

ThyssenKrupp is bezig aan een turnaround

Koers: € 23,79

Conclusie:

- ThyssenKrupp ontwikkelt zich tot een gediversifieerd bedrijf
- Financiële weerbaarheid is nog te laag
- Na vier magere jaren is er weer winst
- Zelfvertrouwen is weer terug. Bedrijf keert weer dividend uit
- ThyssenKrupp is een transitieverhaal. Aandeel is daarom niet geschikt voor de defensieve en de gebalanceerde portefeuille. Opnemen in de offensieve portefeuille

Bedrijfsprofiel

ThyssenKrupp



ThyssenKrupp is in 1999 ontstaan uit de fusie van twee van Duitslands oudste industriële ondernemingen, Thyssen AG en Krupp. Het nieuwe bedrijf is qua omvang het vijfde bedrijf in Duitsland. Het bedrijf bestaat uit 5 divisies. ThyssenKrupp Steel produceert vooral carbonstaal en roestvrijstaal. Components Technology is ondermeer een van de top tien toeleveranciers voor de automobieliindustrie. Elevator Technologies werkt wereldwijd aan de verbetering van de toegankelijkheid, zoals het bedrijf dat formuleert. Industries produceert voor de industrie en voor de scheepsbouw. Engineering ontwerpt en bouwt vooral voor de chemie, voor de cementindustrie. Materials & Services is enerzijds een handelmaatschappij en anderzijds verleent het diensten aan de industrie en voor de bouw. Het verricht ook project management. Bij ThyssenKrupp werken iets meer 155.000 mensen!



In het gebroken boekjaar 2013/2014 slaagde ThyssenKrupp er na drie jaar van opeenvolgend verlies weer in om winst te maken. De nettowinst kwam uit op € 210 miljoen na een verlies van bijna € 1,5 miljard in het jaar daarvoor. De winst per aandeel kwam uit op € 1,18. De dividenduitkering kwam uit op € 0,11 wat een rendement vertegenwoordigt van 0,5%.

Tekenen van herstel

De staalindustrie in Europa heeft om verschillende redenen heel moeilijke jaren. De belangrijkste oorzaak was de aanhoudend diepe economische crisis op de thuismarkt. Daardoor zakte de vraag naar staal steeds verder weg. Daarbij kwam nog dat door de dure euro de concurrentiekracht van bedrijven als ArcelorMittal en ThyssenKrupp op de thuismarkt Europa werd aangevreten.



Aan het begin van 2015 is er echter weer reden voor enig optimisme. In maart van dit jaar start de ECB onder leiding van Mario Draghi met de Europese variant van Quantitative Easing (QE). Nog voordat het programma van QE goed en wel van start is gegaan, zijn de eerste positieve signalen al te horen. De euro heeft fors terrein verloren ten opzichte van alle concurrerende valuta's. Daardoor is de concurrentiepositie van de exportsector ten opzichte van concurrerende regio's verbeterd. Dat wijst de Index voor Inkoopmanagers voor de industrie en de dienstverlening uit. Lage olieprijsen helpen ook altijd wel een handje! Ook van belang is, dat China eveneens een meer accommoderend monetair beleid gaat voeren om de economie in dat land een nieuwe impuls te bezorgen. De trage economische ontwikkeling in 2014 had als gevolg dat de vraag naar staal in 2014 amper of niet gestegen is. Een gezonde binnenlandse vraag in China vermindert de druk op de exportmarkten.

De Europese staalindustrie vertoonde echter al voor deze externe hulptrouwen tekenen van een hernieuwd elan. Zo waren de cijfers over het derde kwartaal van de drie grootste spelers, ArcelorMittal, Voestalpine en ThyssenKrupp beter dan verwacht. Het laatste bedrijf noteerde, zoals gezegd, over het gebroken boekjaar 2013/14 voor het eerst in drie jaar weer een nettowinst en de Duitsers besloten weer dividend te gaan uitkeren. De betere cijfers waren voornamelijk te danken aan een aanhoudende verbetering van de interne efficiency.

