



Bolero



TOPIC: Grondstoffen

De grondstoffencyclus waar staan we en waar gaan we naartoe?

Dit themarapport van KBC Asset Management is het eerste gedeelte uit een reeks van 4, dat meer toelichting geeft over beleggingen in aandelen actief in de grondstoffensector.

Deel 1 bespreekt de beleggingsaanbevelingen in deze sector, met een duidelijke focus op de mijnbouwers, de grondstoffen zelf, de prijszetting van die grondstoffen en de vooruitzichten voor vraag en aanbod van verschillende grondstoffen.

De nota graaft diep in de fundamenten van de sector en bekijkt of het nu het goede moment is om u als belegger te positioneren. En hoe, want dat is lang niet zo evident. Afsluiten gebeurt met een lijst van voorkeuraandelen van KBC Asset Management. En dat zijn, op termijn, de defensievere waarden zoals BHP Billiton en Rio Tinto.

Daarnaast bekijken we zelf ook de hele sector, die we tabeltechnisch evalueren aan de hand van het opwaarts potentieel volgens de consensuschattingen.

De neergang van de grondstoffenprijzen de laatste jaren zette mijnbouwbedrijven wereldwijd zwaar onder druk. Vele bedrijven zagen daardoor hun marktwaarde sterk dalen. In dit moeilijke klimaat gaat onze voorkeur daarom uit naar de veiligere bedrijven uit de sector. Dit zijn bedrijven die een sterke balans hebben, operationeel sterk zijn, hun kosten onder controle hebben en nog altijd gezonde kasstromen genereren, zelfs aan lage grondstoffenprijzen.

De twee grootste mijnbouwbedrijven ter wereld, **Rio Tinto** en **BHP Billiton**, voldoen aan deze vereisten. Twee andere grote spelers, **Anglo American** en **Glencore**, vallen echter uit de boot. Bij Glencore stellen we wel een verbetering van de vooruitzichten vast. Ook de Belgische zinksmelter **Nyrstar** – bezig met de verkoop van hun zinkmijnen – ziet bijna het licht aan het einde van de tunnel.

Mijnbouwbedrijven

Beleggers die willen profiteren van bewegingen in de grondstoffenmarkten, kunnen investeren in bedrijven in de 'metaal- en mijnbouwsector', aangezien de winsten van deze bedrijven sterk gecorreleerd zijn met de grondstoffenprijzen. Deze ondernemingen zijn echter zeer divers, en niet enkel omwille van de verschillende grondstoffen die ze ontginnen. Ze kunnen worden ingedeeld volgens enkele criteria die hieronder worden toegelicht:

1. Gediversifieerde tegenover niet-gediversifieerde mijnbouwers

Een gediversifieerde mijnbouwonderneming ontgint verschillende grondstoffen, terwijl een niet-gediversifieerd mijnbouwbedrijf volledig afhankelijk is van slechts één of twee grondstoffen.

2. Senior tegenover junior mijnbouwondernemingen

Een 'junior' mijnbouwonderneming is een exploratiebedrijf dat op zoek gaat naar ertslagen (minerale afzettingen), die economisch rendabel ontgonnen kunnen worden. Deze bedrijven speuren grote gebieden af waarvan gedacht wordt dat ze aanzienlijke minerale afzettingen bevatten. Een 'senior' mijnbouwbedrijf ontgint commercieel deze minerale afzettingen.

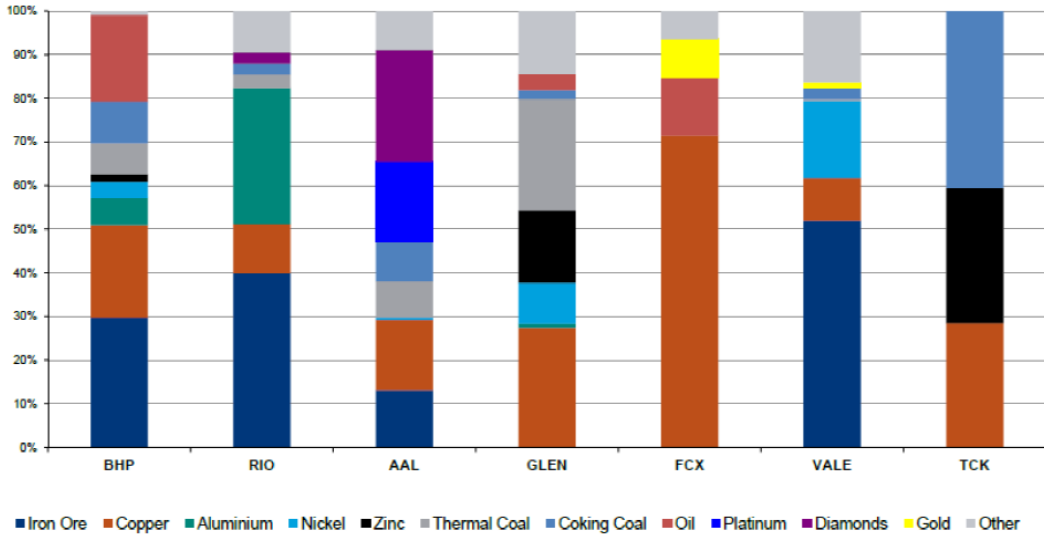
3. Upstream tegenover downstream bedrijven

'Upstream' bedrijven concentreren zich op mijnbouwactiviteiten, terwijl 'downstream' bedrijven gericht zijn op het verwerken van metalen tot halffabricaten, bijvoorbeeld de extrusie van aluminiumbuizen. Bedrijven met zowel upstream- als downstreamactiviteiten noemen we 'verticaal geïntegreerde' bedrijven.

