



Bolero

APERAM

Roestvaststaalproducent op de BEL20

Start van de opvolging

28 maart 2017

DOOR KBC ASSET MANAGEMENT



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loop nemen.

- Roestvaststaalproducent Aperam heeft haar intrede gemaakt in de Belgische Bel20 index.
- Aperam heeft productievestigingen in Frankrijk, België en Brazilië en verkoopt in meer dan 40 landen wereldwijd.
- Zowel in Europa als in Brazilië kan Aperam genieten van anti-dumpingmaatregelen tegen Chinees roestvast staal.
- Bij haar beursgang begin 2011 had Aperam een nettoschuld van 1,0 miljard EUR. Eind 2016 kromp deze nettoschuld tot 116 miljoen EUR. Allicht is Aperam eind dit jaar schuldenvrij.
- Aandeelhouders kunnen rekenen op een mooi dividend en op een inkoopprogramma van eigen aandelen.
- Het aandeel is momenteel correct geprijsd. We initiëren daarom met een 'Houden' aanbeveling en een koersdoel van 50 EUR.



Algemene beschrijving van Aperam

		Kerndata	
Koers	47,63 EUR	Marktkapitalisatie	4,1 miljard USD
Datum koers	24-03-2017	Ondernemingswaarde (EV)	4,2 miljard USD
Koersvork laatste 52 weken	29,19 - 51,05 EUR	EV/EBITDA (*)	8,6
Beurs	Amsterdam	EV/EBIT (*)	13,3
ISIN code	LU0569974404	K/W (*)	18,4
Recentste herziening info	24-03-2017	Dividendrendement (*)	2,5%

(*) Historisch, over de laatste 12 maanden

Roestvaststaalproducent Aperam heeft maandag 20 maart 2017 haar intrede gemaakt in de Belgische Bel20-index. Hoewel Aperam gevestigd is in Luxemburg en een notering heeft op de beurs van Euronext Amsterdam, komt het bedrijf toch in aanmerking voor opname in de Bel20-index omdat Aperam:

- een voldoende hoge beurswaarde heeft van 3,8 miljard EUR
- een free float heeft van 56%
- twee grote fabrieken heeft in België (in Genk en in Châtelet), goed voor 1 850 werknemers ofwel 18% van het totaal aantal werknemers van de groep.

Aperam werd in 2011 afgesplitst van de staalreus ArcelorMittal. De aandeelhouders van ArcelorMittal ontvingen destijds één aandeel Aperam voor twintig aandelen ArcelorMittal. De Indiase familie Mittal geniet van dividendstromen van beide bedrijven. De familie heeft een belang van 38% in ArcelorMittal en van 41% in Aperam.

Aperam is de op vijf na grootste roestvaststaalproducent ter wereld. Het is de nummer 1 in Zuid-Amerika en de nummer 2 in Europa. Aperam heeft concurrentie van andere roestvaststaalproducenten (waaronder het Finse Outokumpu, het Spaanse Acerinox en het Amerikaanse AK Steel), maar ook van bedrijven die zowel (koolstof)staal als roestvaststaal produceren.

In 2016 produceerde Aperam 1,92 miljoen ton roestvast staal (RVS). Aperam heeft echter capaciteit om jaarlijks 2,5 miljoen ton RVS te produceren. De benuttingsgraad in 2016 lag dus op 77%. Aperam heeft 2 fabrieken in België, 3 in Frankrijk en 1 in Brazilië en stelt ongeveer 9 600 mensen tewerk. De eindklanten bevinden zich wereldwijd in meer dan 40 landen en zijn actief in een variëteit van sectoren zoals: ruimtevaart, auto, olie & gas, catering, constructie, huishoudtoestellen, industriële processen en medische toestellen.

Aperam is onderverdeeld in drie divisies:

- **Stainless & Electrical Steel:** roestvrij staal (RVS) en weekijzer. Weekijzer wordt gebruikt in bijvoorbeeld transformatoren vanwege zijn goede magnetische eigenschappen.
- **Services & Solutions:** specifieke RVS-toepassingen, zoals bijvoorbeeld buizen.
- **Alloys & Specialties:** nikkellegeringen en speciaal (hoogwaardig) RVS.

