

# Unternehmen

- 7 Harter Bilanztest für Europas Banken
- 11 Burckhardt Compression zahlt Lehrgeld
- 14 Novartis reüssiert mit «Lungenstent»
- 16 Fine Art Zurich: Klein, aber fein

## Umbau der Bergbaukonzerne voll im Gang

**INTERNATIONAL** Verkauf von Aktiva sowie Fokus auf Kostensenkungen und rentabelste Projekte bringen schlankere und profitablere Unternehmen hervor.

MARTIN GOLLMER

Der Bergbausektor befindet sich nicht zum ersten Mal im Umbruch. Auffallend viele neue Chefs in Grosskonzernen versuchen neue Unternehmensstrategien zu implementieren. Statt Wachstum über Investitionen und Zukäufe stehen jetzt Verkäufe, Ausgabenreduktion und eine bessere Rentabilität bestehender Vermögenswerte im Vordergrund. Das alles geschieht vor dem Hintergrund gedrückter Rohstoffpreise.

Bei BHP Billiton kam Andrew Mackenzie für Marius Kloppers. Bei Rio Tinto ersetzte Sam Walsh Tom Albanese. Anglo American wird neu von Mark Cutifani geführt und nicht mehr von Cynthia Carroll. Diese Wechsel auf den Chefesseln in drei der fünf grössten Bergbaukonzerne der Welt sind alle innerhalb der vergangenen zwölf Monate geschehen. Die alten CEO mussten gehen, weil sie Mengen- vor Gewinnwachstum gesetzt hatten. Bei den Aktionären, die die Kurse ihrer Titel trotz Rohstoffhaussa stagnieren oder sogar fallen sahen, löste die damalige Strategie Unmut aus.

### Hohe Wertberichtigungen

Alle Bergbaugiganten mussten zudem in der jüngeren Vergangenheit massive Wertberichtigungen vornehmen. Rio hat 14,4 Mrd. \$ abgeschrieben, Glencore Xstrata 7,7 Mrd. \$, Vale 5,7 Mrd. \$, Anglo American 4,6 Mrd. \$, BHP 3,3 Mrd. \$. Die Korrekturen wurden meist notwendig, weil frühere Käufe und Investitionen angesichts der damals noch hohen Rohstoffpreise zu optimistisch bewertet worden waren.

