kosten (EUR Mio.)	Implizierter EV/EBITDA 2026E	Nettoschulden/E BITDA vor / nach IPO	Wertzuwachs bei 8x (EUR Mio. / je BASF-Aktie)	Wertzuwachs bei 10x (EUR Mio. / je BASF-Aktie)
3M VWAP EUR 17.46	3,564	6.4x	2.59x / 1.97x	1,509 / 1.75	3,348 / 3.89
Schlusskurs 01.10 EUR 20.62	4,209	7.1x	2.65x / 2.04x	864 / 1.00	2,703 / 3.14
Berichteter Vorschlag EUR 22.15	4,521	7.4x	2.69x / 2.07x	551 / 0.64	2,391 / 2.78

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]; Dreimonats-VWAP anhand täglicher S&P-Capital-IQ-VWAPs und Volumina, 25.06-24.09.2026, geschätzt (BaFin bestimmt die rechtlich relevante Zahl) [R/A]. Evonik bei faktischer Kontrolle voll konsolidiert; barfinanziert; Verschuldung ohne Pensionen. Wertzuwachs = Wert von 204.1 Mio. Aktien zum angegebenen Multiplikator abzüglich Kosten; keine Synergien, keine Minderheitenandienung.



8.10 Wahrscheinlichkeitsgewichtete Ergebnisse

Abbildung 48: BASF-Evonik-Ergebnisrahmen: 12-Monats-Werte (EUR je Aktie; ggü. Schlusskurs 01.10.2026)

Szenario	Wahrsc h.	BASF-Wert (Effekt)	Evonik-Wert (Effekt)	PF-BASF- Verschuldung	LANXESS / Sektorimplikationen
1. Keine Einigung / Anfrage zurückgezogen	27%	60.50 (+22.5%)	18.00 (-12.7%)	1.9x eigenständig	LXS: Konsolidierungsprämie fällt; Sektor kehrt zur Aufspaltungsthese zurück
2. Längere Verhandlungen	20%	58.00 (+17.4%)	20.75 (+0.6%)	1.9x; Belastungsfaktor	Stützt M&A-Wertuntergrenze bei Mid Caps
3. Minderheitsinvestment oder Vermögenstransaktion	12%	60.00 (+21.5%)	20.50 (-0.6%)	2.0-2.1x	Vorlage auf Vermögensebene; positiv für LXS-Verkäufe
4. Verhandelte reine Aktientransaktion	12%	57.50 (+16.4%)	23.00 (+11.5%)	2.2x / 1.6x nach IPO	Bestätigt eigenkapitalfinanzierte Konsolidierung; Neubewertung der Ziele
5. Bar-/Aktientransaktion	11%	55.50 (+12.3%)	23.25 (+12.8%)	2.8x / 2.2x nach IPO	Verschuldungssorgen begrenzen Sektormultiplikatoren
6. Gesamttransaktion, RAG als Ankeraktionär	7%	56.50 (+14.4%)	23.00 (+11.5%)	2.8x / 2.2x nach IPO	Stiftungsverankertes Modell für andere Anteilseigner
7. Gescheitertes Gebot, beschleunigte Sektorkonsolidierung	11%	61.00 (+23.5%)	19.75 (-4.2%)	1.9x	Stärkster LXS-Impuls: Private-Equity- und strategisches Interesse
Wahrscheinlichkeitsgewicht	100%	58.80 → KZ 59.00	20.57 → KZ 20.50		

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]. BASF-Standalone-12M-Wert EUR 60; Evonik-Rückfallwert EUR 18.00 (unbeeinflusste EUR 17.24 plus Restrukturierungsfortschritt); Transaktionswerte reflektieren berichtete EUR 22.15, auf ~EUR 23 angehoben (Einigung nur bei besserem Preis angenommen), abzüglich kleinem Spread. Kurseffekte ohne Dividenden. Volltransaktionswahrscheinlichkeit (4-6) 30%.

Abbildung 49: Was in jedem Ergebnis zu beobachten ist

Szenario	Abschlusswahrscheinlichkeit	Zentrale Evidenz	Katalysator	Hauptrisiko des Scheiterns
1. Keine Einigung	k. A.	RAG- oder BASF-Erklärung zum Gesprächsende	Q3-Ergebnisse (BASF Ende Okt.; Evonik Nov.)	Evonik fällt Richtung unbeeinflusster Kurs
2. Längere Verhandlungen	~20% letztlich	Beratermandate; Due-Diligence-Zugang	Agricultural-Solutions-CMD 24.11.2026	Führungsvakuum bei Evonik
3. Minderheits- / Vermögenstransaktionen	~70% nach Einigung	Gespräche über Oxeno- oder Additiv-Carve-out	Oxeno-Unterzeichnung	Kartellrecht bei Additiven
4. Nur Aktien	~60% nach Einigung	§-10-WpÜG-Veröffentlichung; außerordentliche HV-Einladung	Angebotsunterlage	Widerstand der BASF-Aktionäre gegen Verwässerung
5. Bar-/Aktienmix	~50% nach Einigung	Brückenfinanzierung; Ratingagenturkommentare	Ratingausblicke	Herabstufung; Rückkauf ausgesetzt
6. RAG-Anker	~55% nach Einigung	Unwiderrufliche RAG-Zusage	RAG-Gremienentscheidung	RAG-Liquiditätsbedarf; Governance
7. Gescheitertes Gebot, breitere Konsolidierung	k. A.	Private-Equity- oder strategisches Interesse an Evonik-/LANXESS-Vermögenswerten	Envalior-Fenster 2027	Überkapitalisierte Spekulation



Quelle: Parmantier & Cie. Research [A].

Urteil: mittelfristige Optionalität und teilweise Bewertungsuntergrenze für Evonik, noch kein kurzfristiger Katalysator und kein bloßes Rauschen

Kein Rauschen: Drei Parteien haben Kontakt bestätigt [R]. Noch kein Katalysator: Keine §-10-WpÜG-Entscheidung, keine Konditionen, laut Evonik keine laufenden Gespräche [R].

Evonik preist bereits ~65% der Bewegung von EUR 17.24 unbeeinflusst auf EUR 22.41 (30%) Angebot ein. Der Standalone-Basiswert (EUR 23.12, 2028E) übersteigt ein 30%-Angebot, weshalb Evonik mehr verlangen sollte, während BASF ~EUR 0.9 Mrd. Synergien für selbst 30% benötigt. Diese Lücke begründet unsere 30%

Volltransaktionswahrscheinlichkeit [A].

Für BASF ist eine aktienlastige oder Post-IPO-Transaktion tolerierbar; ein barlastiges Angebot vor Agricultural-Solutions-Erlösen ist das Hauptrisiko für Kaufen [A].

8.11 Handelsblatt, 29. September: mögliche RAG-Währung, keine Finanzierungszusage

Quelle und Status: TEILARTIKEL; VOM NUTZER BEREITGESTELLTE AUSZÜGE

Der Handelsblatt-Teillink lieferte keinen lesbaren Text. Die kanonische Seite zeigt nur Titel und Vorspann: BASF arbeitet nach Evoniks Ablehnung weiter; der Artikel beschreibt einen längeren Zeitplan bis 2028 und Bedingungen für einen höheren Vorschlag, legt diese im zugänglichen Auszug aber nicht offen [M].

Die drei bereitgestellten Screenshots enthalten die BASF/Evonik-Vergleichsgrafik und zwei Absätze über einen möglichen RAG-Aktientausch. Sie stützen die folgenden Aussagen; sie belegen weder, dass BASF einen solchen Tausch vorbereitet, noch eine vereinbarte Transaktion [M].

Was der Artikel ergänzt. Handelsblatt beschreibt BASF als trotz erster Ablehnung weiter auf eine Evonik-Akquisition hinarbeitend und bezeichnet diese über ungenannte Quellen als langfristigeres Projekt; der öffentlich zugängliche Vorspann nennt einen Zeitplan bis 2028 und einen bedingten höheren Vorschlag [M, 29.09.2026]. Ohne Restartikel können wir Bedingungen nicht identifizieren oder Zwischenmeilensteine verlässlich datieren. BASFs offizielle Position bleibt unverändert: Ausgang der Sondierungsgespräche offen; Evoniks Erklärung vom 25.09 sagte, es fänden keine Gespräche statt. Presseberichte über weitere Käufervorbereitung belegen nicht, dass das Zielunternehmen Due Diligence eröffnet hat [R/M].

Der RAG-Weg laut Handelsblatt. Ein Screenshot erklärt, RAG könnte BASF-Aktien im Tausch für ihre Evonik-Beteiligung erhalten, einen Block mit indikativem Wert knapp unter EUR 5 Mrd. Ein anderer sagt, BASF könne grundsätzlich eigene Rückkaufaktien als Akquisitionswährung nutzen, dies sei laut Beteiligten derzeit aber nicht BASFs bevorzugter Weg [M]. Ersteres passt zu unseren reinen Aktien- oder RAG-Rückbeteiligungsstrukturen in 8.5 und 8.9. Letzteres ist eine *rechtliche und kapitalallokative Möglichkeit*, kein verfügbarer eigener Aktienbestand: BASFs Mitteilung vom 29.07.2026 sagt ausdrücklich, Rückkaufaktien würden eingezogen, einschließlich 31.6 Mio. Aktien der vorherigen Tranche; bis 25.09.2026 wurden 5.03 Mio. Aktien in der aktuellen Tranche gekauft. Wir haben weder tatsächlich verfügbare, nicht eingezogene eigene Aktien noch die Zulässigkeit einer Sacheinlageübertragung an RAG gemäß HV-Ermächtigung vom 30.04.2026 verifiziert [R/M].

Größe und Ökonomie. Beim berichteten Evonik-Preis EUR 22.15 entspricht RAGs 43.8%-Block etwa EUR 4.52 Mrd.; bei EUR 49.40 je BASF-Aktie wären etwa 91.5 Mio. Aktien nötig. Die 5.03 Mio. Aktien des aktuellen Rückkaufs deckten nur 5.5%. Selbst vollständige Umsetzung des *kumulierten* EUR 4 Mrd.-Rückkaufprogramms bedeutete nicht, dass 81 Mio.+ nutzbare Aktien gleichzeitig in der Bilanz liegen, weil frühere Käufe zur Einziehung vorgesehen sind und das Programm bis 2028 läuft. Neue Aktien, nicht erneut ausgegebene barfinanzierte Rückkaufaktien, würden BASFs Liquidität erhalten. Das Szenario gäbe RAG nach Emission ~9.6% an BASF, keine 50%-Position [R/A].



Abbildung 50: Der vorgeschlagene RAG-Tausch: berichteter Weg gegenüber lieferbarer Finanzierung

Punkt	Berichtet oder verifiziert	Analytische Implikation
RAG-Block	43.8% an Evonik; 3 ausstehende Umtauschanleihen [R, 25.09]	~204.1 Mio. Aktien vor etwaigen Anleihe-Lieferbeschränkungen [A]
Illustrativer Preis	EUR 22.15 je Evonik-Aktie [M, 28.09]	~EUR 4.52 Mrd. Blockgegenleistung [A]
BASF-Aktien zu EUR 49.40	~91.5 Mio. Aktien [A]	~9.6% BASF-Eigentum für RAG nach Emission [A]
Aktuelle Rückkauftranche	5.03 Mio. Aktien bis 25.09 erworben [R]	Deckt ~5.5% illustrativer RAG-Gegenleistung; Aktien zur Einziehung vorgesehen [R/A]
Programm bis 2028	Kumuliert EUR 4 Mrd., kein heutiger eigener Aktienbestand [R]	Tausch lässt sich nicht bloß mit Verweis auf Gesamtprogramm finanzieren
Aktuelle Präferenz	Laut Artikelquellen sind eigene Aktien derzeit nicht BASFs bevorzugter Weg [M]	Keine vorgeschlagene oder genehmigte Struktur
Erforderliche Offenlegung	Vorstands-/HV-Befugnis, eigener Aktienbestand, Stillhaltevereinbarung, §-10-WpÜG-Entscheidung nicht verifiziert [A]	Struktur außerhalb des Basis-Kursziels belassen

Quelle: Handelsblatt, 29.09.2026, bereitgestellte Auszüge und zugänglicher Vorspann [M]; RAG-Stiftung Ad-hoc, 25.09.2026 [R]; BASF-Rückkaufmitteilung 29.07.2026 und Zwischenmeldung 28.09.2026 [R]; S&P Capital IQ BASF-Schlusskurs 01.10.2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

Die Größenvergleichsgrafik verlangt Vorsicht. Handelsblatt zeigt für BASF/Evonik GJ2025 Umsätze EUR 59.66 Mrd./EUR 14.07 Mrd.; EBITDA vor Sondereinflüssen bzw. bereinigtes EBITDA EUR 6,554 Mio./EUR 1,874 Mio.; Konzernergebnis EUR 1,619 Mio./EUR 265 Mio.; freien Cashflow EUR 1,342 Mio./EUR 695 Mio.; sowie 108,251/31,053 Beschäftigte. Eigenkapitalwerte September 2026 werden mit EUR 44.9 Mrd. und EUR 9.3 Mrd. angegeben [M]. Zusammen EUR 73.73 Mrd. Umsatz und EUR 8.43 Mrd. EBITDA erklären die politische Größe, beruhen aber auf unterschiedlichen bereinigten Definitionen, Berichtsumfängen und historischen GJ2025-Beträgen, nicht auf Pro-forma-Transaktionsergebnissen 2027 oder bestätigten Synergien. Auch Beschäftigte und Konzernergebnis identifizieren keine ohne Auflagen rationalisierbaren Standorte [M/A].