4. Mijnbouw- tegenover smeltbedrijven

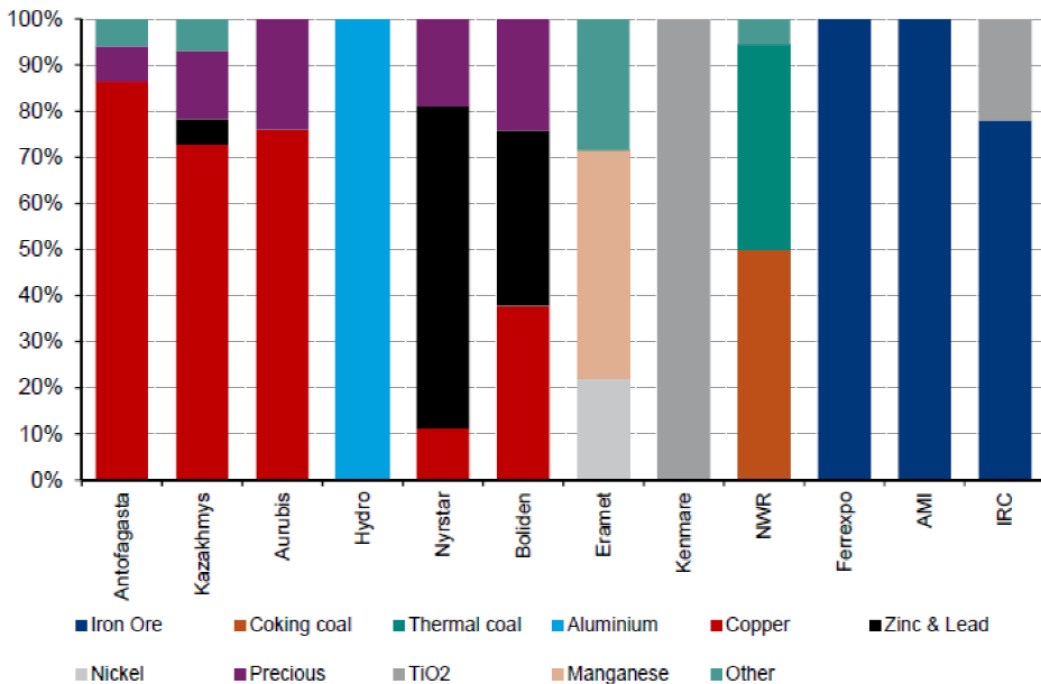
Om een bepaalde grondstof te produceren zijn er verschillende stappen nodig: van het ontgonnen erts tot het basisproduct zelf dat kan worden verkocht. Vaak bestaat er meer dan één methode om het erts te verwerken. Zo kan kopererts bijvoorbeeld worden gesmolten om koperconcentraten te produceren, die nadien worden geraffineerd om de onzuiverheden eruit te halen. In de metaal- en mijnbouwsector zijn er ondernemingen die zich uitsluitend bezighouden met de mijnbouwactiviteit, of enkel met het smelten en het raffineren, of met de hele verwerkingsketen (mijnbouw, smelten, raffinage).

Elke mijnbouwonderneming is blootgesteld aan prijsbewegingen van één of meerdere grondstoffen. De twee onderstaande grafieken tonen deze verschillende grondstoffenrisico's per onderneming voor big cap namen (grafiek 1) en mid cap namen (grafiek 2). De ondernemingen worden voorgesteld door hun ticker. Wat de large cap namen betreft, gaat het om: **BHP Billiton (BHP)**, **Rio Tinto (RIO)**, **Anglo American (AAL)**, **Glencore (GLEN)**, **Freeport-McMoRan (FCX)**, **Vale (VALE)**, **Teck Resources (TCK)**. Zoals u kunt zien, zijn de grondstoffenrisico's van mijnbouwbedrijven niet alleen beperkt tot bulkgoederen, basismetalen en edele metalen. Zo is BHP Billiton ook blootgesteld aan olie (energiegrondstof).



Bron: Bank of America Merrill Lynch

De mid cap namen zijn minder bekende ondernemingen. Enkele ondernemingen in deze lijst die we toch willen belichten, zijn: **Nyrstar** (grote zinkblootstelling), **Boliden** (koper- en zinkblootstelling), **Aurubis** (koperblootstelling), **Antofagasta** (koperblootstelling).



