

## Industrials Metals (Europa)

### Sectoriële vergelijking (8 spelers uit Europa)

#### Huidige toestand

##### Tegenstrijdige krachten...

Na onze analyse over de oliesector van april II. ("Syllogisme en cycli") gaan we vandaag verder met een andere sector die ook sterk afhankelijk is van de evolutie van de grondstoffen : de sector Industrial Metals. Terwijl de ganse wereld zijn aandacht vooral op de olieprijs richtte, ging de prijs voor gerold staal (zie de grafiek op pagina 2) afgelopen zomer eveneens fors onderuit en in een wat breder tijdspectief was er een daling sinds het einde van de "grondstoffensupercyclus" die aanvang begin 2000 en die tijdens de laatste recessie eindigde.

##### Laatste nieuws :

Deze informatie is in sommige traditionele media misschien ongemerkt voorbijgegaan maar is niettemin belangrijk. De Europese Unie gebruikte vorige maand één van haar wettelijke instrumenten - ter beschikking gesteld door de WTO - om de invoer van staal "te reguleren". Schuldig bevonden aan commerciële dumping (= verkoop met verlies en/of sterk gesubsidieerd) voerde de EU een belasting in op de invoer van staal uit China, India en Taiwan. Deze belasting zal de prijzen voor staal uit Azië duurder maken en daardoor neemt de aantrekkelijkheid van Europees geproduceerd staal toe (belastingen ten belope van 11 - 25% en voor een periode van zes maanden). De uitvoering van deze maatregel is echter geen Copernicaanse revolutie want ze slaat niet op alle soorten staal. Maar de Europese Commissie erkent wel dat de markt in Europa onder de chronische Aziatische overproductie kreunt (70% van de wereldproductie => China 45% vs Europa 10%). Als deze maatregel voor lange tijd aanhoudt en/of versterkt wordt, is het uitgesloten dat de staalprijs in Europa onder opwaartse druk komen.

##### De wereldwijde vraag naar staal :

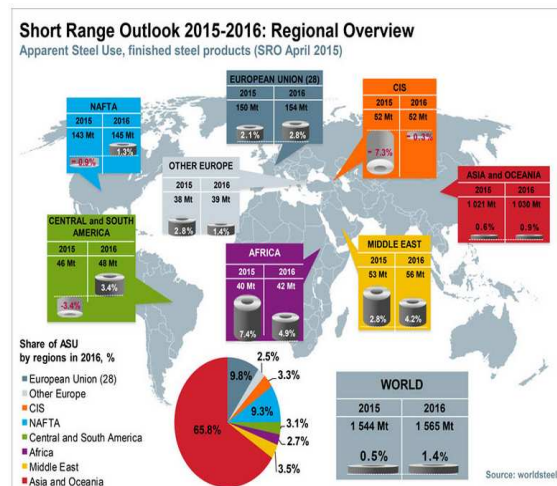
Tijdens de publicatie van haar laatste verslag (20/04/2015) heeft de Wereldstaalfederatie verklaard te anticiperen op een groei van de vraag naar staal met 0,5% in 2015 en 1,4% in 2016. Niets bijzonders dus. Als we kijken naar de wereldkaart aan de rechterkant komt het grootste deel van de vraag uit de Aziatische regio (66% van de wereldvraag) gevolgd door Europa (10%) en de vrijhandelszone NAFTA (VSA, Canada en Mexico). Niets verrassend maar enkel China vertegenwoordigt reeds 45% van de wereldwijde vraag naar staal. Hierdoor is de impact van China op de evolutie van de staalprijs zeer belangrijk.

##### De vraag naar staal in China :

Bij de analyse van de situatie in China zijn er twee strekkingen : zij die het glas halfeleg zien dan wel zij die het glas halfvol zien.

