

"Waarde in recyclage"

Umicore

Advies:	OPBOUWEN	Huidige koers:	37.46 EUR
Naam analist:	Wim Hoste	Koersdoel:	38 EUR
ISIN code:	BE0003884047	Opwaarts potentieel:	1.4%

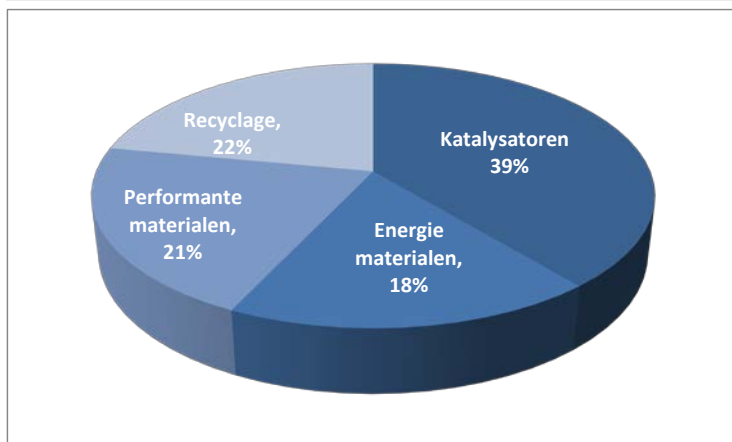
	2014	2015E	2016E	2017E
Winst per aandeel (EUR)	1.49	1.89	2.22	2.55
% groei j/j	-28.8%	26.9%	17.8%	14.6%
Koerswinst ratio	25.2x	19.8x	16.8x	14.7x
Bruto dividend (EUR)	1.00	1.03	1.06	1.09
% groei j/j	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Dividendrendement (%)	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%

Umicore in een notendop

Umicore is mogelijk één van de oudste aandelen op de Brusselse beurs, al moet je wel al een belegger met flink wat jaren op de teller zijn om te weten dat het bedrijf in een ver verleden als **Union Minière** door het leven ging. Zoals de naam het doet vermoeden vond het bedrijf haar oorsprong in de mijnbouw, maar daar is het ondertussen een heel eind van verwijderd.

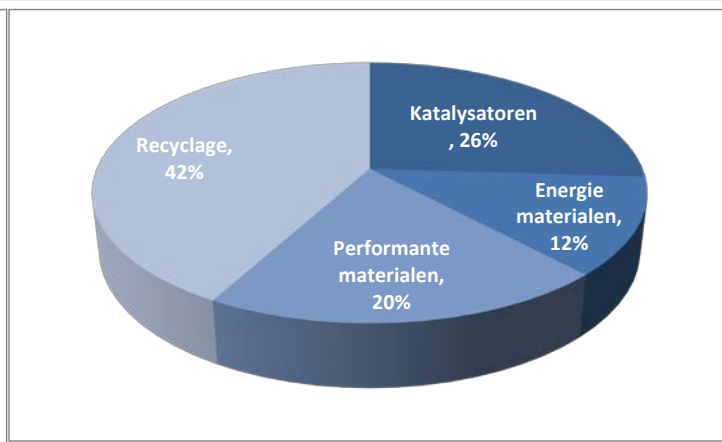
Omdat de vlag niet langer de lading dekte, werd bij het begin van het vorige decennium de nieuwe naam **Umicore** ingevoerd. Enkele jaren later werd ook de lading flink onder handen genomen: de koperactiviteiten werden afgesplitst en gingen voortaan als **Cumerio** door het leven, terwijl de zinkactiviteiten samensmolten met Zinifex en herdoopt werden tot **Nyrstar**.

Umicore heeft zich dus in het voorbije decennium met succes omgevormd van een zink- en kopersmelter tot een materiaaltechnologiegroep. Het bedrijf heeft 4 divisies : **Katalysatoren**, **Energiematerialen**, **Performante Materialen** en **Recyclage**. Ongeveer de helft van de huidige omzet wordt gehaald uit milieuvriendelijke technologieën zoals materialen voor herlaadbare batterijen, zonnecellen en autokatalysatoren als ook de recyclage van edele metalen.