Bron: Bank of America Merrill Lynch

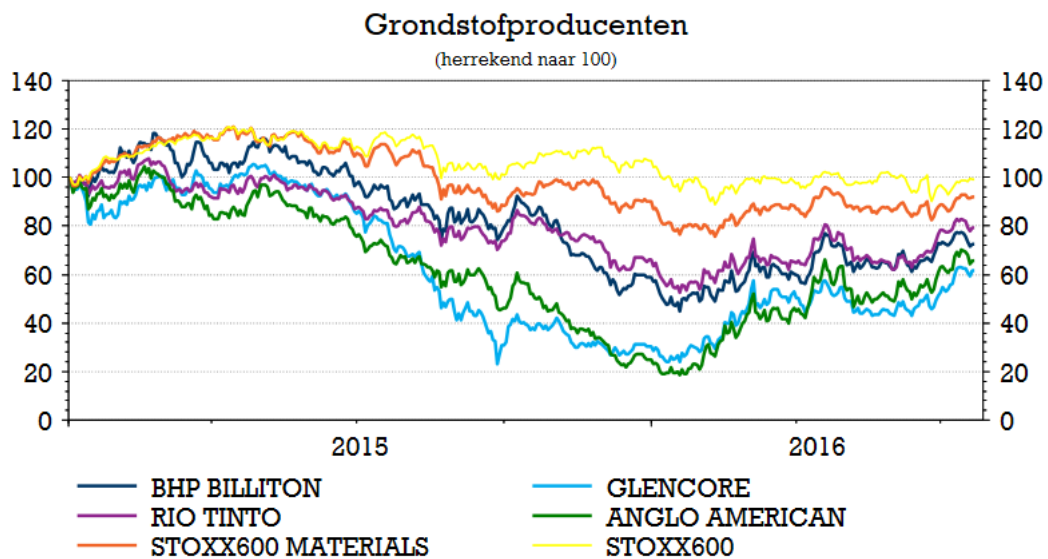
Welke aandelen in portefeuille nemen?

Waarneming gedurende de voorbije maanden

De metaal- en mijnbouwindustrie is momenteel geen beleggingssector voor doetjes. De sector bleek recent zeer volatiel. Overaanbod en (angst voor) een daling van de vraaggroei vanuit China – meer bijzonder: een onzachte landing van de Chinese economie – zette alle grondstoffenprijzen onder druk. De grondstoffenmalaise die langzaam begon in 2011 en vooral in de tweede helft van 2015 in snelheid toenam, liet de hele metaal- en mijnbouwsector in de klappen delen. De ene al wat meer dan de andere, maar alle ondernemingen kregen klappen. BHP Billiton en Rio Tinto, de grootste twee mijnbouwondernemingen ter wereld en de referenties voor de hele sector, verloren in 2015 alleen al 40% van hun marktwaarde.

Ondernemingen met een zwakkere balans zoals bijvoorbeeld de grote gediversifieerde mijnbouwonderneming Anglo American – 's werelds grootste PGM-producent en via dochteronderneming De Beers 's werelds grootste producent van ruwe diamant – verloor alleen in 2015 zomaar even 80% van zijn marktwaarde (zie onderstaande grafiek). Een aantal ondernemingen ging zelfs failliet. Zo vroeg Peabody Energy Corporation, de grootste private steenkoolonderneming ter wereld, in april 2016 In de Verenigde Staten bescherming tegen faillissement aan volgens Chapter 11.

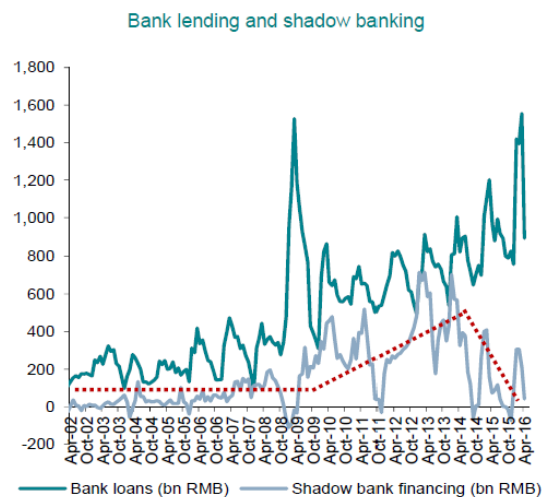
Andere bedrijven, bijvoorbeeld Glencore, Freeport-McMoRan en First Quantum Minerals, konden een faillissement vermijden door activa te verkopen – vooral hun kroonjuwelen, die zelfs in deze tijden van lage grondstoffenprijzen nog altijd veel waard zijn – om hun balans weer in evenwicht te krijgen.



Over het algemeen staan alle ondernemingen in de metaal- en mijnbouwsector de laatste tijd in overlevingsmodus, wat betekent dat ze genoodzaakt waren maatregelen te treffen om het hoofd te bieden aan de lage grondstoffenprijzen. Deze maatregelen waren: dividenden verlagen of schrappen, capaciteitsuitbreidingen stopzetten, besparen op de kosten, onderhoudswerken terugschroeven, productie stopzetten (de verliezen stoppen of verminderen) en activa verkopen.