Abbildung 51: BASF gegenüber Evonik: Größe ist klar; Ergebnisse sind keine Pro-forma-Synergien

Kennzahl	BASF GJ2025	Evonik GJ2025	Implikation
Umsatz	EUR 59.66 Mrd.	EUR 14.07 Mrd.	Zusammen EUR 73.73 Mrd. vor Eliminierungen
Bereinigtes EBITDA	EUR 6,554 Mio. (vor Sondereinflüssen)	EUR 1,874 Mio. (bereinigt)	Unterschiedliche Non-GAAP-Definitionen; keine Synergie enthalten
Konzernergebnis	EUR 1,619 Mio.	EUR 265 Mio.	PPA und Finanzierung verändern Pro-forma-Ergebnis
Freier Cashflow	EUR 1,342 Mio.	EUR 695 Mio.	Beide berichtet; Vergleich nach Investitionen und Working Capital
Beschäftigte per 31.12.2025	108,251	31,053	~139,304 vor Überschneidungen oder Stilllegungen
Eigenkapitalwert, Sept. 2026 (Handelsblatt-Grafik)	EUR 44.9 Mrd.	EUR 9.3 Mrd.	Momentaufnahme, nicht Modellannahmen zum einheitlichen 25.09-Stichtag

Quelle: Mit Artikel bereitgestellte Handelsblatt-Vergleichsgrafik, 29.09.2026 [M]; Bloomberg-/Unternehmensdaten laut Grafik. Unterschiedliche bereinigte EBITDA-Definitionen; PCR-Summen [A].





Investmentschlussfolgerung. Der Bericht erhöht die Wahrscheinlichkeit weiterer BASF-Arbeit an Alternativen nach unmittelbar abgelehntem Angebot, belegt aber weder Nutzung eigener Aktien noch höheren Preis oder Abschluss vor Agricultural-Solutions-Abspaltung. BASF Kaufen (EUR 59) und Evonik Halten (EUR 20.50) bleiben unverändert. Wir überarbeiten beide Ziele bei §-10-WpÜG-Entscheidung mit Gegenleistungskonditionen, RAG-Rückbeteiligungsoffenlegung oder ausdrücklicher Bindung der Agricultural-Solutions-IPO-Erlöse an Gebotsfinanzierung. Bis dahin bleibt der Konflikt: Zur Entschuldung versprochene Agricultural-Solutions-Erlöse können nicht gleichzeitig als freie Akquisitionskapazität zählen [A].



9. Evonik: Strategischer Wert steigt, Standalone-Potenzial sinkt

Unternehmenseinschätzung: Evonik Industries, besseres Geschäft als der Juni-Kurs suggerierte, nach der Anfrage voll bewertete Aktie

Evoniks Ausgangslage. Evonik berichtet Custom Solutions, Advanced Technologies und Infrastructure und prognostiziert EUR 2.0-2.2 Mrd. bereinigtes EBITDA 2026 nach Anhebung von EUR 1.7-2.0 Mrd.; H1 2026 betrug EUR 1,105 Mio., Q2 allein EUR 630 Mio., +24% [R]. Nettofinanzschulden per 30.06.2026 EUR 3,620 Mio., Pensionen EUR 1,538 Mio.; Moody's hob Evonik am 27.08.2026 auf Baa1 an, EUR 1.00 Dividende ergibt 4.8% aktuelle Rendite [R/A]. Seit 01.09.2026 führt Interims-CEO Claus Rettig den Konzern während Christian Kullmanns Genesung [R]. Dieses Governance-Detail ist nicht trivial: Ein Interimsvorstand bei Verhandlung der wichtigsten Unternehmenstransaktion ist strukturell geeignet, vor Buchöffnung einen klaren Preis zu verlangen.

Qualität der EUR 2 Mrd. Evonik erklärt Q2 mit Kundennachfrage infolge „Engpässen in globalen Lieferketten“ [R]. Zwei Geschäfte tragen den Großteil des zyklischen Anstiegs. Methionin ist preisunelastisch: Bei Knappheit asiatischer Rohstoffe wie Schwefel, Propylen, Methanol und Gas erzielt ein versorgungssicherer europäischer Produzent höhere Spotmargen vor Volumenbewegung. Die C4-Kette hatte ein schwaches 2025 und verknappte sich weiter, als asiatische Cracker Rohstoffe verloren; Morgan Stanleys März-Hochstufung beruhte genau auf diesen Treibern [C]. Beide Effekte sind real, aber nur einer dauerhaft: Methionin bleibt Evonik-Kern, C4 (Oxeno) wird verkauft. Unser bereinigtes EBITDA 2027E EUR 2.05 Mrd. liegt daher leicht unter 2026E: Der Sondergewinn schwindet, während geplante 3,200 Stellenstreichungen 2027-2029, Hamburg- und Bitterfeld-Schließungen und Commodity-Ausstiege Teile durch eine kleinere, hochwertigere Basis ersetzen [R/A].

Was BASFs berichtete EUR 22.15 für Evonik-Aktionäre bedeuten. Der Vorschlag impliziert 7.4x bereinigtes EBITDA 2026E einschließlich Pensionen und 28.5% Prämie auf unbeeinflussten Kurs [M/A]. Evoniks berichtete Antwort, selbst für Due Diligence zu niedrig, passt zu unserer Bewertung: Standalone-Basis EUR 23.12 auf 2028E-Basis, Morgan Stanleys März-Positivfall EUR 35 je Aktie [C/A]. RAG ist der Schlüsselakteur. Sie hält 43.8%, strebt seit Langem hauptsächlich über Umtauschanleihen Richtung 25.1% und nutzt Evonik-Dividenden zur Finanzierung der Bergbau-Ewigkeitslasten [M/C]. Eine solche Stiftung bevorzugt eine dividendenerhaltende Struktur mit liquider diversifizierter Währung; BASF-Aktien im Aktientausch erfüllen dies, weshalb eine RAG-Aktienrückbeteiligung unser plausibelster Einigungsweg ist, falls eine kommt [A].

Warum wir bei Halten bleiben statt dem Gebot nachzulaufen. Bei EUR 20.62 (01.10.2026) preist die Aktie bereits den Großteil der Bewegung auf EUR 22.15 ein. Bei BASF-Rückzug ist der Rückfallwert nicht dauerhaft EUR 17.24: Verkäufe, Restrukturierung und RAG-Abbaulogik halten andere Käufer interessiert. Er ist aber auch nicht das Gebot. Einbeziehung des berichteten Preises in unseren Sieben-Szenarien-Rahmen hebt den wahrscheinlichkeitsgewichteten Wert von EUR 20.17 auf EUR 20.57; 12-Monats-Ziel EUR 20.50, ~4% Gesamtrendite inklusive Dividende, innerhalb Halten [M/A].



Abbildung 52: Evonik Negativ-, Basis- und Positivfälle (12-Monats-Werte, EUR je Aktie)

Szenario	Wahrsc h.	EUR / Aktie	ggü. EUR 20.62	Was geschehen muss	Implizierte Bewertung
Negativfall	30%	17.50	-15.1%	BASF-Rückzug; Sondergewinn schwindet; bereinigtes EBITDA 2027 ~EUR 2.0 Mrd.	~6.5x EBITDA 2027E inkl. Pensionen
Basisfall	45%	20.75	+0.6%	Gespräche wiederaufgenommen; verbesserter Vorschlag um EUR 23 diskutiert, nicht vereinbart	Markt preist ~60% Chance einer ~EUR 23-Transaktion
Positivfall	25%	24.00	+16.4%	Vereinbarte Transaktion ~EUR 24 (~39% Prämie) oder konkurrierende Anfrage; RAG erhält Aktien	~7.8x EBITDA 2026E inkl. Pensionen
Wahrscheinlichkeit sgewichtet	100%	20.59	-0.1%		KZ EUR 20.50; GR ~+4% inkl. EUR 1.00 Dividende je Aktie
Extremfall: Standalone-Abwärtsrisiko	-	13.65	-33.8%	Keine Transaktion; Methionin schwach; Verkäufe stocken; bereinigtes EBITDA 2028E EUR 1.75 Mrd. bei 5.75x	Nicht in 12M-Gewichtung

Quelle: Evonik-Bericht H1 2026 [R]; FT/Reuters 28.09.2026 (berichteter Vorschlag) [M]; Parmantier & Cie. Research [A]. Dreifallgewichtung konsistent mit Sieben-Szenarien-Rahmen in 8.10 (EUR 20.57).

Was unser Rating ändern würde. Wir würden auf Kaufen wechseln, wenn die Aktie bei lebenden Gesprächen unter ~EUR 18 fiele, weil die Option günstig wäre; oder bei formellem, von RAG unterstütztem Angebot $\geq$ EUR 23, wodurch die Aktie zur Merger-Arbitrage-Position würde. Wir würden auf Verkaufen wechseln, wenn BASF sich zurückzieht und Evonik-Guidance 2027 bereinigtes EBITDA unter EUR 1.8 Mrd. signalisiert, weil der Markt gleichzeitig Gebotsuntergrenze und Ergebnisbasis verlöre [A]. Katalysatoren: §-10-WpÜG-Entscheidung, RAG-Erklärung, Q3-Mitteilung November, dauerhafter CEO und Oxeno-Unterzeichnung [R/A].

Abbildung 53: Sind EUR 2 Mrd. glaubwürdig? Ja, auf bereinigter Basis

Basis	GJ2025	GJ2026	Hinweis
Bereinigtes Unternehmens-EBITDA	EUR 1.9 Mrd. [R]	EUR 2.0-2.2 Mrd. [G]	Am 26.06.2026 von EUR 1.7-2.0 Mrd. erhöht; 04.08.2026 bestätigt
CapIQ standardisiertes EBITDA	EUR 1,713 Mio. [R]	~EUR 1.9 Mrd. [A]	~EUR 190 Mio. Definitionsdifferenz
Annualisiertes Niveau	-	H1 EUR 1,105 Mio. [R]	Annualisiert EUR 2.21 Mrd.
Zusammensetzung	-	Teilweise Sondergewinn [R]	„Lieferkettenengpässe außerhalb Europas“ (Q2-Mitteilung)

Quelle: Evonik-Mitteilungen mit jeweiligem Datum [R/G]; S&P Capital IQ; Parmantier & Cie. Research [A].



Abbildung 54: Evonik-Segmente, GJ2025

EUR Mio.	Umsatz 2024	Umsatz 2025	EBITDA 2024	EBITDA 2025	Marge	Status
Advanced Technologies	6,177	6,062	1,023	944	15.6%	Additive, Öladitive, Katalysatoren; C4 über Oxeno
Custom Solutions	5,880	5,607	978	909	16.2%	Gesundheit, Pflege, Tierernährung: verbleibender Kern
Infrastructure	4,139	2,914	275	213	7.3%	Standortdienste; Syneqt
Zentrale / Sonstiges	(1,039)	(514)	(211)	(192)	n. a.	Zentrale
Konzern	15,157	14,069	1,993	1,713	12.2%	[R]

Quelle: S&P Capital IQ Segmentdaten [R]. Evonik berichtet seit GJ2024 Custom Solutions, Advanced Technologies und Infrastructure.

9.1 Evonik: EUR 2 Mrd. EBITDA, Restrukturierungsoptionalität und M&A-Wert

EUR 2 Mrd. sind auf bereinigter Basis glaubwürdig. Bereinigtes EBITDA H1 2026 EUR 1,105 Mio. (+3%), Q2 EUR 630 Mio. (+24%), Guidance auf EUR 2.0-2.2 Mrd. erhöht [R: Evonik-H1-Bericht, 04.08.2026]. Evonik führt Q2 auf Nachfrage durch „Engpässe in globalen Lieferketten“ zurück [R], sodass ein Teil der EUR 2 Mrd. temporär ist. Unser 2026E EUR 2,100 Mio., 2027E EUR 2,050 Mio.: Sondergewinn schwindet, Restrukturierung (3,200 Stellenstreichungen 2027-29; Hamburg und Bitterfeld) sowie Oxeno-/Syneqt-Ausstiege ersetzen ihn durch kleinere, hochwertigere Basis [R/A]. Nettofinanzschulden EUR 3,620 Mio., Pensionen EUR 1,538 Mio. per 30.06.2026 [R]; EUR 1.00 Dividende (4.8% Rendite) innerhalb 40-60%-Ausschüttungspolitik [R/A].

Eine Ergebnisqualitätsüberleitung ist für Evonik wesentlich. Methioninnachfrage ist vergleichsweise unelastisch; bei Angebotsstörungen kann ein inputgesicherter Produzent schneller vom Preis als vom Volumen profitieren. C4 ist anders: Tiefpunkt 2025 und knappe asiatische Rohstoffe verbessern kurzfristige Spreads, doch ein Verkaufsvermögenswert kann nicht zugleich als dauerhafte Ergebnisquelle des verbleibenden Konzerns und als separater Verkaufserlös bewertet werden. Morgan Stanley sah im März Potenzial aus beiden Mechanismen; bis September hat die Guidance Teile erfasst. Unsere Schätzung 2027 liegt unter 2026, um den Preisimpuls auslaufen zu lassen, während verbleibende Spezialgeschäfte und angekündigte Restrukturierung Teile ersetzen. Halten bestreitet keinen operativen Wert, sondern fragt, ob er nach übernahmegetriebenem Kursanstieg noch uneingepreist ist [C/R/A].