 OMZETVERDELING 1^E HJ 2014


Bron: Umicore

RECURRENTE EBITVERDELING 1EHJ 2014*



Bron: Umicore

*excl other/overheads

Aandelenfocus

De activiteiten

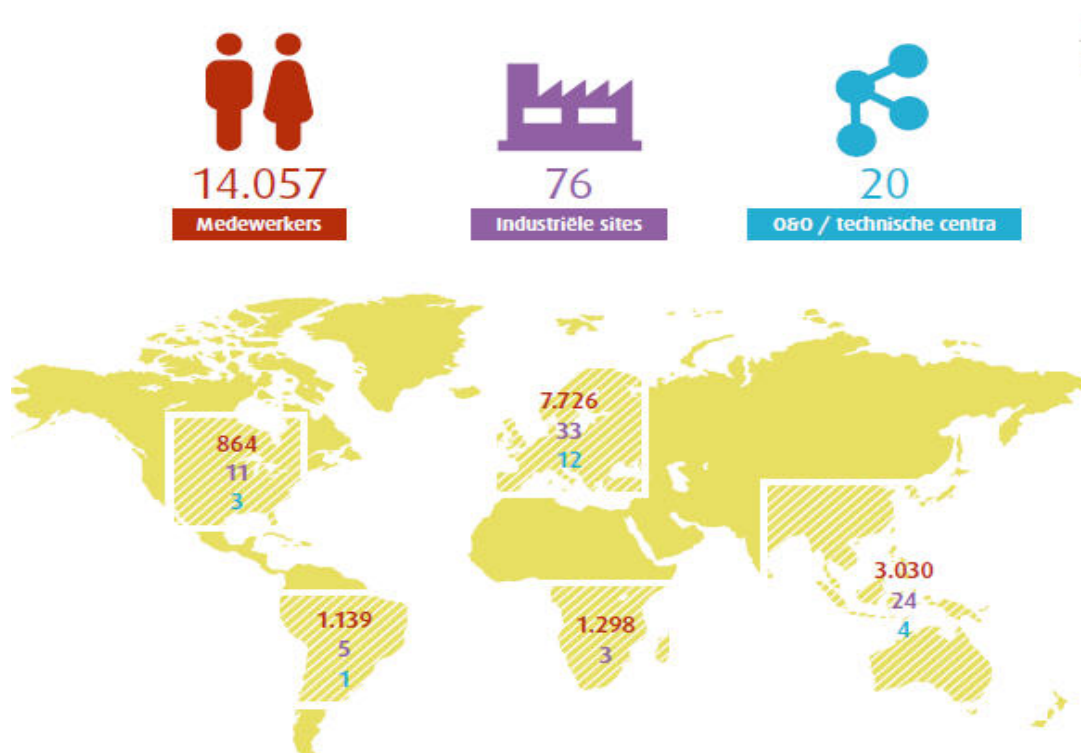
De groeistrategie van Umicore, zoals beschreven in het jaarverslag 2014 van Umicore als Vision 2015, richt zich op het leveren van oplossingen voor wereldwijde trends op het vlak van economie, maatschappij en leefmilieu. De competentie, marktpositie en expertise in metallurgie, materiaalwetenschappen, toepassingen en recyclage geven het bedrijf naar eigen zeggen een sterk groeipotentieel in de volgende domeinen:

- **Grondstoffenschaarste:** in de wereld van vandaag zijn metalen gegeerd, maar ook schaarser aan het worden. Umicore's recyclecapaciteiten herwinnen 26 elementen waaronder edele en andere metalen.
- **Schonere lucht:** de strengere uitstootwetgeving biedt wereldwijde groeiopportunities voor autokatalysatoren voor personenwagens en zware dieselveertuigen.
- **Elektrificatie van het wagenpark:** de groeiende markt voor lithium-ion batterijen in elektrische wagens verhoogt de vraag naar de herlaadbare batterij kathodematerialen.
- **Hernieuwbare energie:** Umicore ontwikkelt materialen die de basis vormen van hoog-efficiënte zonnetechnologieën en die andere energie-efficiënte producten mogelijk maken.