Anderzijds leken de grondstoffenprijzen begin 2016 uit te bodemen, met als gevolg dat ook de aandelenkoersen van bedrijven in de metaal- en mijnbouwindustrie herstelden. Na het Chinese nieuwjaar in februari 2016 nam de Chinese regering maatregelen om de woningsector te stimuleren.

Dit stimuleerde de vraag naar grondstoffen. (De Chinese woningsector vertegenwoordigt 25% van de Chinese vastgoedinvesteringen en 15% van het Chinese BBP.) Dit deed de angst voor een Chinese vertraging afnemen, tenminste op de korte termijn.



Source: Bloomberg, Datastream, Exane BNP Paribas estimates

De hoeveelheid bankkrediet in China, ten gevolge van deze stimulerende maatregelen, is te zien de grafiek hierboven. De bedragen zijn uitgedrukt in miljard renminbi. De vorige keer dat de Chinese economie in dezelfde mate werd gestimuleerd, was in 2009 tijdens de wereldwijde financiële crisis.

Naast de stimulerende maatregelen, kondigde de Chinese regering ook haar 13^{de} 5-jarenplan aan, waarin ze aangeeft dat ze zich zal toewijden op de hervorming van de aanbodzijde door de capaciteit in de steenkool-, staal- en aluminiumsector te verminderen. Deze maatregelen, die geleidelijk zullen doorsijpelen gedurende een periode van 5 jaar, zullen het overaanbod in deze markten moeten aanpakken, wat op lange termijn absoluut goed nieuws is voor de grondstoffensector.

Achteraf gezien kan de bodem in het begin van 2016 ook door andere argumenten verklaard worden:

- **De angst voor een harde landing van de Chinese economie was overdreven.** De markt verwachtte almaar dalende grondstoffenprijzen. Deze verwachting zou theoretisch een aanzienlijk aantal ondernemingen in het faillissement hebben gedreven. In feite was dit geen erg realistisch scenario, aangezien het evenwicht tussen vraag en aanbod zich zou hebben hersteld voordat dit gebeurde.
- **Vanwege het seizoensgebonden effect,** is de industriële activiteit en dus de vraag naar grondstoffen altijd groter in de eerste helft van het jaar dan in de tweede helft. Dat geldt voor China, maar ook voor de VS en Europa.
- **De Chinese voorraden voor verschillende grondstoffen** waren eind 2015 onhoudbaar laag. Wegens de Chinese stimulerende maatregelen en het seizoensgebonden effect was er plotseling zelfs een tekort aan bepaalde grondstoffen.
- Een aantal ondernemingen – bijvoorbeeld Freeport-McMoRan, een van de grootste koperproducenten ter wereld – stonden **op de rand van het faillissement.** Zij slaagden er echter in om activa te verkopen en zeker niet tegen dumpingprijzen. Ook dat gaf het vertrouwen in de sector een boost, omdat het aantoonde dat de ondernemingen hun negatieve balansen weer konden versterken.

Zijn we nu weer in veiliger wateren?

Voorlopig zijn de verwachtingen voor de grondstoffenmarkten verbeterd. Het goede nieuws uit China (stimulerende maatregelen en hervorming van de aanbodzijde) was de katalysator voor een betere stemming in verband met grondstoffen. **Zink** evolueerde ook van overaanbod tot tekort, wat de zinkprijs hoger zal stuwten. Voor alle andere grondstoffen is er nog steeds een overaanbod, zij het in beperkte mate voor de meeste grondstoffen, en met een vooruitzicht dat steeds beter wordt. **IJzererts** is de uitzondering waarvoor het overaanbod nog steeds aanzienlijk is en het vooruitzicht verslechtert, zodat lagere ijzerertsprizen moeten worden verwacht.

Helaas hangt alles opnieuw af van **China**. China blijft dan ook de grootste afnemer van grondstoffen ter wereld, zodat een versterking of verzwakking van die economie een grote impact heeft op de grondstoffensector. Als de Chinese economie in positieve zin blijft verrassen, zal de metaal- en mijnbouwsector hier zeker van profiteren. En omgekeerd. Een negatief punt voor de tweede helft van 2016 is de verminderde activiteit en vraag naar grondstoffen vanwege seizoensgebonden effecten. Een ander negatief punt is dat de Chinese stimulerende maatregelen de consumptie naar voor heeft geschoven: de huizen die nu gebouwd worden kunnen niet meer in 2017 gebouwd worden. Natuurlijk is het heel aannemelijk dat een andere stimulerende maatregel in 2017 de verwachte daling van de vraag weer kan terugdringen.

De meeste grondstoffenprizen bereikten hun laagste peil sinds het begin van 2016. Een nadeel is dat we naar die grondstoffenprijsniveaus moeten terugkeren voordat extra productie zal worden stilgelegd om het evenwicht van vraag en aanbod te herstellen.

We hebben nog steeds een negatief beeld van de sector, zolang er een **overaanbod** blijft bestaan voor de meeste grondstoffen en de evolutie van de Chinese economie delicaat blijft. China is nog bezig zijn door investeringen en export geleid groeimodel te laten evolueren naar een duurzamer model op basis van privéconsumptie. Niettemin kan bewijs van de Chinese hervorming van de aanbodzijde, de katalysator zijn om in de toekomst positiever gestemd te worden over de sector.