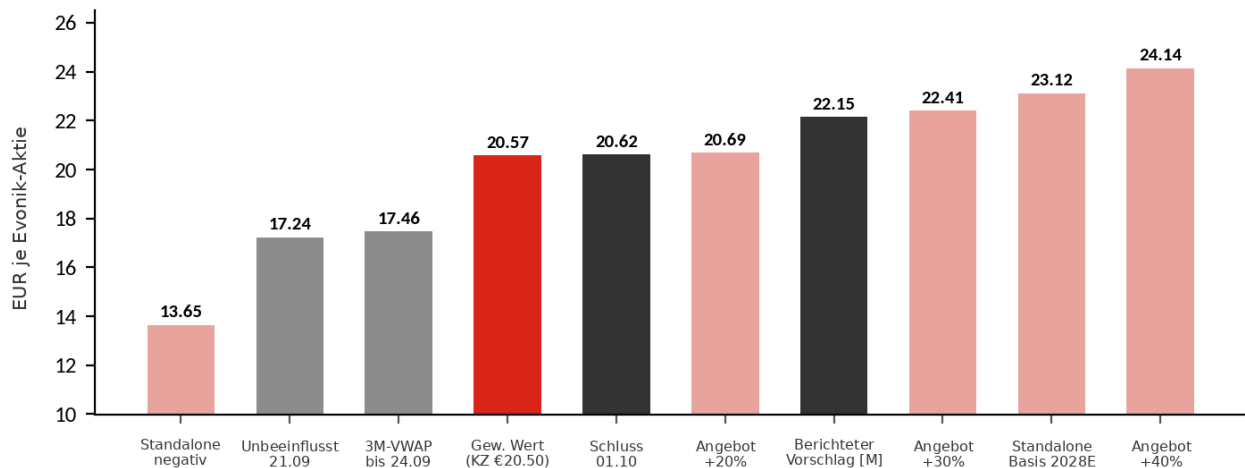
Welche Evidenz würde das Rating bewegen? Ein formelles BASF-Angebot mindestens zum Standalone-Basiswert könnte die strategische Option realisieren; ein unterzeichneter Oxeno-Verkauf zu robustem Multiplikator mit quantifizierter Überleitung verbleibender Kosten könnte die Qualität des Restkonzerns unabhängig verbessern. Schwache Guidance 2027 trotz Kostenprogramm würde dagegen starke Abhängigkeit der Margen 2026 von temporären C4-/Methioninbedingungen zeigen. Wir wären auch vorsichtiger, wenn RAG am Markt verkauft statt sich rückzubeteiligen oder strategischen Preis auszuhandeln. Derselbe Investor kann Evonik als Geschäft bevorzugen und die Aktie bei €20.62 meiden [A].

Quelle: Morgan Stanley, Industrial Chemicals, 27.03.2026, S. 21-23, 48-49 [C]; Evonik-H1-Bericht 2026 04.08.2026 [R]; Evonik EQS 25.09.2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A].



Warum die Anfrage strategischen Wert erhöht, aber Standalone-Potenzial begrenzt. Bestätigung macht aus spekulativer M&A-Untergrenze eine dokumentierte; glaubwürdiger Käufer und motivierter 43.8%-Aktionär begrenzen Abwärtsrisiko. Doch EUR 20.62 Schlusskurs 01.10.2026 liegen 19.6% über EUR 17.24 unbeeinflusst und preisen ~65% der Bewegung zu 30%-Prämienangebot EUR 22.41 ein. Unser wahrscheinlichkeitsgewichteter 12-Monats-Wert ist EUR 20.57 einschließlich berichteter EUR 22.15 [M]; mit EUR 1.00 Dividende beträgt die Gesamtrendite zu EUR 20.50 Ziel ~+4%, innerhalb Halten [R/A].

Abbildung 55: Evonik-Wertleiter: unbeeinflusst, Markt, Angebotsszenarien und Standalone-Werte (EUR je Aktie)



Quelle: XETRA (unbeeinflusster Schlusskurs 21.09.2026; Schlusskurs 01.10.2026) [R]; Parmantier & Cie. Research [A]. Angebote sind Szenarien; kein Preis wurde vorgeschlagen.

Abbildung 56: Evonik: Standalone- und Transaktionsbewertung

Szenario	EUR / Aktie	ggü. EUR 20.62	Basis
Standalone positiv (25%)	30.79	+49%	Bereinigtes EBITDA 2028E EUR 2,450 Mio. bei 7.0x; Verkäufe zum vollen Wert
Standalone Basis (40%)	23.12	+12%	EUR 2,150 Mio. bei 6.5x; Restrukturierung umgesetzt; Nettoschulden EUR 3.2 Mrd.
Standalone negativ (35%)	13.65	-34%	EUR 1,750 Mio. bei 5.75x; Sondergewinn kehrt sich um; Verkäufe stocken
Standalone wahrscheinlichkeitsgewichteter (Basis 2028E)	21.72	+5%	Gewichteter Wert vor Zeitabschlag
Angebot +20% / berichtet / +30% / +40%	20.69 / 22.15 / 22.41 / 24.14	+0% / +7% / +9% / +17%	Prämien auf unbeeinflusste EUR 17.24; EUR 22.15 berichtet [M]
Gescheiterte Anfrage (Rückfallwert)	~18.00	-13%	Unbeeinflusst plus Restrukturierungsfortschritt
Wahrscheinlichkeitsgewichteter 12M-Wert (Ergebnisrahmen)	20.57	±0%	Abschnitt 8.10, inkl. berichteter EUR 22.15 [M]
12-Monats-Kursziel	20.50	-1%; GR ~+4%	Halten

Quelle: Evonik-Bericht H1 2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

Warum Halten, nicht Kaufen oder Verkaufen. (1) Standalone-Basiswert EUR 23.12 übersteigt 30%-Angebot; Aktionäre und RAG können rational mehr verlangen, als BASF rechtfertigen kann, wodurch die Transaktionswahrscheinlichkeit begrenzt ist. (2) Bei BASF-Rückzug ist Abwärtsrisiko auf ~EUR 18 durch Restrukturierung, Verkäufe und RAG-Abbaulogik begrenzt, die andere Käufer





anzieht. (3) Evonik bleibt glaubwürdiger M&A-Profiteur ohne BASF: Oxeno und Syneqt in Verkaufsprozessen, privates Kapital auf Vermögensebene plausibel [R/A]. Katalysatoren: §-10-WpÜG-Entscheidung; RAG-Erklärung; Q3-Mitteilung (November); **dauerhafter** CEO; Oxeno-Unterzeichnung. Risiken: Rückzug; Sondergewinnumkehr (bereinigtes EBITDA 2027 unter EUR 1.8 Mrd.); Interimsführung; beschleunigter **RAG-Marktverkauf**. Widerlegung: formelles Angebot $\geq$ EUR 23 (aufwärts) oder BASF-Rückzug zusammen mit Guidance 2027 unter EUR 1.8 Mrd. (abwärts) [A].



10. LANXESS: spekulative Konsolidierungschance, Envalior, operatives Restgeschäft und Eigentütermeldungen

Unternehmenseinschätzung: LANXESS, Call-Option auf den Unternehmenswert mit wenig verbleibendem Zeitwert

Das Eigenkapital ist eine Call-Option auf das Unternehmen. Bei EUR 12.40 (01.10.2026) hat LANXESS ~EUR 1.07 Mrd. Marktkapitalisierung gegenüber ~EUR 2.07 Mrd. Nettoschulden, fast doppeltem Eigenkapitalwert, und ~EUR 0.42 Mrd. Pensionen [R/C]. Eigenkapital ist nur ~30% des Unternehmenswerts: 10% EV-Veränderung bewegen es um rund 33%. In Optionssprache besitzen Aktionäre einen Unternehmens-Call mit Schulden als Ausübungspreis. Der Markt bewertet ihn nahe innerem Wert, Envalior (~EUR 0.7 Mrd.) plus operativem Restgeschäft bei rund 6x EBITDA, wie Morgan Stanley im März berechnete [C/A], und zahlt fast nichts für Volatilität. Das ist die positive Lesart. Die negative: wenig *Zeitwert* verbleibt; entscheidende Termine sind nahe, Envalior-Fenster 2027/2028, Refinanzierung und der Zeitpunkt, an dem anhaltend schwacher FCF eine Entscheidung erzwingt. Entweder realisiert sich Wert binnen 12-24 Monaten, oder Eigenkapital verhält sich wie eine aus dem Geld verfallende Option (unser Negativwert EUR 5.11) [R/A].

Bleibt LANXESS allein, hält Advent die stärkeren Karten. Advent kontrolliert Envalior mit 59.06% und lehnte im März 2026 die Übernahme von LANXESS' 40.94% unter vertraglicher Andienung ab [R]. Bei Nettoschulden nahe doppeltem Marktwert steht LANXESS stärker unter Zeitdruck: Advent kann auf 2027/2028 warten, niedrigeren Preis testen oder Konditionen verhandeln, die LANXESS aus Stärke nicht akzeptierte. LANXESS erklärte, Kapitalerhöhung stehe nicht an, die Anleihe 2027 könne aus revolvingender Kreditlinie bedient werden [C: Morgan Stanley unter Verweis auf Call 19.03.2026], und verfügt über >EUR 1.35 Mrd. ungezogene Linien [R]. Unmittelbares Problem ist daher nicht Liquidität, sondern Verhandlungsstärke. Eine zweite Advent-Ablehnung 2027 würde unser spekulatives Kaufen widerlegen [A].

Wird LANXESS übernommen, wird der Käufer zum großen Akteur. Er erhielte Größe bei Consumer Protection und Specialty Additives mit Qualifikationshürden und regulierten Kundenzulassungen plus Envalior als separat realisierbarem Vermögenswert. Bei 30% Prämie (EUR 16.12 je Aktie) wäre Erwerbs-EV inkl. Pensionen ~EUR 3.9 Mrd., 9.0x EBITDA 2026E und 7.5x 2027E; bei 50% (EUR 18.60) ~EUR 4.1 Mrd., 9.5x und 7.9x [A]. Für einen kapitalkostengünstigen Käufer sind diese Multiplikatoren tragbar; privates Kapital oder staatlich gestützter Strategie ist plausibler als verschuldeter europäischer Peer. Keine Anfrage, kein Bericht oder Dokument deutet auf solches Interesse; dies ist hypothetisch [H].



Abbildung 57: LANXESS: Eigenkapital als gehebelter Anspruch und illustrative Übernahmewerte

Punkt	Wert	Kommentar
Marktkapitalisierung (01.10.2026)	EUR 1,071 Mio.	86.35 Mio. Aktien × EUR 12.40 [R]
Nettoschulden / Nettoschulden zu Marktkapitalisierung	EUR 2,065 Mio. / 1.9x	S&P Capital IQ [R]
Eigenkapital in % des EV inkl. Pensionen	~30%	Pensionen ~EUR 421 Mio. [C]
Eigenkapitalbewegung bei 10% EV-Bewegung	~33%	PCR [A]
Übernahme +30%: je Aktie / EV / x 26E / x 27E	EUR 16.12 / 3,878 Mio. / 9.0x / 7.5x	Hypothetisch [H]
Übernahme +50%: je Aktie / EV / x 26E / x 27E	EUR 18.60 / 4,092 Mio. / 9.5x / 7.9x	Hypothetisch [H]
PCR-12M-Kursziel	EUR 21.00	Envalior-Fenster + Erholung; über beiden Übernahmefällen

Quelle: S&P Capital IQ [R]; Morgan Stanley 27.03.2026 (Pensionen GJ2025e) [C]; LANXESS-Mitteilungen 05.03.2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A]. [H] = hypothetisch; kein Interessenbericht vorhanden.

Die Optionssicht enthält erhebliches Ausfallrisiko. Der Fall hängt von Envalior-Fortschritt oder Cashgenerierung ab; fehlender Fortschritt bis GJ2026-Ergebnissen im März 2027 rechtfertigte Neubewertung [A].

Spekulatives Kaufen: bestätigte Fakten gegenüber Optionalität

Bestätigt [R]: LANXESS bot Advent seine gesamten 40.94% Envalior für 2026 an; am 05.03.2026 lehnte Advent HoldCo ab; weitere Andienungsfenster 2027/2028. Ungezogene Kreditlinien >EUR 1.35 Mrd., Anleiherückzahlung Oktober 2026 gesichert.

Nicht bestätigt: kein neues Advent-Gebot, keine Private-Equity- oder strategische Anfrage für LANXESS oder Vermögenswerte. Die BASF-Evonik-Anfrage liefert nur einen Sektorimpuls.

Bedeutung: Bei EUR 12.40 (01.10.2026) beträgt Marktkapitalisierung ~EUR 1.07 Mrd.; Envalior ~EUR 700 Mio. impliziert ~EUR 370 Mio. Eigenkapital für operatives Geschäft mit EUR 5.7 Mrd. Umsatz. Eine Übernahmeprämie darauf wäre prozentual groß; eine zweite Advent-Ablehnung würde es beeinträchtigen. [R/A].

Abbildung 58: Einfluss der Envalior-Beteiligung auf die Bewertung

Envalior-Annahme	Wert	Je LANXESS-Aktie	% von EUR 12.40	Implizierter operativer EV	Auf EBITDA 2026E EUR 430 Mio.
Morgan Stanley niedrig (diskontierte Erlöse)	EUR 606 Mio.	EUR 7.02	57%	EUR 2,530 Mio.	5.9x
Morgan Stanley hoch	EUR 733 Mio.	EUR 8.49	68%	EUR 2,403 Mio.	5.6x
Morgan-Stanley-Kurszielkomponente	EUR 777 Mio.	EUR 9.00	73%	EUR 2,359 Mio.	5.5x

Quelle: Morgan Stanley 27.03.2026 [C]; LANXESS 23.09.2025 und 05.03.2026 [R]; S&P Capital IQ EV EUR 3,136 Mio. ohne Pensionen (01.10.2026) [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

Eigenkapital ist nicht das Unternehmen. Morgan Stanleys März-Analyse bewertete LANXESS ohne Envalior bei rund 6.1-6.3x EBITDA nach Diskontierung der Put-Erlöse; sie betonte schwachen FCF und zunehmende Bedeutung von Kreditspreads. Dies begrenzt eine scheinbar günstige Aktie: Anleger müssen das operative Unternehmen halten, Verpflichtungen refinanzieren und bis zum vertraglichen Monetarisierungsfenster warten. Unser Envalior-Szenario ist kein zweiter Werttopf zusätzlich zu



geringeren Pro-forma-Nettoschulden. Lehnt Advent erneut ab oder absorbiert Restrukturierung Erlöse statt Verpflichtungsrückzahlung, kann der vermeintliche Restgeschäftsabschlag bestehen bleiben [C/A].

Quelle: Morgan Stanley, Industrial Chemicals, 27.03.2026, S. 24-26, 39 [C]; LANXESS-Veröffentlichung 05.03.2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

Abbildung 59: LANXESS-Segmente, GJ2025

EUR Mio.	Umsatz 2024	Umsatz 2025	EBITDA 2024	EBITDA 2025	Marge	Endmarkt
Specialty Additives	2,218	2,063	227	201	9.7%	Schmierstoffe, Flammschutzmittel; Auto, Bau, Elektronik
Consumer Protection	2,159	1,949	286	290	14.9%	Biozide, Konservierungsstoffe: Qualitätsvermögenswert
Advanced Intermediates	1,913	1,746	210	128	7.3%	Industrie- und Agrarzwischenprodukte; China-exponiert
Sonstiges / Konsolidierung	(76)	(85)	(109)	(109)	n. a.	Zentrale
Konzern	6,366	5,673	521	332	5.9%	[R]

Quelle: S&P Capital IQ Segmentdaten [R].