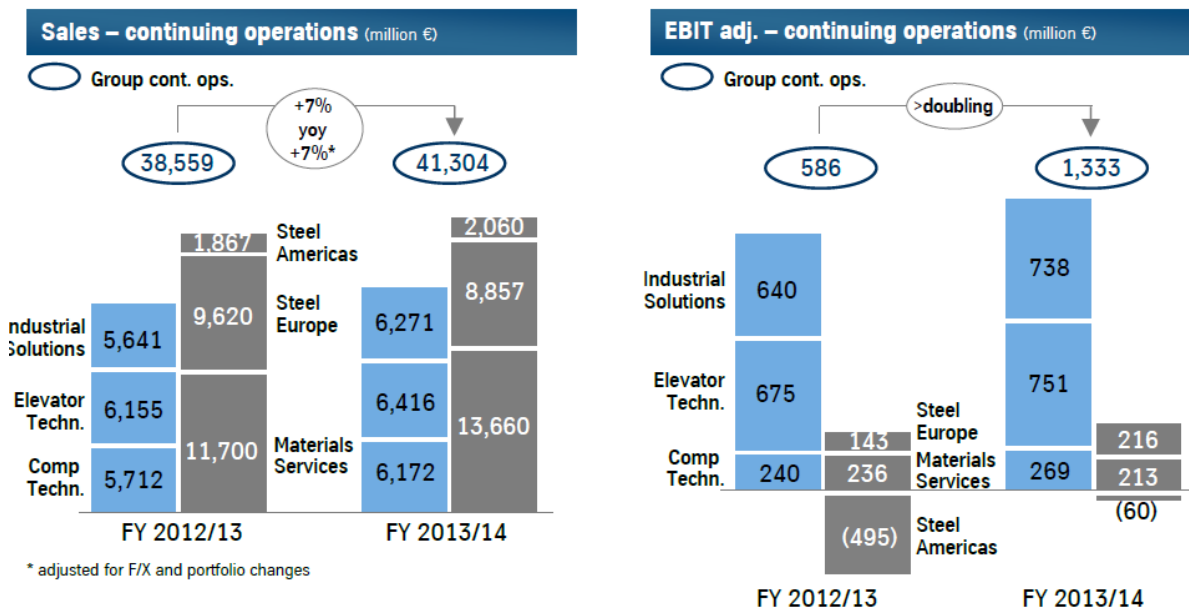
Die kon een stap vooruit maken in het afgelopen jaar omdat de prijzen voor grondstoffen tuimelden.

Een plus een is twee. Zowel de verbeterende interne factoren als de externe factoren vertalen zich in een geleidelijke verbetering van het orderboek. Bij ArcelorMittal steeg dat in 2014 met maar liefst 12% en bij ThyssenKrupp altijd nog met 5%. Als de voortekenen niet bedriegen, zet die trend onverminderd door.

ThyssenKrupp maakt een ommezwaai

De rol en het gewicht van staal binnen ThyssenKrupp neemt geleidelijk af voor het operationeel resultaat. Staal genereert ongeveer 25% van de omzet, maar nog slechts 10% van het operationeel resultaat en dat zal in de toekomst alleen maar minder worden. Het bedrijf heeft een nieuwe strategie geëntameerd die erop gericht is om ThyssenKrupp om te vormen tot een gediversifieerd industrieel en technologisch conglomeraat. De nadruk zal komen te liggen op de productie van kapitaalgoederen. Dat moet het bedrijf minder cyclisch maken, aldus het management.

Figure 1 Capital Goods winnen snel aan belang



Het ligt echter niet in de lijn der verwachtingen, dat de staalactiviteiten van het bedrijf snel in de etalage komen te staan. Hoewel de markt veronderstelt dat het tijdstip voor een verdere marktconsolidatie naderbij komt, zijn er weinig gegadigden om dit proces op gang te brengen. Daar komt nog bij dat de Duitse vakbond IG Metal het management stevig onder druk zet om de staalpoot niet af te stoten. Daarom legt het management de nadruk op het voortdurend zoeken naar kostenbesparingen bij de traditionele staaldivisies. Steel Europe bijvoorbeeld is druk doende om kostenbesparingen door te voeren ter waarde van € 500 miljoen. Dat bedrag is onderdeel van kostenbesparingen ter waarde van € 1,5 miljard die de afgelopen twee jaar doorgevoerd zijn binnen heel ThyssenKrupp. Toch is het ook niet zo dat het management het staalsegment beschouwt als een soort cashcow. Ook deze onderdelen van het bedrijf moeten concurrerend blijven.