Eenzijds viel de vraag naar staal in 2014 voor het eerst sinds 1995 terug als gevolg van de wil van de Chinese overheid om het economisch model te veranderen : van een model dat gebaseerd is op de productie van goedkope basisproducten (met zeer lage productiekosten en een zeer hoog verbruik van grondstoffen) naar een meer Westers economisch model waarin het gewicht van de dienstindustrie overheerst (we benadrukken dat sinds 2012 het aandeel in de werkgelegenheid van de dienstensector voor het eerst groter is dan dat van de landbouwsector). Anderzijds gaat 80% van het Chinese staalverbruik (net zoals in de andere groeiende landen) naar de bouwsector (+/- 50%), de zware industrie (+/- 20%) en transport (10%) : met de opkomst van een Chinese middenklasse zal de vraag naar staal volgens dit argument daarom nog niet snel vertragen.

Afgezien van deze twee tegenstrijdige trends duwde de vertraging waarmee de Chinese economie geconfronteerd wordt de Chinese premier in de richting van nieuwe fiscale stimuleringsmaatregelen : investeringen in openbaar vervoer, infrastructuur en huisvesting. Na de verlaging van de rente in maart zouden dergelijke maatregelen een positief effect op de prijzen van industriële metalen moeten hebben. Vooral omdat de voorraadniveaus in China laag zijn en de regering blijk gegeven heeft van haar vastberadenheid om de overcapaciteit te verminderen.



### Staal- en industriële grondstoffencyclus :

Wanneer we de grafiek hieronder van het warm gerold staal (Hot Rolled Coils) bekijken, stellen we vast dat de prijzen terug op hun niveau van Q2/2009 gekomen zijn. Dit is ook het niveau dat bereikt werd aan het einde van de subprime-crisis. Onder leiding van zink en koper hebben de edelmetaalprijzen zich in de afgelopen weken enigszins hersteld (ter herinnering : de derde zinkmijn ter wereld zal in Q3/2015 dichtgaan). Bij een analyse van onderstaande grafiek valt de correlatie met de olieprijs en bij uitbreiding het ganse universum van grondstoffenprijzen op. Historisch gezien stelt men vast dat tijdens een periode van monetaire verstrakking in de VSA (in een klimaat van economische groei en zonder negatieve impact op de opkomende landen) de grondstoffenprijzen opwaarts gericht zijn. In een periode waarin de voorzitter van de Federal Reserve de markten voorbereid op een monetair normaliseringsproces (=> theoretische stijging van de dollar) is het niet uitgesloten dat de grondstoffen deze trend ook volgen.

### Waardering en perspectieven :

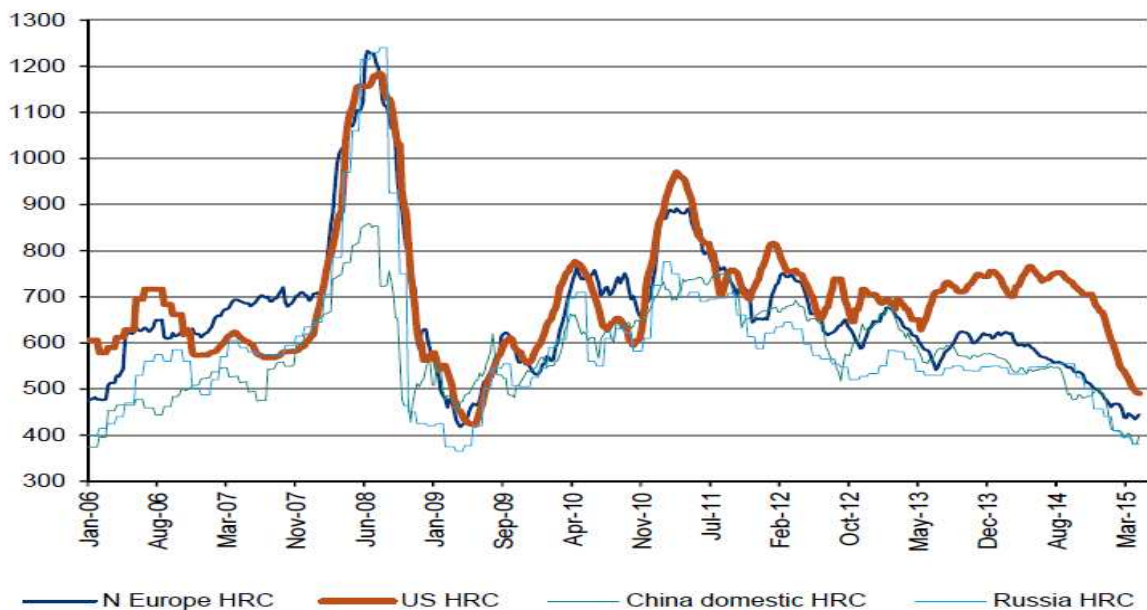
Wanneer we de historische waardering ratios (KW, EV/EBITDA, enz.) bekijken, bieden de aandelen van