10.1 Aktionärsveränderungen: Was die Meldungen zeigen

Abbildung 60: Stimmrechtsmitteilungen, August-September 2026

Meldepflichtiger	Veröffentlicht	Schwellenberührungsdatum	Zuvor	Neu	Genannter Grund	Instrument und Interpretation
DWS Investment	26.08.2026	24.08	3.03%	2.83%	„Aktiensicherheiten zurückgegeben“	Rückgang; Sicherheit durch Eigentumsübertragung
DWS Investment	11.09.2026	07.09	3.08%	2.90%	„Aktiensicherheiten zurückgegeben“	Weiterer Rückgang
DWS Investment	22.09.2026	16.09	2.96%	4.01%	„Aktiensicherheiten erhalten“	Als Sicherheit erhalten, nicht gekauft: Wertpapierleihe
Barclays PLC	22.09.2026	16.09	4.55%	5.14%	Erwerb/Veräußerung	Aktien 0.87%→1.95%; Instrumente 3.68%→3.00% gesunken (Portfolio Swap 1.37%, Swap Index 1.63%, Rückrufrecht 0.18%); Handels-/Absicherungsbuch
Causeway Capital	22.09.2026	16.09	9.93%	4.59%	Erwerb/Veräußerung	Long-only-Manager halbiert Position: einzige unmittelbare Anlageentscheidung

Quelle: Gesetzliche Stimmrechtsmitteilungen nach §§ 33 ff. WpHG über EQS News mit jeweiligem Datum [R]; Interpretation Parmantier & Cie. Research [A].

DWS erhielt rechtliches Eigentum an Sicherheiten ohne ökonomische Long-Exposition; zwei frühere Meldungen mit demselben Grund zeigten Rückgänge. Barclays' physischer Zuwachs wird durch größeren Rückgang bar erfüllter Swaps kompensiert. Causeways Halbierung ist echte widersprechende Evidenz, die wir im Blick behalten. Sechs Meldungen in vier Wochen bei EUR 1.1 Mrd. Unternehmenswert zeigen ungewöhnliche Leih-/Absicherungsaktivität, meist Ausdruck von Kundennachfrage irgendwo in der Kette; das ist Beobachtung, kein Beweis. Wir bewerten LANXESS nach Vermögenswerten, nicht Register.



Abbildung 61: LANXESS-Szenarien 2028E

Szenario	Operativ es EBITDA	Exit- Multipli kator	Operativer EV	Envalor	Kumulierter FCF	Nettoschulden 2028E	Eigenkapital	Je Aktie	ggü. 12.40
Negativ	400	5.50x	2,200	400	(100)	1,759	441	EUR 5.11	-58.8%
Basisfall	600	6.50x	3,900	700	150	1,209	2,691	EUR 31.16	+151.3%
Positiv	750	7.00x	5,250	900	300	859	4,391	EUR 50.85	+310.1%

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]. Pensionen hier nicht abgezogen; ~EUR 421 Mio. [C] senkten den Basiswert um ~EUR 4,9 je Aktie, innerhalb der Lücke zwischen EUR 31.16 Basiswert und EUR 21.00 Kursziel.

Warum operative und finanzielle Hebel die Chancen-Risiko-Bewertung bestimmen. LANXESS hat die größten operativen und finanziellen Hebel im Universum: Bessere Auslastung kann den kleinen Eigenkapitalrest vervielfachen, anhaltender Mittelverbrauch ihn ohne dramatische EV-Veränderung gegenteilig bewegen. Finanzierung wird akut, wenn das Geschäft vor den Envalor-Fenstern 2027/28 EBITDA nicht in Liquidität wandelt. Technische Aktionärsmeldungen finanzieren weder das Unternehmen noch bestätigen sie fairen Wert; DWS-Sicherheiten, Barclays-Swaps und Causeway-Reduktion bleiben unterschiedliche Signale. Eigenkapital behält daher optionsartiges Risiko mit erheblichem Scheiternsfall [A].



10.2 Ergebnisneuausrichtung: Bereinigtes EBITDA ist weder berichtetes EBITDA noch freier Cashflow

LANXESS' EBITDA vor Sondereinflüssen H1 2026 betrug EUR 246 Mio.: Q1 EUR 94 Mio. plus Q2 EUR 152 Mio., nicht EUR 174 Mio. und nicht EUR 244 Mio. Berichtetes H1-EBITDA EUR 186 Mio. Die Differenz EUR 60 Mio. besteht aus EUR 71 Mio. Netto-Sonderbelastungen auf EBIT-Ebene abzüglich EUR 11 Mio. Sonderabschreibungen. Restrukturierung und strategische Neuausrichtung, besonders Saltigo, verursachten EUR 54 Mio. EBIT-Belastungen; strategische IT EUR 10 Mio., sonstige Maßnahmen EUR 7 Mio. Dies ist eine wesentliche Ergebnisqualitätsunterscheidung [R: LANXESS-H1-Bericht, S. 2 und 13; Q2-Präsentation, S. 10 und 19–22].

Abbildung 61A: LANXESS H1 2026 Ergebnis- und Cashflow-Überleitung (EUR Mio.)

Kennzahl	Q1 2026	Q2 2026	H1 2026
EBITDA vor Sondereinflüssen	94	152	246
Berichtetes EBITDA	81	105	186
Netto-Sonderbelastungen EBITDA	(13)	(47)	(60)
Netto-Sonderbelastungen EBIT	—	—	(71)
Sonderabschreibungen	—	—	11
Operativer Cashflow	12	120	132
Investitionsmittelabfluss	(41)	(64)	(105)
Freier Cashflow	(29)	56	27

Quelle: LANXESS-Halbjahresfinanzbericht 2026, S. 2 und 13; Q2-Präsentation 2026, S. 10 und 19–22. Q1-EBITDA, berichtetes EBITDA, EBITDA-Sonderbelastungen und operativer Cashflow = H1 minus Q2. Sonder-EBIT/Abschreibungen nur auf H1-Basis, um unpassende gerundete Quartalsklassifikationen zu vermeiden.

Eine „Tabula-rasa“-Interpretation von Zacherts Restrukturierung ist plausibel, bleibt aber Analysteninterpretation, kein Beleg einer Managementabsicht [A]. Zu prüfen ist, ob vorgezogene Belastungen dauerhafte Einsparungen schaffen und Zahlungen abnehmen. Daher bewerten wir berichtetes und bereinigtes EBITDA, zahlungswirksame Restrukturierung, Working Capital, FCF und Nettoschulden gemeinsam. Guidance zum EBITDA vor Sondereinflüssen GJ2026 EUR 450–550 Mio., Q3 EUR 130–150 Mio.; die vorherige PCR-Schätzung EUR 430 Mio. liegt darunter und bleibt konservatives Sondergewinnumkehrszenario, nicht Managementguidance [G/A].

10.3 Advent kauft LANXESS, nicht nur Envalior: hypothetischer Take-private und Aufspaltung

BASF ist nicht unser bevorzugter hypothetischer LANXESS-Käufer. Ein Private-Equity-Sponsor einschließlich Advent passt besser zur Vermögensrealisierungsthese [H]. Advent kontrolliert bereits 59.06% Envalior und lehnte 2026 die Andienung von LANXESS' 40.94% ab [R]. Dies belegt keine LANXESS-Gebotsabsicht. Die separate Hypothese: Ein Sponsor kauft die börsennotierte Mutter und realisiert Werte über Consumer Protection, Specialty Additives und Advanced Intermediates bei separater Verwaltung des Envalior-Investments.

Die Software-AG-Analogie betrifft Transaktionsmechanik. Nach Silver Lakes Kontrollerwerb vereinbarte IBM im Dezember 2023 den Barkauf von StreamSets und webMethods für EUR 2.13 Mrd., als Beleg der Monetarisierungsmöglichkeit innerhalb eines privatisierten Konzerns [R: IBM, 18. Dezember 2023]. LANXESS' Chemiedivisionen benötigen andere Trennungsarbeit: Standortdienste, Genehmigungen, Pensionen, Umweltpflichten, Kundenverträge, Steuern und verbleibende Gemeinkosten. Wir leiten keine Chemie-Take-private-Bewertung aus Software-Verkaufsmultiplikatoren ab. Managementumsetzung und Investorenkommunikation bleiben zentrale Debatten:



Kapitalallokation und Trennungspläne sind an realisierten Erlösen, dauerhaften Einsparungen und transparenter Bewertungsangabe zu messen, nicht persönlichen Charakterisierungen [A].

Abbildung 61B: LANXESS-Dreidivisionen-SOTP, illustrative Sponsorrealisierung, keine Gebotsbewertung

Komponente	H1-EBITDA vor Sondereinflüssen (EUR Mio.)	Annualisierte Basis (EUR Mio.)	Multiplikator (niedrig / hoch)	Wert niedrig / hoch (EUR Mio.)
Consumer Protection	143	286	8x / 10x	2,288 / 2,860
Specialty Additives	121	242	7x / 9x	1,694 / 2,178
Advanced Intermediates	62	124	4x / 6x	496 / 744
Brutto-Divisions-EV				4,478 / 5,782
Kapitalisierung zentraler Kosten	(80)	(160)	6x	(960) / (960)
Realisierbares Envalior-Paket				700 / 700
Nettofinanzschulden, 30.06.2026				(2,049) / (2,049)
Pensionsrückstellungen, 30.06.2026				(374) / (374)
Trennungs- / Transaktionsreserve				(250) / (250)
Illustrativer Eigenkapitalwert				1,545 / 2,849
Wert je 86.346 Mio. Aktien (EUR)				17.89 / 33.00

Quelle: LANXESS-H1-Bericht 2026 (Segment-EBITDA EUR 143 Mio. / 121 Mio. / 62 Mio.; zentrale Kosten EUR -80 Mio.; Nettoschulden EUR 2,049 Mio.; Pensionen EUR 374 Mio.; 86.346303 Mio. Aktien). Annualisierung = 2x H1, keine Prognose; alle Multiplikatoren, EUR 700 Mio. Envalior-Paket und EUR 250 Mio. Reserve sind PCR-Annahmen. Envalior-Paket enthält Beteiligung und Gesellschafterdarlehensrückzahlung; kein erneuter Ansatz über geringere Nettoschulden. Illustrative Werte ändern das EUR 21 Kursziel nicht.

Der Negativfall ist, dass Divisionswerte nicht unabhängig zu diesen Multiplikatoren realisierbar sind. H1 enthielt vorübergehende Lieferkettenvorteile, Trennungskosten könnten die Reserve übersteigen, zentrale Gemeinkosten schwer eliminierbar sein und Schulden/Restrukturierung Erlöse aufzehren. Advents Ablehnung der Envalior-Beteiligung belegt keine Kaufabsicht für die Mutter. Bestätigter Andienungsweg, Sponsor-Take-private und Einzelverkäufe bleiben separate Szenarien, ohne Übernahmeprämie im EUR 21 Kursziel [A/H].

11. Wacker Chemie: Neuausrichtung, Siltronic und die LANXESS-Frage

Unternehmenseinschätzung: Wacker Chemie, Qualitätserholung und Übernahmeziel nur mit Familienzustimmung

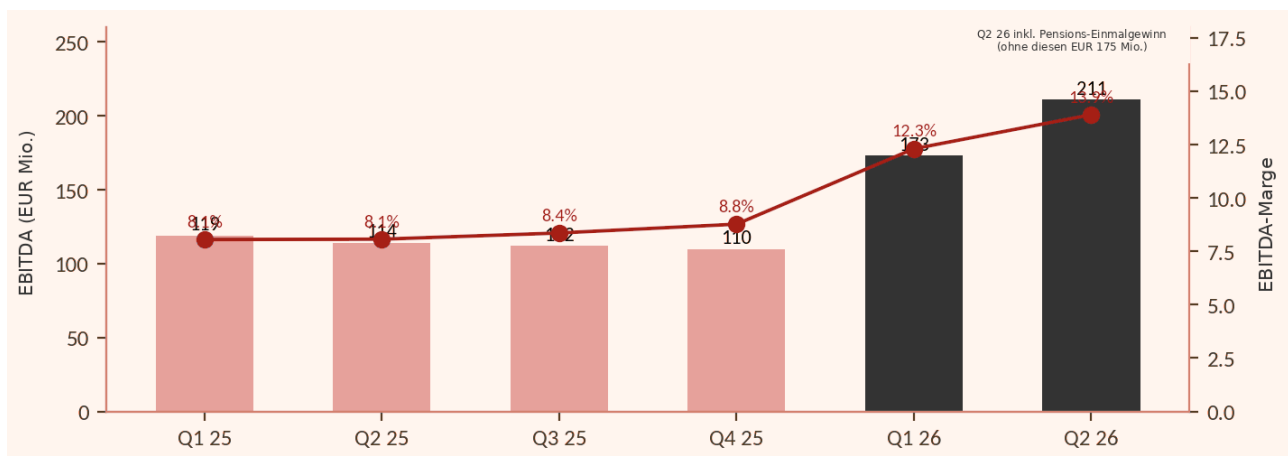
Der Standalone-Fall. Wacker hat das Ziel 2030 auf 15% (±2 Pp.) EBITDA-Marge neu gesetzt, PACE mit >EUR 300 Mio. jährlicher Einsparung ab 2028 gestartet und jährliche Investitionen auf EUR 300-400 Mio. unter Abschreibungen begrenzt [R: Kapitalmarkttag 17.09.2026]. Q2-EBITDA 2026 EUR 211 Mio., ohne einmaligen Pensionsgewinn EUR 175 Mio. [R]. Zwei Siltronic-Platzierungen (Mai und 22.09.2026) brachten ~EUR 359 Mio. und senkten Pro-forma-Nettoschulden auf ~EUR 554 Mio., etwa 0.8x EBITDA [R/A]. Bereinigt und mit separater Bewertung verbleibender ~15% Siltronic notiert Wacker bei ~6.2x EBITDA 2026E, günstig für führende Silicon- und Halbleiterpolysiliziumpositionen [A].