Hoe positioneren?

Vanwege zijn hoge volatiliteit, is de metaal- en mijnbouwsector eerder een handelsomgeving waar kortetermijntiming cruciaal is. Timing is altijd lastig. Wij geven er daarom de voorkeur aan de sector te benaderen met een beleggingshorizon op de lange termijn. Onze langetermijnvisie dwingt ons ertoe uitsluitend te focussen op ondernemingen die aan enkele criteria voldoen: een onderneming moet over activa van hoge kwaliteit beschikken en een sterke balans hebben.

Bedrijven die aan deze criteria voldoen, zijn het best bestand tegen de huidige moeilijke omstandigheden. Ondernemingen met activa van hoge kwaliteit – d.w.z. activa die zich in het laagste kwartiel van de kostencurve situeren – zijn in staat de hoogste winsten te genereren in vergelijking met andere bedrijven, zelfs bij lage grondstoffenprizen. Bedrijven met een sterke balans hebben een betere kredietkwaliteit en dus het laagste kredietrisico in vergelijking met andere.

Op lange termijn zullen de aandelen van ondernemingen met kwaliteitsactiva en een sterke balans minder volatiel zijn en elke baisse overleven.

Beleggen in ondernemingen met kwaliteitsactiva en een sterke balans kan op korte termijn nadelen hebben. In geval van een beter wordende stemming, is hun stijgingspotentieel immers veel beperkter dan voor andere, meer risicovolle ondernemingen met activa van mindere kwaliteit en met een zwakkere balans.

Lijst van voorkeuraandelen KBC Asset Management

Wij houden het bij de veilige bedrijven als aanbevolen namen. **BHP Billiton** en **Rio Tinto** hebben veerkracht getoond tegenover de marktvolatiliteit en zullen sterker tevoorschijn komen uit de consolidatie van de industrie die momenteel plaatsvindt. Pas wanneer we meer aanwijzingen hebben dat de grondstoffen op een duurzame weg omhoog zitten, zouden wij aanraden in risicovollere namen te beleggen.

BHP Billiton

BHP Billiton Plc					
United Kingdom	Slotkoers (GBP)		2016	2017	2018
Other Metals/Minerals	9.39	Koerswinst	70.0x	26.0x	17.6x
ISIN: GB0000566504	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	1.1x	1.1x	1.1x
52 Wk H/L: 12.3/ 5.7 (GBP)	-26.1%	EV/EBITDA	8.6x	6.9x	5.9x
Market value (milj.): 50000.754	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	2.52%	2.47%	3.29%
London	21.8%	Omzetgroei (j/j)	-16.8%	3.5%	7.0%

Bron: Factset

De Brits-Australische onderneming **BHP Billiton**, 's werelds grootste gediversifieerde mijnbouwonderneming, is een toonaangevend producent van ijzererts, cokeskool, koper en uranium. Ze bezit ook (schaal)olieproducerende activa. Net als Rio Tinto, heeft BHP kwaliteitsactiva: de meeste van zijn mijnen hebben zeer lage kosten (eerste kwartiel van de kostencurve) en zijn gelegen in politiek stabiele regio's zoals Australië en Noord-Amerika. De onderneming bezit ook enkele van de beste nog onontgonnen bronnen, die kunnen bijdragen tot het behoud van zijn vooraanstaande positie in de mijnbouwsector. BHP heeft daarnaast een sterke balans met een netto schuldverhoudingscoëfficiënt van 35%. Zelfs bij de recente lage grondstoffenprijzen realiseerde het een EBITDA-marge van 44%1.

BHP Billiton richt zich ook sterk op de creatie van aandeelhouderswaarde. Voor 2016 zal het een dividend betalen uit zijn vrije cash flow, zij het dan op basis van een pay-out ratio van minimaal 50%, aangezien het is afgestapt van zijn vroegere progressieve dividendbeleid. Tijdens de grondstoffenmalaise heeft het zich zeer goed staande gehouden door alle nodige maatregelen te treffen (dividenduitkeringen verminderen, snoeien in groeigerelateerde investeringen, snoeien in de kosten) om de marges te vrijwaren en de schuld te verminderen.

Rio Tinto

Rio Tinto plc					
United Kingdom	Slotkoers (GBP)		2016	2017	2018
Other Metals/Minerals	23.77	Koerswinst	16.5x	16.8x	14.7x
ISIN: GB0007188757	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	1.5x	1.4x	1.4x
52 Wk H/L: 26.4/ 15.6 (GBP)	-9.6%	EV/EBITDA	6.7x	6.5x	5.9x
Market value (milj.): 42756.574	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	3.69%	3.22%	3.57%
London	18.5%	Omzetgroei (j/j)	9.1%	0.5%	4.8%

Bron: Factset

De Brits-Australische onderneming **Rio Tinto**, 's werelds op een na grootste gediversifieerde mijnbouwonderneming na **BHP Billiton**, is de grootste producent van aluminium en staat in de top 5 van producenten van ijzererts, koper, steenkool en diamant. Het heeft kwaliteitsactiva: de meeste van zijn mijnen hebben zeer lage kosten (eerste kwartiel van de kostencurve) en zijn gelegen in politiek stabiele regio's zoals Australië, Europa en Noord-Amerika. Rio heeft een sterke balans met een netto schuldverhoudingscoëfficiënt van 31%. Zelfs bij de recente lage grondstoffenprijzen realiseerde het een EBITDA-marge van 34%².