De schuldafbouwkampioen

Aperam genereerde in 2016 een omzet van 3,9 miljard USD en een onderliggende nettowinst van 218 miljoen EUR. Aperam had eind 2016 een nettoschuld van 116 miljoen EUR. Eind dit jaar zal Aperam allicht schuldenvrij zijn. Toen het bedrijf naar de beurs werd gebracht in 2011 torste het nog een schuldenberg van 1,0 miljard EUR met zich mee. Een indrukwekkende prestatie dus. Aperam heeft in een tijdspanne van 6 jaar haar activiteiten rendabeler gemaakt, de schuldenberg nagenoeg afgelost en, op de jaren 2013 en 2014 na, telkens een mooi dividend uitbetaald. Aperam heeft momenteel een payout ratio (dividenduitbetalingen over nettowinst) van minstens 50%, een percentage dat in de toekomst verder opgetrokken kan worden. Momenteel bedraagt het dividendrendement 2,8%.

Met het verdwijnen van de schuldeisers kan Aperam zich meer richten tot haar aandeelhouders. En dat doet het ook. Het dividend werd onlangs nog opgekrikt en de groep kondigde ook een inkoopprogramma eigen aandelen van 100 miljoen EUR aan.

Volgens het management wordt er voortdurend naar potentiële overnameopportunities gekeken. Echter, een overname is geen 'must' aangezien er bij een potentiële overname voldoende synergievoordelen aanwezig moeten zijn. Aperam heeft, vooralsnog zonder gevolg, haar interesse getoond voor de fabriek in het Italiaanse Terni, eigendom van het Duitse ThyssenKrupp.

Roestvast staal

Roestvast staal (RVS) of inox ('inoxydable') is een legering van ijzer, chroom, nikkel en koolstof. Het chroomgehalte moet minstens 11% bedragen. Er bestaan vele soorten RVS, want er kunnen nog vele andere legeringselementen toegevoegd worden zoals molybdeen, vanadium, titanium, mangaan, stikstof en silicium. De meest voorkomende soort RVS draagt de codenaam 'SAE 304'. Dit type RVS heeft een chroomgehalte van 18% en een nikkelgehalte van 8%.

RVS is beter bestand tegen corrosie dan gewoon (koolstof)staal. In contact met zuurstof uit de lucht vormt zich op het oppervlak van RVS spontaan een chroomoxidehuid dat bescherming biedt tegen corrosie. De ingeburgerde benaming 'roestvrij staal' is technisch gezien onjuist omdat RVS in bepaalde omstandigheden toch nog kan corroderen of roesten. De juiste benaming 'roestvast' wijst enkel op een hogere bescherming tegen corrosie.

Vanwege de hoge bescherming tegen corrosie heeft RVS veel meer toepassingsmogelijkheden ten opzichte van (koolstof)staal. Dat maakt dat RVS hoogwaardiger en bijgevolg duurder is dan (koolstof)staal.

De markt van roestvast staal

In 2016 werd er wereldwijd 45 'miljoen' ton RVS geproduceerd tegenover 1,6 'miljard' ton (koolstof)staal. De markt voor RVS is dus 35 keer kleiner. Door schommelingen in vraag en aanbod is de markt van RVS evenzeer cyclisch. De vraag naar RVS loopt ongeveer gelijk met de expansie van de wereldeconomie. Het aanbod hangt af van de benuttingsgraad en van capaciteitsuitbreidingen en –sluitingen in RVS. De laatste jaren (2011-2016) had de markt erg te lijden onder de Chinese overcapaciteit. Als gevolg daarvan dumpte China wereldwijd haar overschot aan RVS, ook in de Europese markt. Als gevolg van deze dumpingpraktijken worden er momenteel hoge importheffingen geheven op Chinees RVS zowel in Europa als in de Verenigde Staten. Die zijn momenteel zeer effectief.

Ter illustratie: Aperam verkocht in 2016 RVS aan een gemiddelde prijs van 1 817 USD per ton, bijna 200 USD minder dan in 2015 en ruim 1 000 USD minder dan in 2011.

Het lijkt erop dat de prijs van RVS in 2016 haar bodem gevonden heeft (zie grafiek). Mede dankzij anti-dumpingmaatregelen (importheffingen) op Chinees RVS. Waarschijnlijk is er ten gevolge van de Chinese 'supply side reform' van de staalsector (ofwel het sluiten van capaciteit om de overcapaciteit in het land terug te dringen) niet enkel capaciteit aan (koolstof)staal gesloten, maar ook capaciteit aan RVS.