Acerinox, ArcelorMittal, Nyrstar, Salzgitter en Tenaris herwaarderingspotentieel. Voor Aperam, Eramet en Aurubis noteren de waarderingmaatstaven dicht bij hun historisch gemiddelde. Op het vlak van de perspectieven is de situatie hetzelfde als deze voor de aandelen uit de oliedienstensector. D.w.z. de perspectieven zijn zeer volatiel als gevolg van hun afhankelijkheid van de grondstoffenprijzen (zoals de cijfers voor Q1/2015 van ArcelorMittal aantoonde met de dalende prijs van ijzererts).

Het lage niveau van de wereldwijde staalvoorraden, de opdoemende spanning in de productie van zink, de monetaire verkrapping in de VSA en de budgettaire stimuleringsmaatregelen in China kunnen voor een bodem zorgen in de markt voor industriële metalen. Echter om van een structurele stijging van de industriële metalen te kunnen spreken, zullen we een opleving van de wereldwijde economische groei en/of een scherpe daling van de productiecapaciteit in Azië moeten zien.

De waarderingmatrix bevindt zich op pagina 3.

**Chart 2: Regional HRC Prices, \$/t**



Source: BofA Merrill Lynch Global Research, SBB



## Vergelijkende tabel

Spelers	Acerinox	Aperam	ArcelorMittal	Aurubis
Aanbeveling LAB	<b>Houden</b>	<b>Opbouwen</b>	<b>Opbouwen</b>	<b>Houden</b>
Waardering	~	~	~	~
Sentiment	<b>V</b>	<b>V</b>	~	<b>V</b>
Timing	<b>X</b>	~	<b>V</b>	<b>V</b>
Fundamentals	<b>V</b>	<b>V</b>	<b>X</b>	~
Risico	~	~	~	~
Kapitalisatie	3.565 Mio EUR	2.989 Mio EUR	15.941 Mio EUR	2.550 Mio EUR
Koers/Winst	14,64	12,77	18,50	13,05
Koers/Boekwaarde	1,90	1,00	0,39	1,24
Rendement	3,37%	1,86%	2,90%	2,87%
Netto Schuld	30,46%	19,84%	43,30%	15,64%
ROE	7,80%	3,26%	-2,50%	2,28%
Intrinsieke Waarde	14,75 EUR	42,92 EUR	32,70 EUR	59,82 EUR
Potentieel	9,00%	11,70%	11,80%	5,50%

Spelers	Eramet	Nyrstar	Salzgitter	Tenaris
Aanbeveling LAB	<b>Afbouwen</b>	<b>Opbouwen</b>	<b>Opbouwen</b>	<b>Opbouwen</b>
Waardering	~	~	~	~
Sentiment	<b>V</b>	<b>V</b>	~	<b>V</b>
Timing	<b>X</b>	~	<b>V</b>	<b>V</b>
Fundamentals	<b>V</b>	<b>V</b>	<b>X</b>	~
Risico	~	~	~	~
Kapitalisatie	3.565 Mio EUR	2.989 Mio EUR	15.941 Mio EUR	2.550 Mio EUR
Koers/Winst	14,64	12,77	18,50	13,05
Koers/Boekwaarde	1,90	1,00	0,39	1,24
Rendement	3,37%	1,86%	2,90%	2,87%
Netto Schuld	30,46%	19,84%	43,30%	15,64%
ROE	7,80%	3,26%	-2,50%	2,28%
Intrinsieke Waarde	14,75 EUR	42,92 EUR	32,70 EUR	59,82 EUR
Potentieel	9,00%	11,70%	11,80%	5,50%

Omdat de winstperspectieven zeer volatiel blijven, raden we aan om in deze sector te beleggen met een langetermijnhorizon of voor een zeer beperkt gedeelte van de portefeuille.