Könnte Wacker selbst Übernahmeziel werden? Die Investmentlogik besteht. Wackers EV beträgt nur ~EUR 5.2 Mrd.; Halbleiterpolysilizium ist strategisch sensibel für europäische und US-Chips; Silicone sind global, die Bilanz nun leicht. Für kapitalkräftige strategische Käufer, asiatische Siliconkonzerne oder nahöstliche staatlich gestützte Gruppen nach ADNOC/Covestro wäre Wacker seltene Gelegenheit, eine hochwertige europäische Materialplattform zum Tiefpunktmultiplikator zu kaufen [R/A]. Grenze ist Eigentum: Dr. Alexander Wacker Familiengesellschaft hält >50% der Stimmaktien, Streubesitz ~33% [R]. Kein feindliches Gebot ist möglich; jede Transaktion braucht aktive Familienentscheidung für Verkauf oder Kontrollteilung. Keine entsprechende Absicht in Bericht, Erklärung oder Veröffentlichung gesehen [H].

Behandlung der Optionalität. Unser EUR 106 Ziel enthält keinen Übernahmewert. Die Familienstruktur erlaubt Portfoliomonetarisierung, übrige Siltronic-Anteile oder Partnerschaften bei Biosolutions/Polysilizium; Siltronic-Verkäufe zeigen Managementbereitschaft. Käme ein Strategie, wäre Ersatzwert der Silicon-/Polysiliziumanlagen die Referenz, nicht gedrücktes heutiges EBITDA; dabei ließe selbst 30-40% Kontrollprämie den Käufer deutlich unter 10x normalisiertem EBITDA zahlen [A]. Risiken bleiben operativ: Siliconpreistrückgang (5% bewegen Eigenkapital um ~20%), chinesisches Polysiliziumüberangebot und europäische Energiekosten [A].

Abbildung 62: Wacker-Quartals-EBITDA und Marge: Tiefpunkt überschritten



Quelle: S&P Capital IQ Quartalsdaten; Wacker-Q2-Mitteilung 2026: EBITDA EUR 211 Mio., ohne Pensionsgewinn EUR 175 Mio. (dpa-AFX, 17.09.2026) [R].

Abbildung 63: Segmente: Einbruch 2025 überwiegend einmalig

EUR Mio.	Umsatz 2024	Umsatz 2025	EBITDA 2024	EBITDA 2025	Marge	Veränderung
Silicones	2,805	2,733	341	336	12.3%	-5 (unverändert)
Polymers	1,463	1,379	194	158	11.5%	-36
Polysilicon	949	883	193	96	10.9%	-97
Biosolutions	375	360	35	21	5.7%	-14
Zentrale / Sonstiges	144	142	(20)	(185)	n. a.	-165 (Restrukturierung)
Segmentsumme	5,722	5,485	743	427	7.8%	-316

Quelle: S&P Capital IQ Segmentdaten [R]; Konzern-EBITDA (standardisiert) EUR 667 Mio. (2024) und EUR 456 Mio. (2025).



Die Zielneufassung 2030. Wacker strebt 15% EBITDA-Marge (± 2 Pp.) bis 2030 statt „mehr als 20%“ vor zwei Jahren an [R, dpa-AFX, 17.09.2026]. Wir sehen Realismus: REFOCUS ist Strategiemotto, PACE das Sparprogramm (>EUR 300 Mio. jährlich ab 2028, >50% im EBITDA verbleibend), Investitionsfokus Elektronik, Gesundheit und Mobilität, Investitionen unter Abschreibungen [R, Wacker/Reuters, 17.09.2026]. JPMorgans Kritik an fehlendem Zeitplan und fehlender Lösung für Solarpolysilizium ist berechtigt [C].

Abbildung 64: Siltronic-Platzierungen

	Platzierung 1	Siltronic-Kapitalerhöhung	Platzierung 2
Datum	26.05.2026 [R]	Juni 2026 [C]	22.09.2026 [R]
Aktien	2.1 Mio. (7%)	~10% neue Aktien; EUR 273 Mio.	~2.2 Mio. (6.7%)
Kurs	EUR 89.35	-	EUR 77.25 (Xetra-Schlusskurs EUR 82.75)
Bruttoerlöse für Wacker	~EUR 188 Mio.	keine	~EUR 171 Mio.
Methode / Banken	ABB; Rothschild & Co Berater	ABB; HAL-Trust Anker [C]	ABB; BofA Securities, Deutsche Bank
Wacker-Beteiligung danach	~24%	21.67% (verwässert)	~15%
Haltefrist	90 Tage	-	90 Tage

Quelle: Wacker-Mitteilungen 26.05.2026 und 22.09.2026; MarketScreener/4investors 22.09.2026 [R]; MT Newswires [C].

Abbildung 65: Bilanzüberleitung nach September-Platzierung (EUR Mio.)

Punkt	Wert	Basis
Nettoschulden, 31.12.2025	886	[R]
Nettoschulden, 30.06.2026 (nach Mai-Erlösen)	722	[R]
Abzüglich September-Bruttoerlöse	(171)	[R]
Zuzüglich Gebühren ~1.5%	3	[A]
Zahlungswirksame Steuer	~0	[A] 95% steuerfrei nach § 8b KStG
Pro-forma-Nettoschulden	~554	[A] Vor Q3-Cashflow; 0.8x EBITDA 2026E
Verbleibende ~4.95 Mio. Siltronic-Aktien	382-410	[A] Bei EUR 77.25-82.75

Quelle: Wacker; S&P Capital IQ [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

Siltronic-Liquidität löst kein Akquisitionsrätsel. Verkäufe hochwertiger Halbleiteraktien geben Wacker einfachere Bilanz und Spielraum für Polysiliziumabschwung. Sie schaffen weder strategische Überschneidung mit LANXESS-Zwischenprodukten, Bioziden und Additiven noch beseitigen sie den Familienanreiz zur Kontrollerhaltung. Wir würden die Flexibilität für PACE, selektive Kapazitätsbereinigung und kleine Technologien nahe Siliconen oder Bioprozessen verwenden, bevor wir eine Gesamttransaktion unterstützen. Anders als Morgan Stanleys März-Analyse zu vorgelagertem BASF, Evonik und LANXESS beruht der Wacker-Fall auf eigener Neuausrichtung September 2026 und Siltronic-Transaktionen; wir schreiben Morgan Stanley keine Wacker-M&A-Sicht zu [R/A].

11.1 Könnte Wacker LANXESS übernehmen? [H]

Status: HYPOTHETISCH

Kein Bericht, Gerücht, Dokument oder Statement verbindet Wacker mit LANXESS. Wir analysieren die gestellte Frage.



Abbildung 66: LANXESS bei 30% Prämie: jede Struktur verwässert EPS

Struktur	Bar (EUR Mio.)	Neue Aktien	Familienanteil	PF- Nettosch ulden	PF- Verschuldu ng	Nach Envalor- Verkauf	EPS- Effekt
Nur bar	1,491	0	51.3%	4,104	3.57x	2.96x	-19%
Eigene Aktien + bar	1,275	0	51.3%	3,888	3.38x	2.77x	-18%
Nur neue Aktien	0	14.6 Mio.	40.1% (Mehrheit verloren)	2,613	2.27x	1.66x	-14%
Bezugsrechtsemission, Familie anteilig	0	20.1 Mio.	51.3% (Familie investiert ~EUR 765 Mio.)	2,613	2.27x	1.66x	-18%

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]. Eigenkapital EUR 1,491 Mio. (EUR 17.26/Aktie); EV inkl. Pensionen EUR 3,971 Mio.; 9.2x EBITDA 2026E (7.6x ohne Envalor). Dr. Alexander Wacker Familiengesellschaft >50% der Stimmaktien; Streubesitz 33.09% [R, Wacker IR].

Abbildung 67: Konsolidierervergleich

Käufer	Kapazität	Währung	Passung zu LANXESS- Vermögenswerte n	Beschränkung	Wahrscheinlich keit
Wacker Chemie	~0.8x; EUR 0.5-0.8 Mrd. Ergänzungsakquisitionen	Begrenzt: Familienmehrheit	Nur Flammenschutzmittel	Familienkontrolle; Investitionsdisziplin	~5% (Vermögenswerte)
BASF	Kein bevorzugter Käufer in unserem Szenario	Liquide, EUR 44 Mrd.	Gering; kein Interessenbeleg	Single-A-Ziel	Nicht zugewiesen
Evonik	1.8x; verkauft, kauft nicht	Gedrückt	Niedrig	Interims-CEO; Restrukturierung	~1%
Private Equity / Advent	Möglicher Take-private oder Divisions-Carve-outs	k. A.	Dreidivisionen-SOTP; Envalor-Eigentumsnähe	Verschuldung, Trennungskosten, Pensionen; kein Gebot identifiziert	Hypothetisch; nicht quantifiziert
ADNOC/XRG, staatliche Akteure	Sehr groß	k. A.	Moderat	Politische Prüfung; Seele: „Diversifizierung des Portfolios“ [R]	~5%

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]; Unternehmensveröffentlichungen; Reuters 20.05.2026 [R].

Urteil. Wacker ist glaubwürdiger Vermögenskäufer (Teil Specialty Additives, EUR 400-800 Mio. bei 7-8x, Verschuldung 1.3-1.7x) und besseres Standalone-Investment. Siltronic-Erlöse decken ~9% von ~EUR 4 Mrd. LANXESS-Preis inkl. Pensionen. Private Equity ist wahrscheinlicherer Käufer von LANXESS-Vermögenswerten [A].



Abbildung 68: Wacker gegenüber LANXESS

	Wacker Chemie	LANXESS
Marktkapitalisierung / EV	EUR 4,347 Mio. / ~4,501 Mio. operativ	EUR 1,071 Mio. / ~3,551 Mio. inkl. Pensionen
Nettoschulden; Verschuldung 2026E	~EUR 554 Mio. PF; 0.8x	EUR 2,059 Mio.; 4.8x
EBITDA 2026E / normalisiert	~EUR 720 Mio. / 850-880 Mio.	~EUR 430 Mio. / ~600 Mio.
Differenzierung	Höher: Halbleiterpolysilizium, VAE-Führung	Gemischt: Consumer Protection stark, Zwischenprodukte schwach
Bewertung	~6.2x operativer EV/EBITDA 2026E	~5.5-5.9x ohne Envalior
Negativfall	EUR 65 (-26%)	EUR 5.11 (-59%)
Dauerhaftes Verlustrisiko	~12%	~18%
12M-GR	+21.1%	+70.2%

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]; S&P Capital IQ [R]. Fazit: beide halten, mit unterschiedlichen Rollen und Größen.

12. Zweite Reihe und Ausschlüsse

Abbildung 69: Auswahlliste zweite Reihe

	Wacker Chemie	SGL-Carbon	K+S	AlzChem
Kurs 01.10.2026 (EUR)	87.50	4.97	15.10	158.10
Marktkapitalisierung / EV (EUR Mio.)	4,347 / 5,226	608 / 707	2,704 / 2,897	1,601 / 1,627
Ø täglicher Handelswert (EUR Tsd.)	~4,542	~788	~22,747	~2,407
Umsatz / EBITDA GJ2025	5,485 / 456	850 / 113	3,648 / (921)	575 / 114
Nettoschulden; Verschuldung	~554 PF; 0.8x	107; 0.9x	254; 0.6x (2024)	(27); Nettoliquidität
EV/EBITDA GJ2025	11.5x (unbereinigt)	6.3x	n. a.	14.3x
Energie- / China- Exposition	Sehr hoch / sehr hoch	Hoch / moderat	Hoch / niedrig	Moderat / niedrig
Erstrating / KZ	KAUFEN / 106.00	KAUFEN (spek.) / 5.40	HALTEN / 17.50	HALTEN / 140.00
Positiv / Basis / negativ	189-147 / 114 / 65	8.73 / 6.13 / 2.70	20 / 17.50 / 13	175 / 140 / 115
Dauerhaftes Verlustrisiko	~12%	~25%	~10%	~10%

Quelle: S&P Capital IQ Marktdaten 21.09.2026 und Finanzdaten GJ2025 [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

Unternehmenseinschätzung: K+S, Halten nach ~30% Erholung; Kalizyklus, nicht Chemiesektorthese

Treiber der Bewegung. K+S stieg ~35% von EUR 12.83 (29.06.2026) auf EUR 17.34 (08.09.2026) und schloss am 01.10.2026 bei EUR 15.10, weiterhin ~18% über Tief [R]. Auslöser war starkes Q2: Umsatz EUR 978 Mio., operatives EBITDA EUR 176 Mio. (Q2 2025 EUR 110 Mio.), über Markterwartung EUR 149 Mio.; K+S erhöhte Guidance zum operativen EBITDA 2026 auf EUR 680-760 Mio. (von EUR 630-730 Mio.; 2025 EUR 613 Mio.) [R: K+S, 12.08.2026]. Höhere Kalimengen und -preise, bessere Produktion und starkes Auftausalzgeschäft trugen bei.



Warum die Rally kein Kaufen begründet. Bei ~EUR 2.9 Mrd. EV notiert K+S bei ~4.0x Guidance-Mitte, optisch sehr günstig. Cash Conversion ist aber schwach: ~EUR 600 Mio. Investitionen 2026 lassen nur ~EUR 120 Mio. EBITDA minus Investitionen; bereinigter FCF wird im mittleren bis höheren zweistelligen Millionenbereich erwartet [R/A]. Guidance-Mitte setzt stabile aktuelle Kalipreise im zweiten Halbjahr voraus [R]. Kapital wird gebunden: Werra 2060 (~EUR 600 Mio., Trockenaufbereitung bis Sommer 2028), Bethune-Ausbau Kanada und Kauf des Qemetica-Salzgeschäfts für EUR 350 Mio. (plus bis zu EUR 30 Mio. Earn-out), finanziert mit EUR 320 Mio. Wandelanleihe, Vollzug Q1 2027 erwartet [R]. Es ist daher ein Kalipreis-/Umsetzungsfall mit Wandelanleihe-Verwässerungsoption, kein europäischer Chemieerholungsfall.