Vertaald naar cijfers betekent dit dat de belangrijkste groeiprojecten van Umicore het potentieel hebben om een 'double digit' inkomstengroei (meer dan 10%) te realiseren. De langetermijndoelstelling bestaat er trouwens in om een gemiddeld rendement op aangewend kapitaal te realiseren van meer dan 15%. Deze doelstelling werd niet gehaald in 2013 (13,6%) maar wel in de jaren 2010-2012 (met respectievelijk 17,5%, 18,6% en 16,7%).

De activiteiten

Vandaag is Umicore één van de meest performante recycleerders ter wereld van edele en andere non-ferrometalen, zoals goud, zilver, platina en palladium. Die metalen worden gewonnen uit een brede waaier van producten, zoals residuen uit de mijnbouw, industrieel afval en gebruikte katalysatoren, smartphones en tablets. De activiteiten worden gedragen door 14 057 medewerkers in 76 industriële sites. De eindproducten van Umicore vinden we terug in katalysatoren, energie- en performante materialen.

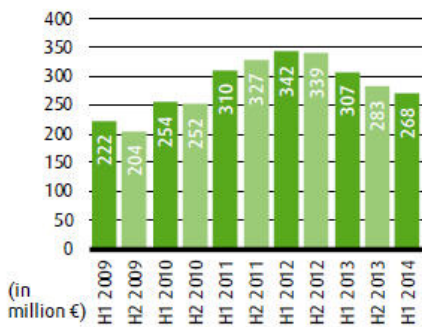


Aandelenfocus

1. Recyclage

Terwijl Recyclage 22% van Umicore's omzet (excl. metaalwaarde) vertegenwoordigt, is de divisie goed voor 42% van de operationele winst in de eerste helft van 2014. De winstontwikkeling in Recycling hangt gedeeltelijk af van de ontwikkeling van de metaalprijsen. De lagere metaalprijsen zullen naar verwachting zorgen voor een quasi-halvering van de operationele winst van de Recyclagedivisie in 2014 ten opzichte van de piekjaren 2011-2012. Metaalprijsen voorspellen op korte termijn is niet eenvoudig maar op lange termijn lijkt de stijging van de industriële vraag en de uitputting van een aantal van de meest productieve mijnen voor ondersteuning te kunnen zorgen.

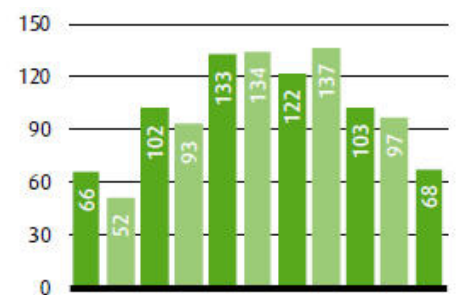
OMZETEVOLUTIE



Bron: Umicore

Bron: Umicore

EBITEVOLUTIE

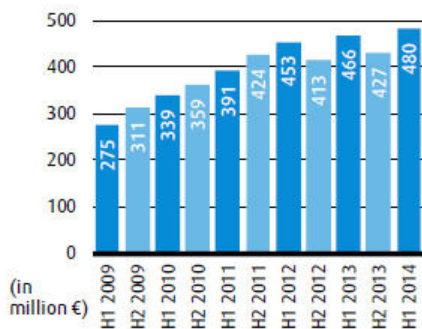


Bron: Umicore

2. Katalysatoren

Umicore ontwikkelt autokatalysatoren voor lichte benzine- en dieselloftuigen en voor zware dieselloftuigen zoals vrachtwagens en andere zware voertuigen. De divisie produceert ook verbindingen op edelmetaalbasis voor gebruik in de sectoren fijne chemicaliën, biowetenschappen en farmaceutica. Met 39% levert de divisie de grootste omzetbijdrage, terwijl op het niveau van de EBIT met 26% de tweede grootste bijdrage wordt geleverd. De prestaties van de katalysatordivisie zijn in belangrijke mate verbonden aan de wereldwijde evolutie van de voertuigenmarkt en aan de evolutie van de wetgeving met betrekking tot emissienormen.