Rio Tinto richt zich sterk op de creatie van aandeelhouderswaarde. Voor 2016 zal het een dividend betalen uit zijn vrije cash flow, zij het dan op basis van een pay-out ratio, aangezien het is afgestapt van zijn vroegere progressieve dividendbeleid. Tijdens de grondstoffenmalaise heeft Rio zich zeer goed staande gehouden door alle nodige maatregelen te treffen (dividenduitkeringen verminderen, snoeien in groeigerelateerde investeringen en snoeien in de kosten) om de marges te vrijwaren en de schuld te verminderen.

Beleggingsaanbevelingen bij KBC Asset Management

In onderstaande tabel geven we een lijst van aandelen met blootstelling aan de grondstoffen die in dit rapport worden besproken.

Naam	KBC AM aanbeveling	Grondstof	PE '17	EV/ EBITDA '16	PB ³
BHP Billiton	Kopen	Gediversifieerd	29.5	8.7	1.1
Rio Tinto	Houden	Gediversifieerd	17.2	7.2	1.4
Glencore	/	Gediversifieerd	25.2	6.7	0.6
Anglo American	Verkopen	Gediversifieerd	18.5	6.7	0.6
South32	/	Gediversifieerd	23.0	6.0	0.7
Vale	/	IJzererts	17.0	6.4	0.6
Fortescue Metals Group	/	IJzererts	23.3	4.9	0.9
Antofagasta	/	Koper	30.6	7.7	0.8
Southern Copper	/	Koper	23.9	12.9	3.5
First Quantum Minerals	/	Koper	21.5	11.9	0.5
Freeport-McMoRan	/	Koper	11.1	7.0	2.0
Alcoa	Houden	Aluminium	17.8	8.8	1.0
Norsk Hydro	/	Aluminium	14.6	6.0	0.8
Boliden	/	Zink	12.1	6.9	1.5
Nyrstar	Kopen ⁴	Zink	18.8	5.4	1.1
MMC Norilsk Nickel	/	Nikkel	9.3	7.7	6.7
Newmont Mining	Verkopen	Goud	21.3	8.3	1.7
Goldcorp	/	Goud	38.9	10.8	1.2
Randgold Resources	/	Goud	31.3	17.0	2.9
Acacia Mining	/	Goud	16.5	6.4	1.2
Fresnillo	/	Zilver/Goud	40.2	19.8	6.0

Bron: KBC Asset Management, Bloomberg

BHP Billiton

Momenteel luidt ons advies 'Kopen' voor BHP Billiton met een koersdoel van 12,00 GBP. De huidige aandeelkoers van BHP Billiton bedraagt 9,23 GBP. Volgens ons weerspiegelt de waardering van BHP Billiton niet het stijgingspotentieel van de olieprijs, vandaar ons advies 'Kopen'. Wij verwachten een olieprijs van 55 tot 60 USD per vat tegen het eind van 2016. Vanwege zijn blootstelling aan olie (26% van de omzet) is de aandeelkoers van BHP Billiton namelijk gecorreleerd met de olieprijs.

Rio Tinto

Momenteel luidt ons advies 'Houden' voor Rio Tinto met een koersdoel van 23,00 GBP. De huidige aandeelkoers van Rio Tinto bedraagt 23,11 GBP. Ons advies luidt enkel 'Houden' omdat het aandeel momenteel schappelijk geprijsd is door de markt: zijn aandeelkoers weerspiegelt de gemiddelde analistenvoorspelling voor de verschillende relevante grondstofprijzen. Rio Tinto kan worden gekocht wanneer zijn aandeelkoers met meer dan 5% zou dalen van zijn huidige koersniveau van 23,11 GBP, d.w.z. 21,85 GBP.

Glencore

Glencore plc					
United Kingdom	Slotkoers (GBP)		2016	2017	2018
Other Metals/Minerals	1.83	Koerswinst	39.3x	24.3x	15.1x
ISIN: JE00B4T3BW64	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	0.8x	0.8x	0.8x
52 Wk H/L: 2.2/ 0.7 (GBP)	-24.4%	EV/EBITDA	7.6x	6.5x	5.4x
Market value (milj.): 26335.104	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	0.04%	0.30%	3.83%
London	101.4%	Omzetgroei (j/j)	7.6%	8.1%	6.6%