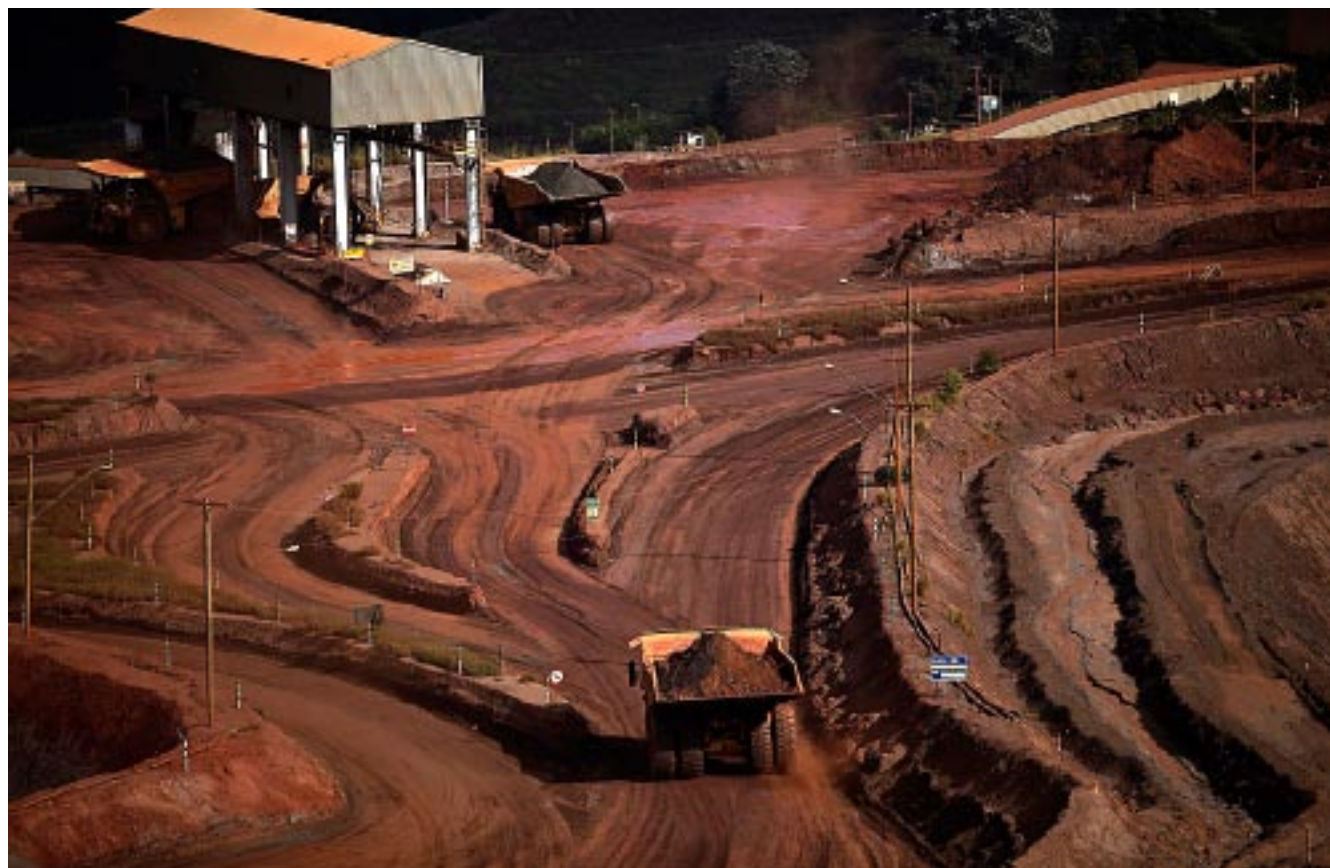
Weitere Wertberichtigungen sind nicht auszuschliessen. Viele Minenkonzerne möchten nämlich ausserhalb des Kerngeschäfts liegende sowie unrentable Vermögenswerte abtossen. So versucht etwa Vale zurzeit, Anteile an ihrer Logistikeinheit VLI zu verkaufen. Wegen der aktuell gedrückten Rohstoffpreise dürfte dabei aber oft nicht mehr der ursprüngliche Preis gelöst werden. Rio Tinto verzichtet deshalb einseitig auf den geplanten Verkauf von Pacific Aluminium.

Doch der schwache Markt für Rohstoffe könnte auch Chancen bieten. Käufe zu den aktuell niedrigen Preisen versprechen in einigen Jahren nach einer möglichen Erholung der Rohstoffnotierungen zu besseren Renditen zu führen. «Ein solches antizyklisches Verhalten kommt jedoch nur für Bergbauunternehmen mit ausreichend flexiblen Bilanzen in Frage», folgern die Analysten von Credit Suisse (CS) in einer aktuellen Kurzstudie zu den Aussichten des Sektors. Als Beispiel nennen sie die Entscheidung von BHP Billiton, das Jansen-Kaliprojekt, eine langfristige strategische Investition, fortzuführen.

### Schuldenabbau angestrebt

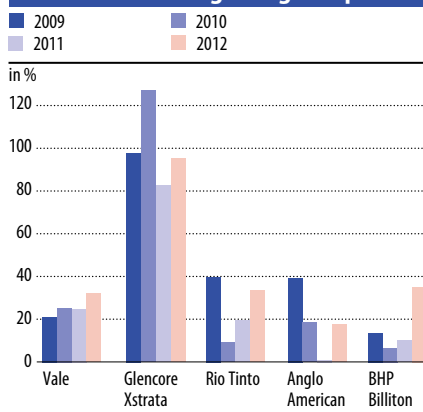
Der Verkauf von Aktiva hat nicht nur zum Ziel, ein schlankeres, auf die rentabelsten Projekte fokussiertes Unternehmen zu schaffen. Er soll auch helfen, die durch teure Zukäufe und Investitionen in den Boomjahren erhöhten Schulden zu reduzieren (vgl. Grafik). Die zuletzt gestiegene Nettoverschuldung zwingt die Konzerne zudem, fortan disziplinierter zu investieren. Die meisten Minengiganten haben denn auch Investitionskürzungen angekündigt (vgl. Grafik). BHP Billiton etwa will die Kapitalausgaben bis 2014 um 26% reduzieren. Glencore Xstrata plant neu kumulierte Investitionen von 26 statt 29,5 Mrd. \$ bis 2015. Anglo American beabsichtigt, die Hälfte der Projekte in ihrer 17 Mrd. \$ schweren Pipeline zu stoppen.