OMZETEVOLUTIE



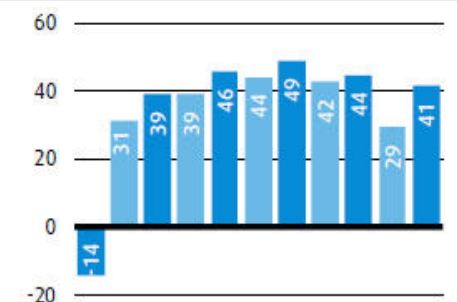
Bron: Umicore

Bron: Umicore

KATALYSATOREN IN DE PRAKTIJK



EBITEVOLUTIE



Bron: Umicore

3. Performantiematerialen

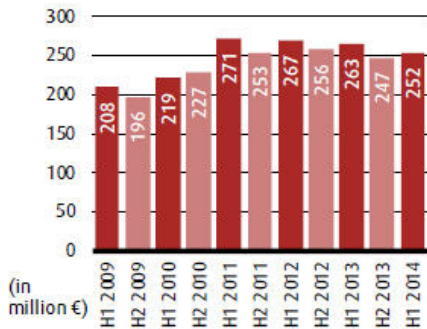
De technologie en knowhow van performantiematerialen worden toegepast op de unieke eigenschappen van edele en andere metalen om materialen te produceren waardoor klanten betere, meer gesofistikeerde en veiligere producten kunnen ontwikkelen. Hun zinkproducten staan bekend om hun beschermende eigenschappen terwijl verbindingen en materialen op edelmetaalbasis essentieel zijn voor uiteenlopende toepassingen als hightechglas, elektriciteit en elektronica. Performance Materials is georganiseerd rond vijf business units: Building Products, Zinc Chemicals, Technical Chemicals, Electroplating en Platinum Engineered Materials. In de eerste helft van 2014 waren performante materialen goed voor 21% van de omzet en een gelijkaardige bijdrage tot de recurrente bedrijfswinst van 20%.

OMZETEVOLUTIE

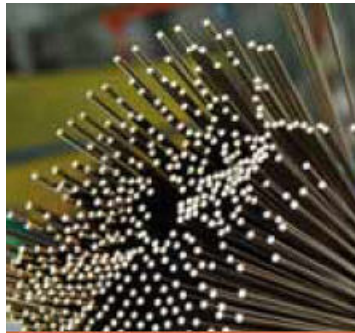
PRAKTIJKVOORBEELD

EBITEVOLUTIE

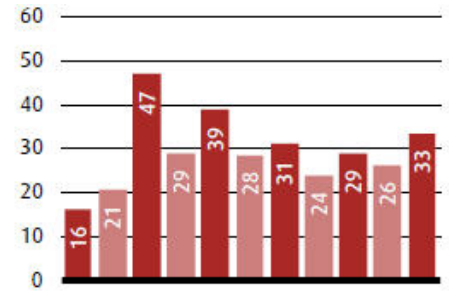
Aandelenfocus



Bron: Umicore



Bron: Umicore

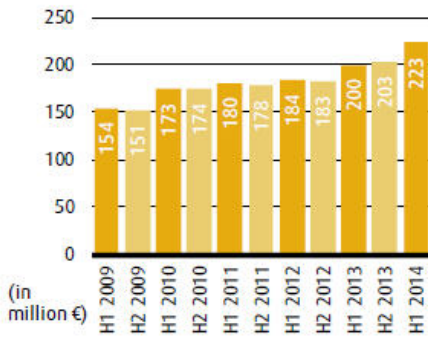


Bron: Umicore

4. Energiematerialen

Met ongeveer 18% levert de divisie Energiematerialen de kleinste omzetbijdrage. Op het niveau van de recurrente bedrijfswinst was dat in de eerste helft van 2014 12%. De materialen geproduceerd door Energy Materials worden aangetroffen in toepassingen die gebruikt worden bij de productie en opslag van schone energie, zoals herlaadbare batterijen en zonnepanelen, en in andere toepassingen. De meeste producten zijn hoogzuivere metalen, legeringen, verbindingen en technische producten op basis van kobalt, germanium, nikkel en indium. In deze divisie vinden we ook de toepassingen voor de coatingactiviteiten terug, zoals bijvoorbeeld voor aanraakschermen.