Bron: Factset

Wij hebben geen aanbeveling voor Glencore. Deze Zwitserse onderneming is een gediversifieerde mijnbouwonderneming en een grote producent van vooral koper, zink, nikkel en (thermische) steenkool. Glencore heeft ook een belangrijke tradingdivisie, waar het wereldwijd energieproducten (bv. olie, gas, thermische steenkool), metalen en mineralen, en landbouwproducten (bv. graan enz.) koopt en verkoopt. Deze tradingdivisie is een belangrijke diversificatie van zijn mijnbouwdivisie, aangezien ze 20-25% van de EBITDA van de groep genereert en voor stabiele inkomsten zorgt die onafhankelijk zijn van de volatiliteit van de grondstofprijzen – aangezien de inkomsten vooral bepaald worden door de verhandelde volumes.+

Met de grondstoffenmalaise in de tweede helft van 2015 werd de balans van Glencore wankel. Het managementteam nam de juiste beslissing om erger te voorkomen:

- Zij haalden 2,5 miljard USD op met een aandelenuitgifte.
- Glencore kondigde in september 2015 een gedetailleerd en ook haalbaar schuldverminderingplan aan om zijn balans te verstevigen. Het streeft naar een verkoop van 4-5 miljard USD aan activa. Het heeft reeds een belang in zijn landbouwactiviteit verkocht voor 2,5 miljard USD.
- Het managementteam slaagde erin de 7,7 miljard USD herfinanciering van zijn doorlopende kredietfaciliteit tot een goed einde te brengen.

Glencore had ook te lijden onder een misvatting omtrent het bedrag aan werkkapitaal (d.w.z. schuld) dat nodig is om de tradingdivisie te runnen. Door deze misvatting leek de tradingdivisie eerder een handicap dan een welgekomen diversificatie, wat ze in feite is. Glencore is bij de huidige niveaus van de grondstofprijzen nog steeds een onderneming met een financieel hefboomeffect, maar het managementteam is erin geslaagd het vertrouwen van de markten te herstellen. Het moet nog verschillende activa verkopen om de schuld tot een meer aanvaardbaar niveau te verlagen.

Anglo American

Anglo American plc					
United Kingdom	Slotkoers (GBP)		2016	2017	2018
Other Metals/Minerals	7.88	Koerswinst	21.5x	16.7x	10.7x
ISIN: GB00B1XZS820	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	0.7x	0.7x	0.6x
52 Wk H/L: 8.6/ 2.2 (GBP)	-9.8%	EV/EBITDA	5.9x	5.1x	4.1x
Market value (milj.): 11045.444	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	-	0.43%	2.12%
London	159.5%	Omzetgroei (j/j)	8.0%	4.3%	8.7%

Bron: Factset

Momenteel luidt ons advies 'Verkopen' voor de Britse gediversifieerde mijnbouwonderneming Anglo American. De onderneming produceert hoofdzakelijk koper, PGM's oftewel platinum groep metalen (platinum, palladium, rhodium, ruthenium, iridium en osmium), diamanten en ijzererts. Het is de grootste producent van PGM's en – via zijn volle dochteronderneming De Beers – ruwe diamant ter wereld. Tal van mijnbouwactiviteiten van Anglo zijn gevestigd in Zuid-Afrika, wat de laatste jaren als een nadeel gezien wordt vanwege de vele stakingen van de arbeiders en het hogere inflatiecijfer in het land.

Met de grondstoffenmalaise in de tweede helft van 2015 werd de balans van Anglo, zoals die van Glencore, wankel. In tegenstelling tot Glencore reageerde het managementteam van Anglo echter zeer langzaam: zij kondigden hun schuldvermindingsplan pas aan in december 2015. Erger nog was dat de markt niet geloofde dat dit schuldvermindingsplan haalbaar was. Het schuldvermindingsplan bestond erin 66% van de activa van de groep te verkopen, met behoud van 66% van de EBITDA van de groep. De kernactiviteiten die Anglo wil behouden, zijn koper, PGM's en diamant. Zijn gloednieuwe Braziliaanse ijzererts mijn Minas Rio zal worden geschat, maar het is duidelijk dat tegen de lage ijzerertsprijzen van dit moment het huidige beleggingsrendement zeer laag is.

Tot dusver slaagde Anglo American er alleen in zijn niobium- en fosfaatactiviteit te verkopen voor 1,5 miljard USD. De onderneming heeft nog een lange weg te gaan om haar schulden verder af te bouwen. Intussen overleeft het alleen door een herstel van de grondstofprijzen. Lagere grondstofprijzen zouden de onderneming ertoe kunnen dwingen een van haar kroonjuwelen te verkopen – d.w.z. de PGM- of diamantactiviteiten.

Nyrstar

Onze collega's van KBC Securities geven een 'Koop'-advies voor Nyrstar.