Verkäufe und Investitionssenkungen dürften zu einer besseren Qualität der Bi-

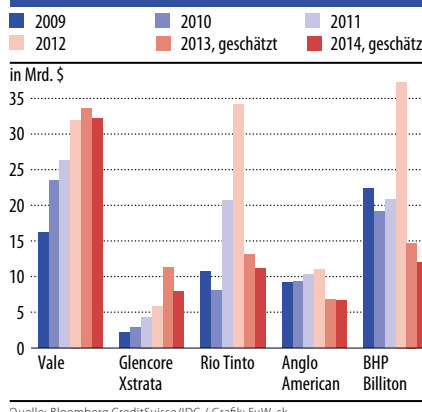


Mine von Vale in Barao de Cocais, Brasilien. Vale als global grösster Eisenerzproduzent ist stark von der Konjunktur in China abhängig.

### Nettoverschuldung zu Eigenkapital



### Investitionen



### Kennzahlen der global grössten diversifizierten Bergbauunternehmen

Unternehmen	Kurs am 23.9.	Perf. seit 1.1. in %	Börsenwert in Mrd.	Umsatz in Mrd.	Gewinn/Verlust je Aktie	KGW	Div.-Rend. 2013 in %
BHP Billiton (£)¹	18,69	-12,3	107,1	42,1	42,2	44,5	1,30
Rio Tinto (£)	30,70	-12,6	59,3	32,2	34,3	-1,02	2,80
Glencore Xstrata (£)	3,35	-1,6	44,5	135,3	153,8	162,9	0,08
Anglo American (£)	15,58	-17,8	21,7	18,1	19,5	20,5	-0,75
Vale (Real)	32,75	-19,9	186,3	93,5	103,5	109,7	1,91

lanzen und steigenden Cashflows beitragen. Das wiederum ermöglicht es den Unternehmen, eine höhere Dividende auszuschütten oder Kapital in Form von Aktienrückkäufen an die Aktionäre zurückzugeben. Konzerne mit jetzt schon gesunder Bilanz wie BHP Billiton und Rio Tinto dürften dabei früher als ihre Konkurrenten in der Lage sein, sich auf Kapitalrückführungen zu konzentrieren, schreiben die CS-Analysten in ihrer Studie.

Neben den Investitionen versuchen die grossen Bergbaukonzerne auch aggressiv, die Betriebskosten zu senken und die Effizienz der Operationen zu steigern. Bewerkstelligt werden soll dies etwa durch die Zusammenlegung von Betriebsteilen oder – wie bei Glencore Xstrata geschehen – gleich durch den Zusammenschluss zweier Unternehmen. Dank der Vereinigung von Rohstoffförderung (ehemalige Xstrata) und Rohstoffhandel (ehemalige Glencore) unter einem Dach erwartet der Schweizer Konzern Synergien von 2 Mrd. \$ im Jahr 2014 (vgl. FuW Nr. 71 vom 11. September). Die Analysten von Credit Suisse glauben, dass in Zukunft noch mehr – bis zu 3 Mrd. \$ pro Jahr – drinliegt.

Genau diesen Betrag will Rio Tinto bis zum Jahr 2014 ebenfalls einsparen. Vale

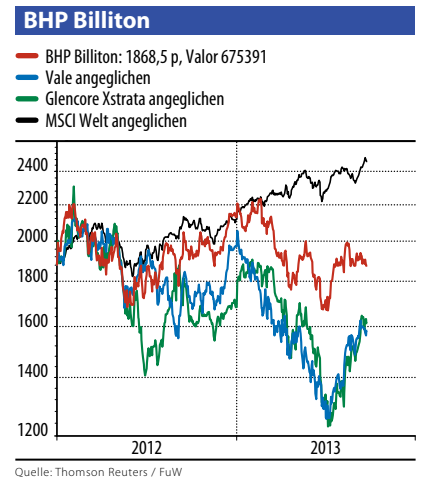
konnte die Ausgaben in der ersten Hälfte 2013 um 1,6 Mrd. \$ senken und hat Potenzial für zusätzliche 1,2 Mrd. \$. BHP Billiton gedankt die Kosten im laufenden Jahr um 2,7 Mrd. \$ zu verringern. Anglo American strebt bis 2016 Ausgabenreduzierungen und Effizienzgewinne von 1,3 Mrd. \$ an. Fallende Kosten und verbesserte Effizienz sind angesichts tiefer Rohstoffpreise für die Unterstützung der Margen wichtig.