Rating. Nach Erholung bleibt K+S Halten mit EUR 17.50 Ziel (+16% Gesamtrendite), entsprechend ~5x operativem EBITDA 2027E inkl. Qemetica-Schulden. Schätzungen wurden auf Unternehmensbasis des operativen EBITDA korrigiert (2026E EUR 720 Mio., 2027E EUR 700 Mio.); frühere Tabelle unterschätzte EBITDA wegen standardisierter, durch Wertminderung 2025 beeinflusster Definition [R/A]. Positiver würden wir bei anhaltender Kalipreisstärke 2027 und Annäherung des FCF an EBITDA nach Investitionsprogrammabschluss.

Unternehmenseinschätzung: AlzChem, hervorragendes Geschäft zum vollen Preis; Kursziel bei 10x EBITDA

Nischenchampion mit steigenden Margen. AlzChems Calciumcarbid-/Cyanamid-Verbund liefert Nischenzutaten mit häufig globaler Führung. H1 2026: Konzernumsatz +6% auf EUR 303.9 Mio., EBITDA +14% auf EUR 64.5 Mio. (21.2% Marge); Specialty Chemicals Umsatz +10% auf EUR 214.3 Mio., EBITDA +19% auf EUR 64.1 Mio. (29.9%), getragen von Kreatin (Creapure, Creavitalis), Nitroguanidin für Verteidigung und kundenspezifischer Fertigung; Basics & Intermediates während Carbidofensanierung ausgeglichen [R: AlzChem, 30.07.2026]. Guidance Umsatz ~EUR 600 Mio., EBITDA ~EUR 126 Mio. 2026 [G]. Wachstumskapazität folgt: deutsche Nitroguanidinanlage startet stufenweise H2 2026, US-Standort Bushy Park, South Carolina, ausgewählt, Kreatinkapazität erweitert, neue Finanzierungsline bis EUR 100 Mio. vereinbart [R].

Strategischer Aktionär aufgetaucht. Czechoslovak Group (CSG), Verteidigungsunternehmen, erhöhte im Juni 2026 auf 20.1% inklusive Derivaten [R: MT Newswires, 02.06.2026]; Unternehmensfactsheet zeigt Staluna Trade (CSG) 9.90%, four two na GmbH 10.14%, Löw SE 6.39% [R]. Beteiligungsaufbau eines Rüstungskonzerns beim führenden westlichen Nitroguanidinlieferanten ist strategisch logisch und unser wichtigstes Aufwärtsrisiko. Wir kapitalisieren es nicht: kein Angebot oder Absichtserklärung [A].

Bewertung: 10x EBITDA ergeben EUR 140. Bei EUR 158.10 notiert AlzChem ~12.9x EBITDA-Guidance 2026 und ~11.8x unserer Schätzung 2027E EUR 138 Mio. [A]. Wir bewerten mit 10x künftigem EBITDA, deutlich über 7-8x diversifizierter europäischer Chemie wegen Margen und Wachstum, aber unter jüngster eigener Handelsbewertung wegen hoher Wachstumsinvestitionen, Verteidigungs-/Kreatinkonzentration und geringem Streubesitz. 10x EBITDA 2027E EUR 138 Mio. plus erwartete Nettoliquidität Ende 2026 ~EUR 35 Mio. ergeben ~EUR 140 je Aktie; auf Guidance 2026 ~EUR 126 Mio. ergibt derselbe Multiplikator ~EUR 122 [A]. 12-Monats-Ziel EUR 140 impliziert etwa -10% Gesamtrendite inkl. Dividende, untere Hälfte unserer Halten-Bandbreite (-15% bis +15%); deutlicher Kursanstieg ohne Ergebnisanhebung oder Gebot würde Verkaufen auslösen [A].



Abbildung 70: AlzChem und K+S: Bewertungsübersicht

	AlzChem	K+S
Kurs 01.10.2026 / Marktkapitalisierung	EUR 158.10 / EUR 1,601 Mio.	EUR 15.10 / EUR 2,704 Mio.
Guidance 2026 (EBITDA)	~EUR 126 Mio. [G]	EUR 680-760 Mio. operativ [G]
PCR 2027E EBITDA	EUR 138 Mio.	EUR 700 Mio.
EV / 2026E EBITDA	12.9x	4.0x (Mittelpunkt)
Bewertungsbasis des Kursziels	10x EBITDA 2027E + Nettoliquidität	~5x EBITDA 2027E inkl. Qemetica-Schulden
12M-Ziel / Gesamttrendite	EUR 140 / ~-10%	EUR 17.50 / ~+16%
Erstrating	Halten	Halten
Wichtigster Einflussfaktor	CSG-Interesse; Nitroguanidin-Hochlauf	Kalipreis; Investitionen und FCF

Quelle: AlzChem-H1-Mitteilung 2026 und Factsheet (30.07.2026) [R/G]; MT Newswires 02.06.2026 [R]; K+S-Q2-Mitteilung 2026 (12.08.2026) [R/G]; S&P Capital IQ [R]; Parmantier & Cie. Research [A].

Abbildung 71: Ausgeschlossene Unternehmen

Name	Grund
Covestro	Von ADNOC übernommen [R]; bei EUR 60.00 und ~2,400 Aktien täglich fixiert: Unternehmensmaßnahmenpreis, kein Markt
H&R	~EUR 22 Tsd. täglicher Durchschnittswert; Nettoschulden EUR 246 Mio. ggü. EUR 273 Mio. Marktkapitalisierung; Kepler auf Reduzieren, 28.01.2026 [R/C]
Atotech	Nicht mehr separat börsennotiert
Arkema, Clariant, Solvay, Eastman, Huntsman, Syensqo	Nur Vergleichsimpulse: außerhalb Deutschlandfokus und bereits von Goldman (10.02.2026) und Morgan Stanley (27.03.2026) neu bewertet [C]

Quelle: S&P Capital IQ; Broker-Research mit jeweiligem Datum.

13. Bewertung, Szenarien und Sensitivitäten

Abbildung 72: Aktuelle Bewertung

Multiplikatoren zu Kursen vor Anfrage: BASF 24.09.2026; andere 21.09.2026	BASF	Evonik	LANXESS	Wacker	SGL	K+S	AlzChem
Aktienkurs (EUR)	52.30	17.24	13.28	87.35	4.215	16.11	162.66
Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	45,026	8,034	1,147	4,339	515	2,885	1,647
Unternehmenswert (EUR Mio.)	64,901	11,838	3,212	5,219	615	3,077	1,673
EV/EBITDA GJ2025A	10.6x	6.9x	9.7x	11.5x	5.4x	n. a.	14.7x
EV/EBITDA 2026E	8.9x	5.6x*	7.5x	8.7x (6.2x operativ)	5.1x	7.0x	13.5x
Nettoschulden / EBITDA 2026E	2.3x	1.8x	4.8x	0.8x PF	0.9x	0.5x	Nettoliquidität
Kurs / Buchwert	1.29x	0.98x	0.33x	1.16x	1.10x	0.59x	6.38x
Dividendenrendite	4.3%	5.8%	0.8%	n. v.	keine	0.4%	1.3%

Quelle: S&P Capital IQ standardisierter EV/EBITDA und historische Kurse vor Anfrage (BASF 24.09.2026; andere 21.09.2026) [R]; Parmantier-&Cie.-Annahmen [A]. Diese historischen Inputs sind nicht aktuelle Deckblattkurse.



Abbildung 73: Vierfallrahmen, 2026-2029

	Konsens	PCR konstruktiv (Basis)	Prozyklisch mit hohem Potenzial	Negativ
Wahrscheinlichkeit	30%	40%	15%	15%
Umsatzwachstum 2027-29 p. a.	0% bis +2%	+3% bis +5%	+6% bis +8%	-2% bis 0%
Volumen / Preis-Mix	+1% / -1%	+2% / +2%	+4% / +3%	-1% / -2%
EU-Auslastung bis 2029	75-76%	78-79%	81%+	73-74%
Sektor-EBITDA- / EBIT-Marge 2029	10-11% / 5-6%	12-13% / 7-8%	14-15% / 9-10%	8-9% / 3-4%
Sektor- Nettoschulden/EBITDA	2.5x	1.8x	1.4x	3.2x
Sektor-EV/EBITDA	7.0-7.5x	8.0-8.5x	9.0-9.5x	6.0-6.5x
BASF je Aktie (SOTP 2027E)	Aktuelles Konsens- Kursziel nicht verfügbar	58.54	74.98	40.83
Evonik je Aktie	18.50	23.12	30.79	13.65
LANXESS je Aktie	17.00	31.16	50.85	5.11
Wacker je Aktie	-	113.75	188.61	65.02
Abgedecktes Universum, kapitalisierungsgewichtet	+4%	+~20% (12M BASF-GR; Sektor selektiv)	+42% (Szenariowert)	-21% (Szenariowert)

Quelle: PCR-Initialstudien-Schätzungen [A]; operative BASF-Agricultural-Solutions-Mitteilung 24.09.2026 [R]; Bernstein 22.09.2026 Agricultural-Solutions-EBITDA 2027E €2,275 Mio. [C]. BASF-SOTP Basis €58.54, börsennotiert positiv €74.98, negativ €40.83. Kontrollerwerbsobergrenze 17x separat.

Wahrscheinlichkeitsgewichtete Werte ersetzen keine Solvenzanalyse. Ein 12-Monats-Ziel kann attraktiv aussehen, während der Negativfall Eigenkapital dauerhaft beeinträchtigt. Daher trennen wir EV/EBITDA-Neubewertung von Nettoschulden und Pensionen und fragen, ob der Negativfall noch Zinsen, Erhaltungsinvestitionen, Dividenden und Fälligkeiten finanzieren kann. Antwort sehr unterschiedlich: BASF hat auch ohne Evonik liquide Aktien und Agricultural-Solutions-Abspaltungspfad; Evonik solide bereinigte EBITDA-Basis, aber engeren Transaktionsspread; LANXESS-Aktie ist Restanspruch mit bedeutendem Dauerverlustextremfall. Konsolidierung verändert Katalysator- und Umsetzungsrisikobewertung, nicht die Portfolioallokation der Anleger [A].



Abbildung 74: Sensitivitäten

Variable	Veränderung	BASF	Evonik	LANXESS	Wacker
Europäisches Gas / Strom	±EUR 10/MWh	±9.3% Eigenkapital	±8.1%	±35.3%	±15.0%
Chinesische Exportintensität	-10% Volumen nach Europa	+3% bis +5% EBITDA	+4% bis +7%	+6% bis +10%	+8% bis +12%
Europäische Industrieproduktion	+2 Pp.	+5% bis +7% EBITDA	+4% bis +6%	+10% bis +14%	+8% bis +11%
Preisgestaltung	+2% im gesamten Portfolio	+10% bis +13% EBITDA	+9% bis +12%	+25% bis +35%	+18% bis +24%
Volumen	+3%	+7% bis +9% EBITDA	+6% bis +8%	+15% bis +20%	±9.2% Eigenkapital bei 35% Ergebnisdurchfluss
Siliconpreise	±5%	-	-	-	±20.5% Eigenkapital
EUR/USD	+10% EUR	Negativ (USD-, BRL-Umsatz)	Moderat negativ	Moderat negativ	Negativ
Zinsen	+100 Bp. bei Refinanzierung	Begrenzt bei 2.3x	Begrenzt bei 1.8x	Wesentlich bei 4.8x	Begrenzt bei 0.8x
Fairer Agricultural-Solutions-EV	€18.45 Mrd. / €27.3 Mrd. / €35 Mrd.	BASF SOTP €40.83 / €58.54 / €74.98	k. A.	k. A.	k. A.
Agricultural Solutions Kontrolle 17x bei €2.275 Mrd. EBITDA	€38.675 Mrd. EV, KEIN IPO	~€9.25/BASF-Aktie nach 30% Streubesitz ggü. 12x-Fall	k. A.	k. A.	k. A.
Fusionswahrscheinlichkeit	10% bis 30%	-1% bis -3%	+4% bis +7%	k. A.	k. A.
Envalior-Monetarisierung	EUR 400 Mio. ggü. 900 Mio.	k. A.	k. A.	EUR 5.79/Aktie Veränderung	k. A.
Siltronic-Wert	±20% auf Restanteil	k. A.	k. A.	k. A.	±EUR 1.65/Aktie

Quelle: PCR-Sensitivitäten [A], Unternehmensmarktdaten BASF 24.09.2026 [R], Energieexpositionen angenommen; Agricultural-Solutions-Kontrollobergrenze €38.675 Mrd. = Bernstein €2.275 Mrd. EBITDA 2027E × 17, keine angekündigte Transaktion [C/A].