OMZETEVOLUTIE



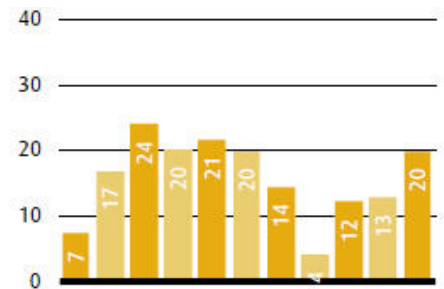
Bron: Umicore

BATTERIJLADER



Bron: Umicore

EBITEVOLUTIE



Bron: Umicore

Aandelenfocus

Halfjaarcijfers

Voor het derde kwartaal kwam Umicore met een 'klein' rapport waarin enkel omzetcijfers bekendgemaakt werden en die steeg op jaarbasis met 1%, een beperkte groei afgeremd door de lagere omzet in de divisie Performante Materialen. Per divisie zagen de resultaten er als volgt uit:

- **Katalysatoren: +2%**

De opbrengsten stegen lichtjes in Automotive Catalysts terwijl ze naar beneden gingen in Precious Metals Chemistry. In Automotive Catalysts stegen de inkomsten voor de truckcatalysatoren (niet gekwantificeerd), gedragen door de EURO VI-gerelateerde inkomsten (geen verrassing), terwijl ze naar beneden gingen voor lichte voertuigen (ondanks een groei van de wereldwijde autoproduktie met 3%). De resultaten werden beïnvloed door een tegenvallende regionale en motor mix (lager aandeel van diesel en een vertraagde invoering van enkele EURO6-platformen in Europa en een verhoogde penetratie van kleine en middelgrote voertuigen in Noord-Amerika, een segment waar Umicore minder goed vertegenwoordigd is).

- **Energiematerialen: +5%**

De omzetgroei was vooral te danken aan hogere opbrengsten in Cobalt & Specialty Materials, gedreven door de overname van Palm, hogere volumes in keramiek en chemicaliën en hogere raffinage-inkomsten. Teleurstellend was het bericht dat de inkomsten en de verkoopvolumes licht daalden bij Rechargeable Battery Materials, volgens Umicore te wijten aan de veranderende seizoenspatronen in draagbare elektronica (meer gespreid dan voorheen). Umicore gaf geen precies inzicht in de opbrengsten van de verschillende segmenten, maar merkte op dat de wereldwijde vraag naar elektrische voertuigen geleidelijk toeneemt, met een sterke vraag in China.

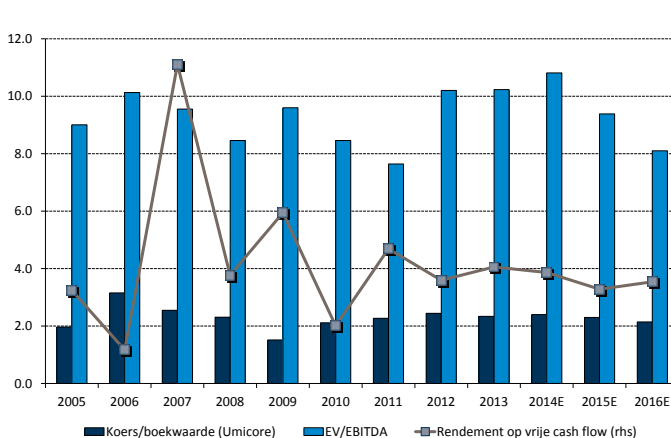
- **Performante materialen: -4%**

De omzet daalde met 4% in het derde kwartaal. Een toename van de omzet in Electroplating en Zinkchemicaliën werd teniet gedaan door een daling van de omzet van de andere segmenten. Positief was het commentaar van een verbeterende winstmarge voor de Bouwproductenactiviteit alsook voor Element Six Abrasives.