De RVS prijs onder de loep

De RVS prijs, die de eindklant betaalt, is opgebouwd uit twee componenten:

- Een basisprijs voor RVS (zie grafiek)
- Een toeslag voor de aanwezige legeringselementen (chromium, nikkel, enz.). Hierin is de nikkelprijs de meest prominente factor.



Evolutie van de basisprijs voor 'SAE 304' RVS, uitgedrukt in EUR per ton.

De toeslag wordt direct doorgerekend ('pass-through') aan de eindklant. Fluctuaties in de prijzen van de legeringselementen zijn dus voor rekening van de eindklant. Aperam verdient enkel op de inkomsten ten gevolge van de basisprijs.

De productie van RVS is verantwoordelijk voor 80% van de wereldwijde vraag naar nikkel. Dus als de vraag naar nikkel stijgt (wat de nikkelprijs doet stijgen), is dit veelal een gevolg van een verhoogde vraag naar RVS (wat de basisprijs voor RVS doet stijgen). Omdat de nikkelprijs een sterke correlatie vertoont met de basisprijs van RVS, vertoont de nikkelprijs ook een sterke correlatie met de aandelenkoers van Aperam. In de periode begin 2011 – toen Aperam naar de beurs werd gebracht – tot midden 2013 bedroeg deze correlatie 92% (zie grafiek). Nadien is deze correlatie wat verwaterd. Schommelingen in de nikkelvoorraden zorgden voor een ontkoppeling tussen de vraag naar nikkel en de vraag naar RVS. Ook de ingevoerde anti-dumpingmaatregelen op RVS en Aperams schuldafbouw duwden Aperams aandelenkoers omhoog, maar hadden natuurlijk geen effect op de nikkelprijs. Ondanks de recente lagere correlatie mag je toch nog altijd stellen dat de nikkelprijs een impact heeft op Aperams aandelenkoers.

De fluctuatie van de nikkelprijs heeft ook nog een tijdelijke, indirecte impact op de basisprijs. Deze impact is de volgende:

- Een stijging van de nikkelprijs doet de basisprijs stijgen. Met stijgende nikkelprijzen bouwen groothandelaren hun voorraden op (om nog te kunnen profiteren van een gunstigere prijs vandaag). Daardoor stijgt de vraag naar RVS en vervolgens ook de basisprijs.
- Het omgekeerde is ook waar. Een daling van de nikkelprijs doet de basisprijs dalen. Met dalende nikkelprijzen stoppen groothandelaren met verdere aankopen van RVS. Ze kunnen morgen immers aan gunstige prijzen RVS aankopen. Daardoor daalt de vraag naar RVS en vervolgens ook de basisprijs.



De nikkelprijs (USD/ton) vs Aperams aandelenkoers (USD)

De nikkelprijs onder de loep

De nikkelprijs heeft een stevige correctie achter de rug (zie grafiek). In 2014 stond de nikkelprijs nog op meer dan 20 000 USD per ton, maar tuimelde nadien naar ongeveer 8 000 USD per ton begin 2016. Momenteel fluctueert de nikkelprijs rond de 10 000 USD per ton.

Nikkel is hoofdzakelijk een bijproduct, wat betekent dat bijvoorbeeld een kopermijn of een zinkmijn ook een beetje nikkel naar boven haalt en verkoopt. Toch bestaan er mijnen die hoofdzakelijk nikkel ontginnen, vooral in Indonesië en de Filipijnen, de twee grootste nikkelproducerende landen. Het zijn de nieuwsberichten uit deze twee landen die tegenwoordig de evolutie van de nikkelprijs bepalen.

Tot 2013 was Indonesië de grootste nikkelproducent. Echter, de regering verbood begin 2014 de export van nikkelconcentraat. Het vond immers dat Indonesië ook in de volgende stap van het productieproces, namelijk smelten en raffineren/zuiveren, betrokken moest zijn. Door het smelten en zuiveren van nikkelconcentraat (nikkel erts) verkrijgt men uiteindelijk nikkelkathodes (zuiver nikkel). Door de export van nikkelconcentraat te verbieden, wilde de Indonesische overheid de mijnbouwindustrie dwingen om ook lokaal te investeren in smeltcapaciteit. Als gevolg van het exportverbod steeg de nikkelprijs begin 2014 bijzonder hard.