Nyrstar	Advies	KOPEN	Huidige koers	8.2 EUR
	Naam analist	Wouter Vanderhaeghen	Koersdoel	10 EUR
	ISIN code	BE0974294267	Opwaarts potentieel	22.0%
	<u>2014</u>	<u>2015A</u>	<u>2016E</u>	<u>2017E</u>
Winst per aandeel (EUR)	-8.57	-12.92	-1.32	0.26
% groei j/j	-	-	-	-119.7%
Koerswinst ratio	-	-	-	31.5x
Bruto dividend (EUR)	0.00	0.00	0.00	0.00
% groei j/j	-	-	-	-
Dividendrendement (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Nyrstar is een wereldwijde multi-metalenonderneming die vooral zink en lood, maar ook zilver, goud en koper produceert. Volgend op een ingrijpende managementwissel en intrede van Trafigura in het kapitaal is de strategie grondig herzien. Nyrstar is begin dit jaar gestart met het verkoopproces voor de mijnactiviteiten en zal zich in de toekomst dus volledig toeleggen op de smeltactiviteiten. Tezelfdertijd wordt er zwaar geïnvesteerd in de upgrade van de Port Pirie loodsmelter tot een multi-metalen faciliteit naast diverse projecten in de zinksmelters.

De Belgisch zinkproducent Nyrstar beleefde recent woelige tijden. Maar sinds eind vorig jaar heeft Nyrstar een nieuw managementteam dat probeert Nyrstar naar veiliger wateren te sturen. De eerdere strategie van het vorige managementteam draaide slecht uit. Die strategie was erop gericht Nyrstar om te vormen tot een volledig geïntegreerde onderneming, nl. door zinkmijnen toe te voegen aan de reeds bestaande portefeuille van zinksmelters. Op papier was dat een mooie strategie, alleen kocht Nyrstar mijnen van middelmatige kwaliteit en had het te weinig ervaring aan boord om die mijnen goed te uit te baten. Een dalende zinkprijs deed de rest.

Momenteel heeft Nyrstar een nieuwe strategie uitgewerkt waarin het zijn acht zinkmijnen wil verkopen om opnieuw een pure zinksmelter te worden. De kwaliteit van de mijnbouwportefeuille is zorgwekkend: sommige van de mijnen zijn 'in care and maintenance' (d.w.z. niet operationeel), anderen zijn wel operationeel maar verlieslatend. Slechts een paar ervan zijn winstgevend. Het is dus niet eenvoudig al die mijnen te verkopen. Gelukkig speelt een stijgende zinkprijs in hun voordeel, aangezien de zinkprijs sinds de bodemkoers al met 25% is gestegen. Een eerste mijn – El Toqui in Chili – is reeds verkocht voor 25 miljoen USD. Die acht mijnen staan momenteel in de boeken voor 580 mln. EUR, zodat zeer waarschijnlijk een bijkomende afschrijving noodzakelijk zal zijn zodra alle mijnen verkocht zijn. Zodra alle mijnen verkocht zijn, zal Nyrstar weer een gezonde en winstgevende onderneming zijn.

Analistenconsensus voor de grondstoffenproducenten

We gingen zelf eens graven in onze FactSet databank en zetten enkele Europese genoteerde grondstoffenproducenten gerankschikt op opwaarts potentieel.

	Land	Koers	Koersdoel	% opwaarts potentieel	Marktwaarde (in miljoen)
KAZ Minerals PLC	UNITED KINGDOM	139.6	167.8	20.2%	624
Aurubis AG	GERMANY	44.4	51.1	15.0%	1,996
Imerys SA	FRANCE	59.0	66.6	12.9%	4,681
Mondi plc	UNITED KINGDOM	1,456.0	1,613.9	10.8%	7,070
Salzgitter AG	GERMANY	26.2	28.9	10.5%	1,417
Nyrstar NV	BELGIUM	8.2	9.0	9.4%	767
voestalpine AG	AUSTRIA	30.8	32.5	5.5%	5,385
Rio Tinto plc	UNITED KINGDOM	2,377.0	2,495.2	5.0%	42,757
Acerinox SA	SPAIN	11.4	11.8	3.8%	3,030
BHP Billiton Plc	UNITED KINGDOM	939.2	951.9	1.4%	50,001
Holmen AB Class B	SWEDEN	280.0	283.7	1.3%	23,519
ArcelorMittal SA	LUXEMBOURG	5.1	5.1	0.6%	15,622
Norsk Hydro ASA	NORWAY	35.4	35.2	-0.5%	72,287
Glencore plc	UNITED KINGDOM	183.0	182.1	-0.5%	26,335
Tenaris S.A.	LUXEMBOURG	12.5	12.3	-1.9%	14,792
UPM-Kymmene Oyj	FINLAND	17.6	17.3	-2.0%	9,400
Vallourec SA	FRANCE	3.6	3.4	-3.8%	1,571
Randgold Resources Limited	UNITED KINGDOM	8,735.0	8,324.0	-4.7%	8,178
Boliden AB	SWEDEN	186.0	174.8	-6.0%	50,873
Antofagasta plc	UNITED KINGDOM	495.2	458.1	-7.5%	4,882
Polymetal International Plc	UNITED KINGDOM	1,039.0	938.9	-9.6%	4,429
Fresnillo PLC	UNITED KINGDOM	1,817.0	1,517.0	-16.5%	13,389
Lonmin Plc	UNITED KINGDOM	220.3	142.2	-35.5%	621

(bron: FactSET)

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 verloning 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.