- **Recyclage: +2%**

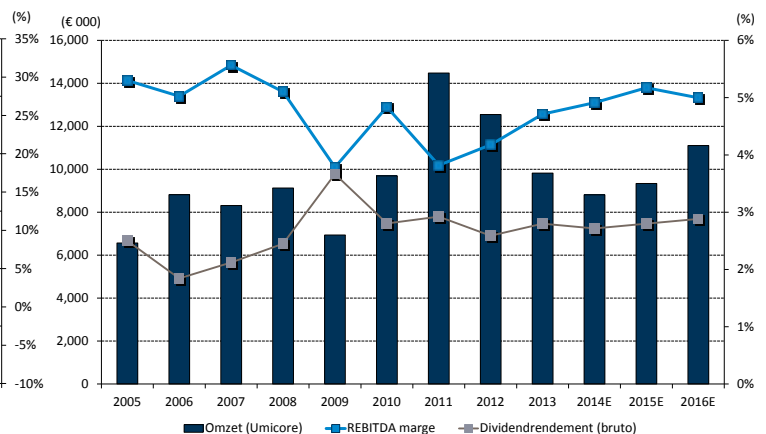
Umicore was in staat om de langere fabriekssluiting (gerelateerd aan onderhoud en investeringen) te compenseren met een hogere doorvoersnelheid. De inname van het materiaal steeg op jaarbasis, al blijft de aanbodmix minder gunstig, met een lagere beschikbaarheid van pgm-rijk en complex elektronisch schroot, mee beïnvloed door een voortdurende concurrentie voor gebruikte autokatalysatoren. Umicore zegt haar positie in de markt voor petrochemische katalysatoren te hebben versterkt. Belangrijk is de bevestiging dat Umicore verwacht om de hogere sluitingstijd in 2015 te compenseren (als onderdeel van het 100 miljoen euro capex en uitbreidingsprogramma voor Hoboken) door de hogere doorvoersnelheid.

WAARDERINGSMULTIPLES



Bron: Bolero, KBC Securities

RENTABILITEITSMULTIPLES



Bron: Bolero, KBC Securities

Aandelenfocus

Verwachtingen

Belangrijk in het beperkte kwartaalrapport van oktober 2014 was de bevestiging van de jaarprognoses, namelijk een recurrente EBIT aan de bovenkant van de verwachtingsvork van 250-280 miljoen euro: er wordt meerbepaald gemikt op een cijfer van tussen de 265 en 280 miljoen euro.

Waardering

- Het aandeel heeft er sinds zijn dieptepunt van 15 oktober 2014 (31,35 euro) ondertussen een behoorlijke rit opzitten. Het won vlot 19,3% tot 37,41 euro, doet het daarmee beduidend beter dan de markt én belandde op een zucht van het koersdoel van KBC Securities (38 euro). Daardoor noteert het aandeel momenteel aan een **koers-winstverhouding** van 19,5x voor 2015, wat boven het tienjaarsgemiddelde is van 16,7x. Let u wel op de verwachte omzetgroei: ondanks behoorlijke schommeling in het verleden lijkt die duidelijk weer aan te trekken : +6% in 2015 en +19% in 2016. Een hoger dan gemiddelde koers-winstverhouding lijkt dus gerechtvaardigd.
- Een ietwat meer genuanceerd beeld krijgen we op basis van de **koers-boekwaardeverhouding** voor 2015, dat momenteel rond 2,3x schommelt. Dat cijfer ligt helemaal in lijn met het tienjaarsgemiddelde en doet vermoeden dat de waardering bepaald niet overdreven zou moeten zijn. Voor 2016 daalt de waardering trouwens tot 2,15x. Een correcte waardering, zo blijkt: niet duur, maar ook niet goedkoop.
- De **EV/EBITDA-verhouding**, die de voorbije 10 jaar gemiddeld genomen rond de 9,26x schommelde, bevestigt de conclusie uit de vorige paragraaf; voor 2015 bedraagt de ratio op basis van de huidige schatting 9,39x.