### Neue Hoffnung aus China

Seit 2012 haben die im MSCI World Mining Index zusammengefassten Bergbauaktien schlechter abgeschnitten als der branchenübergreifende MSCI World Index (vgl. Chart). Der negative Trend des Jahres 2012 setzte sich im laufenden Jahr fort. Der Bergbausektor leidet weiter unter dem schwachen weltweiten Wirtschaftswachstum und den damit verbundenen rückläufigen Rohstoffpreisen. Die Wachstumsabschwächung in China, dem grössten Rohstoffkonsumenten der Welt, belastete dabei die Preise für Metalle und Mineralien am meisten. Zudem machte den Konzern die Kosteninflation zu schaffen.

Chinas laufender Industrialisierungs- und Verstärkungstrend wird für die glo-

### BHP Billiton



Quelle: Thomson Reuters / FuW

### Qual der Wahl

An Bergbautiteln interessierte Anleger stehen vor einer schwierigen Aufgabe. Gleich vier der fünf grössten Unternehmen – BHP Billiton, Rio Tinto, Vale und Glencore Xstrata – können empfohlen werden. Einzig bei Anglo American ist von einem Aktienkauf vorerhand abzusehen.

**Valoren für eher defensiv orientierte Anleger sind BHP Billiton.** Der australisch-britische Konzern ist das grösste Bergbauunternehmen der Welt und überzeugt durch tiefe Produktionskosten, ein breites Rohstoffportfolio, das auch Öl und Gas umfasst, eine gut gefüllte Projektpipeline und ein diszipliniertes Ausgabenverhalten.

**Die Papiere von Rio Tinto sind zyklischer als die von BHP.** Das liegt vor allem am Rohstoffportfolio, das konjunktursensitivere Rohstoffe wie Eisenerz, Kupfer, Aluminium und Kohle enthält. Die britisch-australische Rio Tinto gehört zu den Produzenten mit den niedrigsten Kosten und verfügt über das beste Wachstumsprofil der Big Five (vgl. FuW Nr. 67 vom 28. August).

**Vale ist der grösste Eisenerzproduzent der Welt.** Der brasilianische Konzern fördert davon kostengünstig allein so viel wie BHP und Rio zusammen. Er ist gut positioniert, um vom stahlintensiven Wachstum in den Schwellenländern – vor allem in China – zu profitieren (vgl. FuW Nr. 71 vom 11. Sept.).

**Glencore Xstrata steht für ein neues Geschäftsmodell im Rohstoffsektor** – die Integration von Produktion und Handel. Das soll milliardenhohes Synergien abwerfen (vgl. Hauptartikel). Den vergleichsweise hohen Schulden will der schweizerische Konzern mit Devestitionen und Ausgabenreduktion zu Leibe rücken.

**Anglo American weist ein grösseres Engagement in spätzyklischen Rohstoffen wie Platin und Diamanten auf** als ihre Konkurrenten. Wachstumschancen aufgrund einer soliden Projektpipeline werden jedoch beeinträchtigt durch das schwierige Umfeld in der Platinförderung, Probleme bei der Integration des Diamantengeschäfts von De Beers und problematische operative Bedingungen in Südafrika. **MG**

bale Metall- und Mineralien nachfrage weiterhin der wichtigste Impuls sein. Nachdem die chinesischen Wirtschaftsdaten in der ersten Jahreshälfte verhalten ausgefallen sind, zeichnet sich nun eine Verbesserung ab. Der Anstieg der Industrieproduktion hatte bereits Auswirkungen auf die Nachfrage nach Baumaterialien wie Stahl, Metallen und Zement. Das wiederum stützte die Metall- und die Eisenerzpreise, was einen positiven Effekt auf die Kurse von Bergbauaktien hatte. Zu erwarten ist andererseits, dass die Nachfrageverbesserung bei den Metallen und den Mineralien in nächster Zeit in mehreren Märkten von der Ausweitung des Angebots übertroffen wird. Das dürfte den Druck auf den Rohstoffnotierungen aufrechterhalten und das Kurspotenzial der Bergbauaktien limitieren.

Anzeige

## TOP50!

interim management

### Eine Vakanz? Wir überbrücken sie.

Persönlichkeiten mit fundiertem Wissen und Erfahrung. Abrufbar auf Zeit. Sofort.

[www.top50interim.com](http://www.top50interim.com)