14. Katalysatoren, Risiken und was uns widerlegen würde

Abbildung 75: Katalysatorenkalender

Zeitpunkt	Ereignis	Unternehmen	Bedeutung
24.09.2026 / 01.10 / 01.01.2027	Agricultural-Solutions-Führungsaufstellung global und USA [R]	BAS	Führung des größten Markts USA ab Okt.; globales Modell Jan. 2027; Evidenz von IPO-Entscheidung trennen
25.09.2026 →	BASF-Evonik: bestätigte Anfrage; Sondierungsgespräche [R]	BAS, EVK, RAG	Nächster Schritt: §-10-WpÜG-Entscheidung, RAG-Position oder Rückzug
28.10.2026	Q3-Ergebnisse (BASF 28.10.2026) [R/M]	BAS, WCH	Erster Test erhöhter BASF-Guidance; Wacker-Q3-Guidance auf Q2-Niveau
05.11.2026	Q3-Mitteilung [R]	LXS	H1-EBITDA vor Sondereinflüssen EUR 246 Mio. (Q1 94 + Q2 152); Q3-Guidance EUR 130–150 Mio. Zahlungswirksame Restrukturierung beobachten.
24.11.2026	BASF-Kapitalmarkttag inkl. Agricultural Solutions [R]	BAS	Agricultural-Solutions-Ziele; Kapitalallokation; Evonik-Einordnung
Nov. 2026	Q3-Mitteilung	EVK	Erster Kommentar nach der Anfrage; Ergebniszusammensetzung
Q4 2026	Erste Einordnung 2027; Siltronic-Bilanzierung bei ~15%	Alle, WCH	Beruht Guidance 2027 auf Sondergewinnbasis?
~Dez. 2026	Haltefristende für restliche Siltronic-Anteile [R]	WCH	Weitere Monetarisierungsoption
Q4 26-Q1 27	Agricultural-Solutions-Carve-out-Abschlüsse	BAS	Erste harte Evidenz für Agricultural-Solutions-Multiplikator
Feb.-März 2027	GJ2026-Ergebnisse und Guidance 2027	Alle	Evoniks erste Dividende unter neuer Politik
2027	Envalior-Andienungsfenster; Oxeno-Vollzug; Syneqt-Start; Polysiliziumstandorte	LXS, EVK, WCH	Datierte Unternehmensereignisse als Basis der These
Mitte 2027	Agricultural-Solutions-IPO-Bereitschaft [R]	BAS	Umsetzung; Erlöse; Referenzmultiplikator

Quelle: Unternehmensfinanzkalender und Mitteilungen [R]; Parmantier & Cie. Research [A].



Abbildung 76: Risikomatrix

Risiko	Wahrscheinlichkeit	Auswirkung	Am stärksten exponiert
EBITDA-Senkung 2027 bei Auslaufen des Angebotssondergewinns (nun in BASF-Zahlen)	Hoch (60%)	-10% bis -18%	BAS, EVK
Europäisches Gas dauerhaft über EUR 60/MWh	Mittel (35%)	-15% bis -35%	LXS, WCH
Advent lehnt Envalior 2027 erneut ab	Mittel (35%)	-25% bis -40%	LXS
Erneuter chinesischer Exportschub bei Zwischenprodukten	Mittel (35%)	-8% bis -15%	EVK, LXS, WCH
Siliconpreise erneut rückläufig	Mittel (30%)	-15% bis -20%	WCH
Evonik-Restrukturierung unter Interimsführung enttäuscht	Mittel (30%)	-8% bis -15%	EVK
Agricultural-Solutions-IPO über 2028 hinaus verschoben	Niedrig-mittel (20%)	-6% bis -10%	BAS
RAG beschleunigt Evonik-Anteilsabbau	Niedrig-mittel (25%)	-4% bis -8%	EVK
BASF-Barangebot mit hohem Baranteil vor Agricultural-Solutions-Erlösen	Niedrig-mittel (11%)	-8% bis -12%	BAS
Große fremdfinanzierte Wacker-Akquisition [H]	Sehr niedrig (<2%)	-10% bis -20%	WCH
BASF-Evonik-Gespräche enden; Evonik fällt Richtung unbeeinflusster Kurs	Mittel (27%)	-7% bis -11% (EVK)	EVK
Kartellauflagen oder politische Bedingungen vermindern Synergien	Mittel (30% bei vereinbarter Transaktion)	-3% bis -6%	BAS, EVK

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A].

Abbildung 77: Was uns zur Aufgabe der konstruktiven Sicht bewegen würde

Test	Schwelle	Folge
EU27-Kapazitätsauslastung	Bis Mitte 2027 nicht über 76% [R: Cefic]	Sektor auf Neutral
BASF-Gegenleistungsmix	>50% bar für Evonik vor Agricultural-Solutions-IPO-Erlösen	BASF Kaufen zurücknehmen
Synergieoffenlegung	Vereinbarte Transaktion mit $\geq 30\%$ Prämie ohne $\geq$ EUR 0.9 Mrd. glaubwürdige Bruttosynergien	BASF auf Halten
Envalior	Advent lehnt im Fenster 2027 ab	LANXESS Kaufen zurücknehmen
Evonik-Ergebnisbasis	Bereinigtes EBITDA 2027 unter EUR 1.8 Mrd. ohne Angebot	Evonik auf Verkaufen
Wacker-Erholung	Q3-EBITDA 2026 deutlich unter EUR 175 Mio.; Silicone erneut schwach	Wacker auf Halten
Energie	TTF dauerhaft über EUR 60/MWh im Winter 2026/27	LANXESS und Wacker herabstufen
Konsolidierungsform	Fremdfinanzierte Gesamtfusion im Universum mit 3x+ Verschuldung	Sektor auf Neutral

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A].

Wo wir am ehesten falschliegen: Klingt die Nahost-Angebotsstörung schnell ab, fallen vorgelagerte Spreads, und unser Konzern-EBITDA 2027E €7.8 Mrd. könnte zu hoch sein. Agricultural-Solutions-EBITDA 2027E €2.275 Mrd. muss am Kapitalmarkttag 24. November bestätigt werden; Organisationsnachricht vom 24. September allein rechtfertigt es nicht [C/R/A].



Evidenzleiter für die nächsten sechs Monate. Eine neue §-10-WpÜG-Veröffentlichung würde BASF-Evonik von unverbindlicher Anfrage zur regulierten Angebotsentscheidung führen; eine tatsächliche Angebotsunterlage Gegenleistung, Mindestannahme, Finanzierung und Vorstandssicht festlegen; unterzeichnete Vereinbarung und Fusionsanmeldungen würden Umsetzung prüfen. Bis dahin behandeln wir weder aktienreiche Struktur, RAG-Rückbeteiligung noch €650-700 Mio. Bruttoeinsparungen als angekündigte Kondition. Unabhängig muss BASFs Agricultural-Solutions-Kapitalmarkttag Cash Conversion, Standalone-Kosten und Schuldenperimeter zeigen; LANXESS muss Einbringlichkeit der Envalior-Erlöse im nächsten Vertragsfenster belegen. Eine bestätigte Fusion ohne diese Cash-/Bilanzprüfungen würde Übergewichten nicht bestätigen [R/A].

15. Portfoliokonstruktion und erste Parmantier-&-Cie.-Einschätzung

Abbildung 78: Investmentthemen und Transaktionsoptionalität

Kategorie	Titel
Large-Cap-Bewertungsanker	BASF (Kaufen)
Qualitätserholung	Wacker Chemie
Zyklischer mit hohem Beta	LANXESS, Wacker, SGL-Carbon
Bestätigte oder glaubwürdige Konsolidierungsprofiteure	Evonik (bestätigte Anfrage), LANXESS (Verkäufe), BASF (disziplinierter Käufer nur bei hohem Aktienanteil)
M&A-Optionalität	Evonik (bestätigte Anfrage); LANXESS (hypothetischer Sponsor-Take-private / Dreidivisionen-SOTP inkl. Advent; keine bestätigte Anfrage)
Mögliche Käufer	BASF (aktienlastig / nach IPO); Wacker (nur ausgewählte Vermögenswerte)
IPO- / Abspaltungsoptionalität	BASF Agricultural Solutions (bestätigter IPO-Bereitschaftsplan); Battery Materials (hypothetischer späterer IPO, Partner oder Verkauf, nicht angekündigt)
Sondersituationen	LANXESS, SGL-Carbon
Spekulativer Krisenwert	LANXESS im Negativfall
Nicht für diese These / ausgeschlossen	K+S, AlzChem / Covestro, H&R

Quelle: Parmantier & Cie. Research.

Abbildung 79: Rang nach Kriterium (1 = bester)

Kriterium	1	2	3	4	5	6	7
Risikobereinigtes Potenzial	LXS	BAS	WCH	SGL	EVK	K+S	AlzChem
Exposition zur europäischen Konsolidierung	EVK	BAS	LXS	SGL	WCH	K+S	AlzChem
Bilanzresilienz	AlzChem	K+S	WCH	BAS	EVK	SGL	LXS
Strategische Optionalität	EVK	BAS	LXS	WCH	SGL	K+S	AlzChem
Katalysatorvisibilität	BAS	EVK	LXS	WCH	SGL	K+S	AlzChem
Qualität des Standalone-Geschäfts	AlzChem	BAS	EVK	WCH	K+S	SGL	LXS
Liquidität / Investierbarkeit	BAS	EVK	K+S	LXS	WCH	AlzChem	SGL
Geringstes Dauerverlustrisiko	BAS	EVK	K+S	AlzChem	WCH	LXS	SGL

Quelle: Parmantier & Cie. Research [A]. Initiale Parmantier-&-Cie.-Rangfolge [A].



15.1 Die Fragen, direkt beantwortet

Abbildung 80: Die Fragen, direkt beantwortet

Frage	Antwort
Stärkt Evoniks Bestätigung die Sektorthese?	Ja, wesentlich: Konsolidierung enthält nun bestätigte Anfrage des Sektorführers an Peer und Ankeraktionär [R]. Sie erhöht die Kapazitätsbereinigungswahrscheinlichkeit, garantiert keine Transaktion.
Warum zählt bestätigte Anfrage mehr als Gerücht?	Nach Art. 17 MAR offengelegt und von BASF und RAG bestätigt [R]; kein bloßes Marktgerede. Es gibt aber kein Angebot, Preis oder Finanzierung.
Ist BASFs Anfrage schlüssig und machbar?	Strategisch teilweise: kernnahe Additive, Pflege und Ernährung, nicht verbundintegriert. Finanziell nur überwiegend in Aktien oder nach IPO-Erlösen (1.6-2.2x) [A].
Welche Strukturen schützen BASF?	Nur Aktien (1.6x nach IPO; 25% Verwässerung; Dividendenlast zahlungsneutral) oder $\geq 50\%$ Aktien nach Erlösen. Barzahlung vor Erlösen (3.3x) nicht [A].
Kann Bar-/Aktientransaktion mit RAG als Anker funktionieren?	Ja, RAG Aktien / Streubesitz bar (2.2x nach IPO), RAG $\sim 9.7\%$ an BASF. $\sim 50\%$ RAG am kombinierten Konzern nicht plausibel [A].
Verändert Agricultural-Solutions-IPO die Kapazität?	Hilft, aber Basiserlöse ($\sim$ EUR 5.8 Mrd.) schaffen nur $\sim$ EUR 1.6 Mrd. Barkapazität bei $\leq 2.0x$, $\sim 15\%$ eines 30%-Prämienpreises [A].
Warum BASF Kaufen?	Agricultural-Solutions-Basis-EV EUR 27.3 Mrd. stützt EUR 60 Standalone-Wert; nach $\sim$ EUR 1.2 wahrscheinlichkeitsgewichtetem Evonik-Abschlag KZ EUR 59 und $+24.0\%$ Gesamtrendite [A].
Warum Evonik Halten?	Strategischer Wert gestiegen, aber $+19.6\%$ ggü. unbeeinflusst; berichtete EUR 22.15 als zu niedrig abgelehnt [M]; wahrsch.-gew. EUR 20.57; $\sim +4\%$ Gesamtrendite zu EUR 20.50 [R/M/A].
Warum LANXESS weiterhin spekulatives Kaufen?	Envalior erklärt Großteil des Eigenkapitals; Andienungsfenster 2027/28; kein Gebot nötig, aber zweite Advent-Ablehnung würde den Fall widerlegen [R/A].
Was ist bereits eingepreist?	Evonik: $\sim 65\%$ eines 30%-Angebots und $\sim 69\%$ der Bewegung zu berichteten EUR 22.15; BASF: Verwässerungsabschlag (-3.6% am 25.09; Marshall Wace netto short 0.5%) [R/M]; LANXESS: keinerlei Konsolidierungswert [R/A].
Klarstes Chancen-Risiko-Verhältnis?	BASF (Liquidität, sichtbare Katalysatoren); LANXESS (asymmetrische, risikoreiche Chance); Wacker (Qualitätserholung). Evonik: strategische Optionalität weitgehend im Kurs [A].
Was würde Übergewichten beenden?	EU-Auslastung $\leq 76\%$ bis Mitte 2027; fremdfinanzierte Fusion bei $3x+$; BASF $> 50\%$ bar vor Erlösen; erneute Envalior-Ablehnung [A].

Quelle: Parmantier & Cie. Research.

15.2 Erste Parmantier-&Cie.-Einschätzung: Europäische Chemie: Der Zyklus 2027

Medienprüfung bis 1. Oktober. Handelsblatt berichtet weitere BASF-Arbeit an Evonik nach erster Ablehnung und möglichen RAG-Tausch gegen BASF-Aktien [M]. Der Vollartikel war über den bereitgestellten Link nicht zugänglich; nur Vorspann und Nutzer-Auszüge wurden gelesen. Nichts ändert BASFs veröffentlichte Absicht zur Einziehung von Rückkaufaktien, Evoniks Erklärung fehlender Gespräche am 25. September oder RAGs ausstehende Umtauschanleihen [R]. Am 30. September erklärte RAG, ein vollständiger Evonik-Verkauf sei satzungsgemäß mit Kuratoriumsgenehmigung möglich [R]; dies erweitert Strukturen, ist aber weder Preis noch Zustimmung. Deshalb verwandeln wir mögliche Transaktionswährung weder in angenommene Erlöse oder vereinbartes Angebot noch in einen zusätzlichen Euro unserer Kursziele [A].

Quelle: Handelsblatt 29.09.2026 (zugänglicher Vorspann und Nutzer-Auszüge) [M]; Evonik- und RAG-Ad-hoc-Mitteilungen 25.09.2026 [R]; BASF-Rückkaufmitteilung 29.07.2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A].



