

Umicore: waarde in recyclage

Umicore heeft zich in het voorbije anderhalf decennium met succes omgevormd van een zink- en kopersmelter tot een materiaaltechnologiegroep die opgedeeld is in 4 divisies: katalysatoren, energiematerialen, performante materialen en recyclage. De activiteiten worden gedragen door 14.057 medewerkers in 76 industriële sites.

Ongeveer de helft van de 8,8 miljard euro omzet in 2014 werd gehaald uit milieuvriendelijke technologieën zoals materialen voor herlaadbare batterijen, zonnecellen, autokatalysatoren en de recyclage van edele metalen. Die focus promoveerde Umicore tot 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.

• Recyclage

Hoewel recyclage 22 % van de omzet vertegenwoordigt, was de divisie goed voor 51 % van de operationele winst in 2014. Maar de winstontwikkeling hangt deels af van de evolutie van de metaalprijzen, zodat lagere metaalprijzen in 2014 tot een quasi-halvering van de operationele winst hebben geleid ten opzichte van de piekjaren 2011–2012. Op lange termijn lijkt de stijging van de industriële vraag en de uitputting van een aantal van de meest productieve mijnen de prijsontwikkeling te kunnen ondersteunen.

• Katalysatoren

Met 39 % levert de divisie de grootste omzetbijdrage, terwijl op het niveau van de EBIT met 30 % de tweede grootste bijdrage wordt geleverd. Deze divisie ontwikkelt autokatalysatoren voor lichte benzine- en dieselloertuigen en voor zware dieselloepassingen zoals vrachtwagens en andere zware voertuigen. Daarnaast worden ook verbindingen op edelmetaalbasis geproduceerd, bestemd voor gebruik in fijne chemicaliën, biowetenschappen en farmaceutica. De prestaties van de katalysatordivisie zijn in belangrijke mate verbonden aan de wereldwijde evolutie van de voertuigenmarkt en de wetgeving over emissienormen.

• Performante materialen

In 2014 was deze divisie goed voor 21 % van de omzet en een gelijkaardige bijdrage tot de recurrente bedrijfswinst van 22 %. Performance Materials is georganiseerd rond vijf business units: Building Products, Zinc Chemicals, Technical Chemicals, Electroplating en Platinum Engineered Materials. De technologie en knowhow van Performante materialen 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. Umicore heeft beslist om de business units Building Products en Zinc Chemicals in de etalage te zetten, gezien de relatief beperkte synergieën met de rest van de groep.

• Energiematerialen

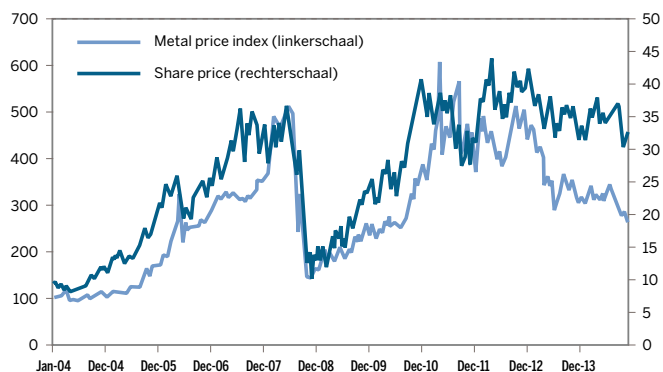
Met ongeveer 19 % levert deze divisie de kleinste omzetbijdrage. Op het niveau van de recurrente bedrijfswinst was dat in 2014 15 %. De geproduceerde materialen worden aangetroffen in toepassingen die gebruikt worden bij de productie en opslag van schone energie, zoals herlaadbare batterijen en zonnepanelen, 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.

Resultaten Ook al was 2014 geen goed jaar voor Umicore, toch waren de resultaten licht beter dan verwacht. De recurrente operationele winst daalde 10 % tot 273,7 miljoen euro, wat hoger is dan de door KBC Securities en de consensus verhoopte 265,4 miljoen en 269,6 miljoen euro. De verrassing komt er omdat de recurrente operationele winst in de tweede jaarhelft slechts daalde met 4 % (tot 135,3 miljoen euro), terwijl de omzet 1 % hoger trok tot 1,17 miljard euro. De netto-

winst daalde 1 % op jaarbasis tot 89,1 miljoen euro.