Nadien ontstond er in de Filipijnen een wildgroei aan nikkelmijnen die hun kans zagen om de leemte op te vullen. Daardoor daalde de nikkelprijs in het najaar van 2014. Het nikkelconcentraat uit de Filipijnse mijnen is van een mindere kwaliteit (een lager nikkelgehalte). De nikkelprijs bleef nadien alsmaar dalen omwille van overcapaciteit en de vrees voor een harde landing van de Chinese economie.

Midden 2016 veerde de nikkelprijs weer op. De Filippijnse minister van leefmilieu nam alle nikkelmijnen onder de loep: elke mijn waar inbreuken tegen de milieuwetgeving werden gevonden, zou gesloten worden. Deze audit is nog steeds lopende en er zijn al behoorlijk wat Filippijnse mijnen gesloten. Al 5% van de totale jaarlijkse wereldproductie zou hierdoor gesloten zijn.

Begin januari 2017 verraste de Indonesische overheid opnieuw de markt, dit keer met een daling van de nikkelprijs tot gevolg. Omwille van het grote gat in de begroting van de Indonesische overheid, werd er gecommuniceerd dat de export van nikkelconcentraat opnieuw zou worden toegestaan, zij het gedeeltelijk. Een derde van de hoeveelheid nikkelconcentraat dat Indonesië eind 2013 produceerde, zou daardoor terug geëxporteerd mogen worden. In tussentijd zijn er in Indonesië de gewenste smelters gebouwd, maar er zijn er nog steeds te weinig om al het nikkelconcentraat te kunnen verwerken tot nikkelkathodes.

Aanbeveling

Aperam heeft een zeer solide financiële balans. De verwachtingen zijn dat het bedrijf tegen jaareinde schuldenvrij is. Het management focust ook sterk op haar aandeelhouders en verrent hen met een alsmaar hoger dividend, alsook met een inkoopprogramma van eigen aandelen.

Aperam kan in zowel Europa als Brazilië genieten van doeltreffende anti-dumpingmaatregelen tegen Chinees RVS. Ook de algemene vooruitzichten voor de wereld-economie evolueren de laatste tijd gunstig, wat de toekomstige vraag naar RVS positief kan beïnvloeden.



In 2016 genereerde Aperams Braziliaanse activiteiten 27% van de bedrijfskasstroom van de groep. Omdat de Braziliaanse economie in het slop zit, wordt het RVS dat in Brazilië geproduceerd wordt, veelal geëxporteerd naar de buurlanden in Latijns-Amerika. Het lijkt erop dat de Braziliaanse economie uit het dal begint te kruipen. Dat levert een dubbel voordeel voor Aperam. Als de Braziliaanse economie terug aantrekt, zullen de geproduceerde volumes RVS stijgen. Anderzijds zijn de marges op RVS dat in Brazilië verkocht wordt hoger aangezien de transportkosten lager liggen (in vergelijking met RVS dat in de buurlanden in Latijns-Amerika verkocht wordt). Kortom, Aperam zou flink kunnen profiteren van een heropleving van de Braziliaanse economie.

Hoewel de vooruitzichten voor Aperam er goed uit zien, vinden analisten van KBC Asset Management dat veel van deze verwachtingen in het aandeel zit ingeprijsd. Het aandeel noteert aan een EV/EBITDA voor 2017 van 6,8x. We initiëren daarom op Aperam met een 'Houden' aanbeveling en een koersdoel van 50 EUR.

Sterktes en zwaktes



1. Aperam heeft een zeer solide financiële balans en is eind 2017 mogelijk schuldenvrij.
2. Aperams grootste thuismarkten zijn beschermd met anti-dumpingmaatregelen.
3. De Braziliaanse activiteiten kunnen enkel verbeteren.
4. Aandeelhouders worden beloofd met een stijgend dividend en een inkoopprogramma van eigen aandelen.



1. De markt van roestvast staal is cyclisch. De prijzen voor roestvast staal kunnen dus sterk fluctueren.
2. Ook de nikkelprijs heeft een impact op de inkomsten van Aperam. De nikkelprijs is vrij volatiel.
3. Anti-dumpingmaatregelen hebben veelal een kortetermijneffect, want ze vallen te omzeilen.

Disclaimer

Copyright © KBC Securities. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm.

Dit is een publicatie van KBC Securities N.V. (Bolero), een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De vertoning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen, of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de gesproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero/KBC Securities niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen of andere activa gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Securities kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Securities. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.