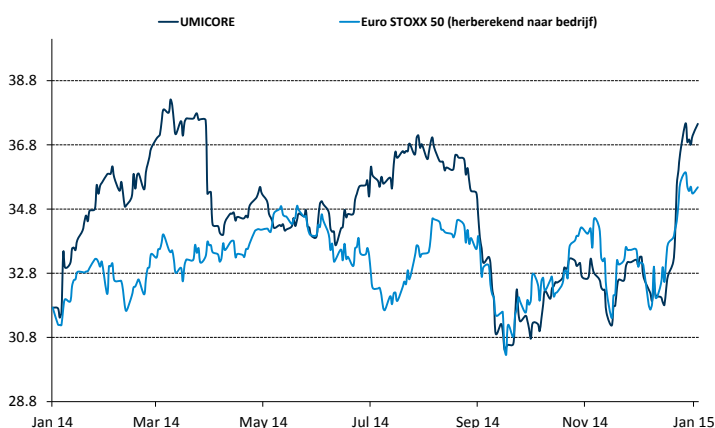
Conclusie

Ondanks de volatiliteit van het winstmomentum blijft Umicore resoluut kiezen voor investeringen in toekomstige groei. Zo is het bedrijf o.a. bezig aan een investeringsproject van 100 miljoen euro dat de capaciteit van de recyclagefabriek in Hoboken met maar liefst 40% zal verhogen tegen 2016. Er werd ook aanzienlijk geïnvesteerd in een verhoging van de productiecapaciteit van kathodes voor herlaadbare batterijen als gevolg van de sterke groei van de smartphone- en tabletmarkt en in de markt voor elektrische voertuigen. Dat geldt ook voor de Katalysatoren divisie, waar Umicore in het trucksegment een contractportefeuille opbouwde.

En in weerwil van de verhoogde investeringen en een aantal recente kleinere acquisities, heeft Umicore een zeer gezonde balansstructuur die zou moeten toelaten het dividend in de komende jaren minstens op peil te houden (het huidige dividendrendement is bijna 3%). Verder heeft het bedrijf onlangs ook bijna 7% van de aandelen vernietigd na een inkoopprogramma en staat het duidelijk op het radarscherm van GBL, dat een belang heeft opgebouwd van 12%.

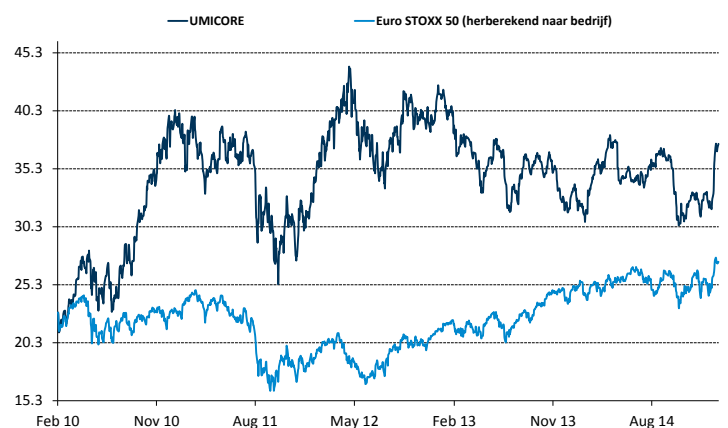
KBC Securities-analist Wim Hoste geeft een “opbouwen”-advies op de aandelen met een koersdoel van 38 euro, al is het opwaartse potentieel ten opzichte van het koersdoel beperkt tot 1,4%.

KOERSVERLOOP (1 JAAR)



Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP (5 JAAR)



Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

Aandelenfocus

Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten). Er kan niet worden gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in de realiteit tot uiting zullen komen. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. De accuraatheid, de volledigheid en de tijdigheid van de informatie kan niet worden gegarandeerd. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.com/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities verstrekt langs deze weg geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U aanvaardt dan ook de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.