Per divisie zagen de resultaten in de tweede jaarhelft van 2014 er als volgt uit:

- Katalysatoren: de omzet steeg met 5 % tot 450 miljoen euro en de recurrente operationele winst steeg met 42 % tot 41,1 miljoen euro, dankzij de verhoogde bijdrage van de katalysatorenverkoop in het truck- en passagiersvoertuigensegment.
- Energiematerialen: de omzet steeg met 10 % tot 222,5 miljoen euro, waardoor de operationele winst van 12,9 tot 19,7 miljoen euro steeg (+52,7 %). Dat is te danken aan de combinatie van acquisities en efficiëntieverbeteringen.
- Performante materialen: de omzet daalde met 2 % tot 240,9 miljoen euro terwijl de recurrente operationele winst met 7 % steeg tot 28 miljoen euro.
- Recycling: de omzet zakte met 6 % tot 264,5 miljoen euro terwijl de recurrente



te EBIT met 27 % terugliep tot 71,1 miljoen euro. Dat is een gevolg van de lagere prijzen voor edele metalen en een verslechterende productmix.

Investeringsdrang Ondanks de volatiliteit van de winstcijfers blijft Umicore 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 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 voer-

tuigen. Dat geldt ook voor de Katalysatoren-divisie, waar Umicore in het trucksegment een contractportefeuille opbouwde.

Opportunities troef Er zijn een heel aantal argumenten om Umicore op uw radarscherm te zetten. Zo bijvoorbeeld werden de Zinkchemicaliën en Bouwproducten-activiteiten in de etalage gezet en worden er voor de activiteiten Elektrisch-Optische Materialen en Dunne Filmproducten strategische allianties gezocht. Verder herstelden de prijzen voor edele metalen sinds het einde van 2014 gemiddeld met 7%, wat gezien het belang van Recyclage in de totale operationele winst (iets meer dan de helft van het totaal) meer dan behoorlijk positief is. 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 brutodividendrendement is bijna 3%). Tot slot werd er onlangs bijna 7% van de aandelen vernietigd na een inkoopprogramma en staat Umicore op het prooielijst van GBL.

Waardering Het aandeel noteert vandaag aan een verwachte koers/winstverhouding voor 2015 van ongeveer $19,5 \times$ en een verwachte ondernemingswaarde/operationele kasstroom voor 2015 van $8,9 \times$, wat enigszins boven de gemiddeldes van de voorbije tien jaar ligt (respectievelijk $17 \times$ en $8,4 \times$). De huidige waarderingratio's liggen historisch gezien dus wat aan de hoge kant, maar gaan wel hand in hand met winstschattingen op basis van van gelijkblijvende prijzen voor edelmetalen in 2015. Anders gesteld, een eventueel herstel van de edele metaalprijs zou een significant positieve impact kunnen hebben op de winstinschattingen en aldus leiden tot een reductie van de waarderingratio's.

Uitbreidingsinvesteringen in Recyclage zullen leiden tot een tijdelijke productiebeperking in 2015. Het is dan relevanter om naar de waarderingratio's van 2016 te kijken, en die bedragen $16,5 \times$ (K/W) en $7,7 \times$ (ondernemingswaarde/operationele kasstroom). Nog altijd niet spotgoedkoop, maar wel nog steeds zonder een herstel van metaalprijs in te rekenen en inclusief een gigantisch groeipotentieel van onder meer kathodes voor her-

laadbare batterijen in de automobiemarkt. Het DCF-model (Discounted Cash Flow) van KBC Securities houdt hier wel rekening met deze langetermijngroeiprojecten en resulteert in een geschatte faire waarde van ongeveer 45 euro per aandelen dus een opwaarts potentieel van 22,3% op langere termijn.

Conclusie Het verbeterde momentum van de metaalprijsen en de significante capaciteitsuitbreiding in Recycling zijn de voornaamste redenen voor het 'Opbouwen'-advies. Umicore blijft daarom een interessant aandeel voor beleggers die van een robuust business model met opwaarts potentieel houden, maar die bereid zijn om door de korte termijn prijschommelingen op de metaalmarkt te kijken. Het 6-maandskoersdoel van, 40 euro geeft een potentieel van 8,7%, maar dat houdt geen rekening met een aantrekkende markt voor metaalprijsen.



TOM SIMONTS

REDACTIE 23 FEBRUARI 2015

KOERS 36,79 EURO

WWW.UMICORE.COM