Die besparingen zijn trouwens hard nodig want ThyssenKrupp draagt een forse schuldenlast met zich mee. Die steeg in het eerste kwartaal van het gebroken boekjaar met maar liefst 20% tot een bedrag van € 4,212 miljard ten opzichte van het 4^{de} kwartaal 2013/14. ThyssenKrupp is er bovendien al negen jaar op rij niet in geslaagd vrije kasstromen te genereren. Er leven bovendien zorgen over de financiële weerbaarheid van het bedrijf. Het eigen vermogen bedroeg aan het einde van het boekjaar 2013/14 slechts 8,9% van het balanstotaal. Het bedrijf zou versneld zijn problemen te boven kunnen komen door bedrijfsonderdelen van het segment Kapitaalgoederen te verkopen. Het management wijst elke suggestie in die richting van de hand, juist omdat op deze tak de toekomst gebouwd wordt en met toenemend succes. Capital Goods genereerde over het laatste kwartaal meer dan 80% van het operationeel resultaat van de Duitsers. Toch kan het nog spannend worden want ThyssenKrupp ziet zich genoodzaakt om de activistische belegger Jens Tischendorf op te nemen in de Raad van Commissarissen. Die is veel meer dan het management gespitst op het snel verbeteren van de resultaten. Het is daarom beslist niet ondenkbaar dat hij gaat pleiten voor opsplitsing van het bedrijf.

Outlook

Ondanks de problemen, waarvoor ThyssenKrupp zich gesteld ziet, neemt het optimisme over de toekomst van het bedrijf toe. Zo vielen de resultaten over het eerste kwartaal van het nieuwe boekjaar niet tegen. De omzet steeg met maar liefst 10% tot ruim € 10 miljard en voor het eerst in vier jaar noteerde het bedrijf zwarte cijfers onder de streep en wel een bedrag van € 50 miljoen. Het operationeel resultaat steeg met maar liefst 29% naar een bedrag van € 317 miljoen. Naast deze hoopgevende cijfers, waren er ook mindere. Zoals gezegd steeg de schuldenlast met 20% in het eerste kwartaal en slaagde de Duitsers er opnieuw niet in om een positieve vrije kasstroom te genereren. Die bedroeg € 651 miljoen, waarvan echter € 500 miljoen een eenmalig karakter had.

Het management gaat ervan uit dat het erin zal slagen om over heel 2014/15 een break-even resultaat te halen als het om de vrije kasstromen gaat. Dat zou dan voor het eerst in jaren zijn. Veel zal hierbij afhangen van de Capex (bedrijfsinvesteringen). De Duitsers hebben hiervoor een bedrag gereserveerd van € 1,5 miljard. Mocht dat bedrag lager gaan uitvallen, dan neemt de kans toe dat er aan het einde van het jaar misschien wel een kleine plus te noteren valt. Verder streeft ThyssenKrupp naar een EBIT resultaat van eveneens € 1,5 miljard tegen € 1,3 miljard in het afgelopen jaar. Dat zou een verbetering impliceren van 15%. Dat is volgens het management zeker haalbaar. Overigens ziet datzelfde management een EBIT van € 2 miljard als absoluut noodzakelijk! Het management denkt daar nog wel enige jaren voor nodig te hebben!

Sinds het begin van 2015 is de waarschijnlijkheid toegenomen, dat ThyssenKrupp zijn doelstellingen zal kunnen bereiken. Bij concurrenten als ArcelorMittal en Voestalpine overheerste een gematigd optimisme over de staat van de sector. Dat optimisme vindt steun in de voorspelde verbetering van de economische groei in de thuismarkt Europa. Dat neemt niet weg, dat ThyssenKrupp midden in een turnaround zit met alle risico's van dien. Dat maakt het aandeel sowieso ongeschikt voor de defensieve en gebalanceerde portefeuilles. Het past wel in de offensieve portefeuille van beleggers die een turnaround zien als basis voor een versnelde winstgroei!

Figure 2 Kerncijfers ThyssenKrupp

ThyssenKrupp	2014A	2015E	2016E	2017E
Revenu	41,304	43,81	45,325	46,673
% groei		6,1%	3,5%	3,0%
EBITDA	2,407	2,683	3,088	3,386
% groei		11,5%	15,1%	9,7%
EBIT	1,151	1,561	1,924	2,193
% groei		35,6%	23,3%	14,0%
Pre-taks income	0,242	0,816	1,174	1,444
% groei		237,2%	43,9%	23,0%
Net Income	0,21	0,457	0,755	0,929
% groei		117,6%	65,2%	23,0%
WpA	1,18	0,81	1,33	1,64
% groei		-31,4%	64,2%	23,3%
DpA	0,11	0,16	0,27	0,33
% groei		45,5%	68,8%	22,2%
Rendement %	0,5	0,7%	1,3	1,5
EBITDA margin %	5,8	6,1	6,8	7,3
EBIT margin %	2,8	3,6	4,2	4,7
Pre-taks margin %	0,6	1,9	2,6	3,1
Net margin %	0,5	1,0	1,7	2,0
Net Debt/EBITDA X	1,5	1,4	1,2	1
Total debt/capital %	70	68,3	65,8	62,8
Free cash flow	-279	-304	197	435
K/W	18	29,4	17,9	14,5