Unsere erste Sektorstudie lautet Übergewichten. Die bestätigte BASF-Anfrage für Evonik (25. September 2026) macht Konsolidierung vom Gerücht zur dokumentierten Vorstandsoption und ergänzt die Aufspaltungsthese um einen zweiten Wertkanal. Wir kaufen Konsolidierung, wo Bilanzen sie tragen, und Aufspaltung, wo nicht. BASF ist Kaufen (KZ EUR 59); Agricultural Solutions trägt den Wert; Evonik ist nur aktienlastig oder nach IPO akzeptabel. Evonik ist Halten (KZ EUR 20.50); Strategischer Wert gestiegen, aber Aktie preist ~65% eines 30%-Prämienangebots ein, und Standalone-Basis übersteigt BASFs rechtfertigbaren Preis. LANXESS bleibt spekulatives Kaufen (KZ EUR 21), weil Envalior und Andienungsfenster 2027/28, kein unbestätigtes Gebot, den Fall tragen. Wacker ist Qualitätserholung (Kaufen, KZ EUR 106); SGL-Carbon spekulativer Investmentfall; K+S und AlzChem Halten. Sektorneubewertungskatalysatoren: §-10-WpÜG-Entscheidung mit hohem Aktienanteil, BASF-Kapitalmarkttag 24. November, Agricultural-Solutions-Carve-out-Abschlüsse und Envalior-Fenster 2027. Wir gäben Übergewichten bei EU-Auslastung $\leq 76\%$ bis Mitte 2027, fremdfinanzierter Fusion bei 3x+ Verschuldung oder mehrheitlicher BASF-Barzusage vor IPO-Erlösen auf. Dies sind initiale Parmantier-&-Cie.-Empfehlungen, keine Änderungen eines bestehenden veröffentlichten Ratingrahmens [A].

Die Investmentregel ist Disziplin, nicht Transaktionsbegeisterung. Einen Konzern nur halten, wenn der Standalone-Fall ausreichend finanziert ist, und Konsolidierungsprämie erst honorieren, wenn der Käufer zeigt, dass Gegenleistung, Brutto-Netto-Synergien und regulatorischer Umfang den Wert je Aktie erhalten. Morgan Stanleys Bericht vom 27. März erklärte den angebotsseitigen Weg vorübergehender Vorteile für vorgelagerte Produzenten; unsere spätere separate These fragt, wer den Cashvorteil nach Abklingen behält und welche Vermögenswerte verkauf- oder schließbar sind. Diese Unterscheidung verbindet Grafiken und Empfehlungen: BASFs Agricultural-Solutions-Option finanziert den Kern; Evoniks aktueller Kurs begrenzt Einstieg trotz strategischen Interesses; LANXESS ist eine Eigenkapitaloption mit realem Scheiternsfall [C/A].

Quelle: Morgan Stanley, Industrial Chemicals, 27.03.2026 [C]; BASF-, Evonik- und LANXESS-Veröffentlichungen bis 25.09.2026 [R]; Parmantier & Cie. Research [A].



Anhang: aktueller Parmantier-&-Cie.-Empfehlungsrahmen

Abbildung 81: Erste Parmantier-&-Cie.-Empfehlungen für deutsche Chemieunternehmen

Unternehmen	Erstrating	Kurs 01.10.2026	12M-Kursziel	Gesamtrendite über 12 Monate
BASF	Kaufen	EUR 49.40	EUR 59.00	+24.0%
Evonik	Halten	EUR 20.62	EUR 20.50	+4.3%
LANXESS	Kaufen (spek.)	EUR 12.40	EUR 21.00	+70.2%
Wacker Chemie	Kaufen	EUR 87.50	EUR 106.00	+21.1%
SGL-Carbon	Kaufen (spek.)	EUR 4.97	EUR 5.40	+8.7%
K+S	Halten	EUR 15.10	EUR 17.50	+16.4%
AlzChem	Halten	EUR 158.10	EUR 140.00	-10.2%
Branche	Übergewichten	-	-	+20.2% kapitalisierungsgewichtet

Quelle: Initiales Sektor- und Unternehmens-Equity-Research Parmantier & Cie. [A]. Kurse der Empfehlungstabelle sind für alle abgedeckten Unternehmen XETRA-Schlusskurse 01.10.2026 [R].

Kursaktualisierung am 1. Oktober 2026 abgeschlossen: Aktienkurse, Marktkapitalisierungen und sämtliche kursabgeleiteten Renditen, Multiplikatoren und Transaktionsrelationen reflektieren XETRA-Schlusskurse 1. Oktober 2026. Basisstichtag 22. September mit gekennzeichneten Ereignissen 24. September bis 1. Oktober 2026 gilt. Ratings, Ziele, Schätzungen und Szenariowahrscheinlichkeiten unverändert.



Haftungsausschluss / Rechtlicher Hinweis

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Research-Studie („Investmentempfehlung“) wurde von Parmantier & Cie. Research unter Mitwirkung von Herrn Parmantier erstellt und wird ausschließlich von Parmantier & Cie. Research verbreitet. Sie richtet sich ausschließlich an den jeweiligen Empfänger und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung nicht an Dritte weitergegeben werden, auch nicht an verbundene Unternehmen innerhalb derselben Unternehmensgruppe. Der Bericht enthält ausgewählte Informationen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen („Informationen“), die als korrekt und vollständig erachtet werden. Parmantier & Cie. Research überprüft diese Informationen jedoch nicht und übernimmt keine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Etwaige Fehler oder Auslassungen begründen keine Haftung seitens Parmantier & Cie. Research, die weder für direkte noch indirekte Schäden oder Folgeschäden haftet.

Insbesondere übernimmt Parmantier & Cie. Research keine Verantwortung für die Richtigkeit von Aussagen, Prognosen oder sonstigen Inhalten dieser Anlageempfehlung in Bezug auf die analysierten Unternehmen, deren Tochtergesellschaften, Strategien, wirtschaftliche Rahmenbedingungen, Markt- und Wettbewerbspositionen, regulatorische Umfeldler oder vergleichbare Faktoren. Bei der Erstellung dieses Berichts wurde mit der gebotenen Sorgfalt vorgegangen, dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht ausgeschlossen werden. Parmantier & Cie. Research sowie deren Partner und Mitarbeiter übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit von Aussagen, Schätzungen oder Schlussfolgerungen, die auf den in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Informationen beruhen.

Soweit diese Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung (z. B. Finanzberatungsdienstleistungen) zur Verfügung gestellt wird, ist die Haftung von Parmantier & Cie. Research auf Fälle von grober Fahrlässigkeit oder vorsätzlichem Fehlverhalten beschränkt. Bei der Verletzung wesentlicher Vertragspflichten ist die Haftung auf Fälle einfacher Fahrlässigkeit beschränkt, jedoch in allen Fällen auf vorhersehbare und typische Schäden begrenzt. Diese Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar.

Partner, Geschäftsführer oder Mitarbeiter von Parmantier & Cie. Research oder verbundenen Unternehmen können Positionen mit besonderer Verantwortung, wie beispielsweise Aufsichtsratsmandate, in den in diesem Bericht genannten Unternehmen innehaben. Die in dieser Anlageempfehlung geäußerten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern und geben die persönliche Einschätzung des jeweiligen Analysten wieder. Sofern nicht ausdrücklich anders angegeben, steht kein Teil der Vergütung des Analysten in direktem oder indirektem Zusammenhang mit den in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Meinungen. Alle Rechte vorbehalten.

Hinweis zur Veröffentlichungshistorie (gemäß § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV):

Dieser Bericht stellt die erste Veröffentlichung unter dem neuen Unternehmensnamen Parmantier & Cie. Research dar, das zuvor unter dem Namen Frankfurt Main Research tätig war. Alle unter Frankfurt Main Research veröffentlichten früheren Forschungsberichte bleiben gültig und können als Teil der laufenden Veröffentlichungshistorie betrachtet werden. Die Namensänderung hat keinen Einfluss auf die Qualität und Kontinuität der von uns erstellten Analysen und Berichte.

URheberRECHTSHINWEIS

Dieses Werk, einschließlich aller seiner Komponenten, ist urheberrechtlich geschützt. Jede über die Grenzen des Urheberrechts hinausgehende Nutzung ist ohne vorherige Genehmigung untersagt und kann zu rechtlichen Sanktionen führen. Dies umfasst Vervielfältigung, Übersetzung, Verfilmung sowie Speicherung oder Verarbeitung in elektronischen Systemen, ob ganz oder teilweise.



OFFENLEGUNG GEMÄSS §85 DES WERTPAPIERHANDELSGESETZES (WPHG), MAR UND MIFID II EINSCHLIESSLICH DELEGIERTER VERORDNUNG (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die der Anlageempfehlung zugrunde liegende Bewertung des analysierten Unternehmens basiert auf allgemein anerkannten fundamentalanalytischen Methoden, wie DCF-Modellen, dem Free-Cashflow-Wertpotenzial, NAV-Ansätzen, Peer-Group-Vergleichen oder Sum-of-the-Parts-Modellen (siehe auch <http://www.parmantiercie.com/disclaimer>). Die Ergebnisse dieser Bewertung werden zusätzlich auf Basis der Einschätzung des Analysten hinsichtlich des erwarteten Anleger-Sentiments und dessen potenzieller Auswirkungen auf den Aktienkurs angepasst.

Unabhängig von den verwendeten Bewertungsmethoden besteht das Risiko, dass das Kursziel aufgrund unvorhergesehener Faktoren wie Änderungen in Nachfrage, Management, Technologie, Wirtschaftsbedingungen, Zinssätzen, Betriebs- und Materialkosten, Wettbewerbsdruck, regulatorischen Rahmenbedingungen, Wechselkursen, Steuerpolitiken und anderen Faktoren nicht erreicht wird. Zusätzliche Risiken können aus Investitionen in ausländischen Märkten und Instrumenten entstehen, die im Allgemeinen aus Wechselkursschwankungen oder politischen und sozialen Veränderungen resultieren.

Dieser Kommentar spiegelt die Meinung des Autors zum Zeitpunkt der Erstellung wider. Eine Änderung der zugrunde liegenden Fundamentaldaten kann die Bewertung ungenau machen. Es besteht keine Verpflichtung, diesen Kommentar innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens zu aktualisieren.

Es wurden interne und organisatorische Maßnahmen implementiert, um Interessenkonflikte zu vermeiden oder zu minimieren. Diese Maßnahmen stellen sicher, dass kein Informationsaustausch stattfindet, der zu Interessenkonflikten für Parmantier & Cie. Research in Bezug auf die analysierten Emittenten oder deren Finanzinstrumente führen könnte.

Die Analysten von Parmantier & Cie. Research erhalten keine direkte oder indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Aktivitäten von Parmantier & Cie. Research oder von einem Unternehmen innerhalb der Parmantier & Cie.-Gruppe.

QUELLEN

Alle Daten und Konsensuschätzungen wurden von externen Anbietern von Börsendaten bezogen, sofern nicht anders angegeben. Parmantier & Cie. Research übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit dieser Informationen.

FORSCHUNG**Zusätzliche Informationen für US-Kunden**

Diese Research-Studie („Bericht“) ist ein Produkt von Parmantier & Cie. Research. Die für den Bericht verantwortlichen Analysten sind Mitarbeiter von Parmantier & Cie. Research oder arbeiten mit unabhängigen Research-Unternehmen zusammen. Die Analysten sind außerhalb der Vereinigten Staaten ansässig und stehen nicht in Verbindung mit einem in den USA regulierten Broker-Dealer und unterliegen daher nicht dessen Aufsicht.

Dieser Bericht wird in den Vereinigten Staaten ausschließlich an „Major U.S. Institutional Investors“ gemäß Rule 15a-6 des U.S. Securities Exchange Act von 1934 durch CIC verbreitet. Personen, die nicht zu dieser Kategorie gehören, sollten sich nicht auf diese Mitteilung verlassen. Die Verbreitung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten stellt weder eine Billigung der darin geäußerten Meinungen noch eine Empfehlung dar, Transaktionen in den besprochenen Wertpapieren einzugehen.

Parmantier & Cie. Research hält Positionen in börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen, einschließlich möglicher Long-Positionen in den in diesem Bericht analysierten Aktien.

INTERESSENKONFLIKTE & OFFENLEGUNG

Dieser Forschungsbericht wurde von Parmantier & Cie. Research erstellt. Die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Empfehlungen basieren auf öffentlich verfügbaren Informationen sowie internen Analysen und Auswertungen. Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass Parmantier & Cie. Research, seine verbundenen Unternehmen, Direktoren, Mitarbeiter oder andere an der Erstellung oder Verbreitung dieses Berichts beteiligte Personen Interessenkonflikte haben können.



Wertpapierbesitz: Parmantier & Cie. Research und/oder seine verbundenen Unternehmen und Mitarbeiter können zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Positionen in den in diesem Bericht genannten Wertpapieren halten.

Marktaktivitäten: Parmantier & Cie. Research und/oder seine verbundenen Unternehmen haben möglicherweise in den letzten 12 Monaten als Market Maker für die in diesem Bericht genannten Wertpapiere fungiert.

Unternehmensbeziehungen: Parmantier & Cie. Research hat den in diesem Bericht genannten Unternehmen in den letzten 12 Monaten möglicherweise Investmentbanking-Dienstleistungen, Underwriting-Dienstleistungen oder andere Dienstleistungen erbracht oder erbringt diese derzeit.

Vergütung: Die Vergütung der Analysten und anderer Mitarbeiter von Parmantier & Cie. Research kann direkt oder indirekt mit Handelsgewinnen, Investment Banking oder anderen Geschäftsaktivitäten von Parmantier & Cie. Research verbunden sein.

Analystenobligationen: Der Analyst oder die Analysten, die diesen Bericht erstellt haben, können persönliche Beziehungen zu den in diesem Bericht analysierten Unternehmen haben.

Unabhängigkeit: Die in diesem Bericht geäußerten Meinungen spiegeln die Ansichten der Analysten von Parmantier & Cie. Research wider, die unabhängig von den Interessen von Parmantier & Cie. Research formuliert wurden. Analysten erhalten keine Vergütung, die direkt mit den in diesem Bericht geäußerten spezifischen Empfehlungen oder Ansichten verbunden ist.

Dieser Bericht wurde am 6. Oktober 2026 veröffentlicht. Die im Bericht genannten Schlusskurse beziehen sich auf XETRA-Schlusskurse vom 1. Oktober 2026, sofern nicht ausdrücklich ein anderer Referenzstichtag angegeben ist.

Hinweis: Dieser Bericht wurde sowohl auf Deutsch als auch auf Englisch erstellt. Im Falle von Unstimmigkeiten oder Auslegungsunterschieden zwischen den beiden Versionen gilt die deutsche Version als maßgeblich und relevant.

