

Glencore gibt Investoren Beruhigungspille

SCHWEIZ Auf das wilde Auf und Ab des Aktienkurses reagiert der Rohstoffkonzern mit einem Faktenblatt zu seiner Liquiditäts- und Verschuldungssituation.

MARTIN GOLLMER

Die wilde Berg-und-Tal-Fahrt des Aktienkurses zwingt Glencore zum Reagieren. Am Montag publizierte der Rohstoffkonzern eine Mitteilung, wonach es aus Sicht des Unternehmens keinen Grund gebe für den Kurssprung von 72%, den die Titel im Handelsverlauf an der Börse von Hongkong machten. Am Dienstag reichte Glencore ein Faktenblatt zur Finanzierung des Konzerns nach. Daraus ist ersichtlich, dass das Unternehmen über 3,1 Mrd. \$ cash und cashähnliche Mittel sowie über 19,9 Mrd. \$ kurz- und mittelfristige Kreditlinien verfügt, wovon ein substantieller Teil ungezogen ist, und 31,1 Mrd. \$ langfristige Verbindlichkeiten aufweist. Mit dem Faktenblatt versucht Glencore, anhaltende Bedenken der Anleger zu ihrer Liquiditäts- und Verschuldungssituation zu zerstreuen.

Nicht nur in Hongkong, wo die Glencore-Valoren mit einem Plus von 18% schlossen, ging es am Montag steil bergauf. Auch in London, wo die Papiere primär kotiert sind, gab es eine Avance von 21% auf 115 Pence. Am Dienstag verloren die Titel bis zum Nachmittag wieder leicht auf 113.70 Pence. Seit Anfang Jahr sind die Glencore-Aktien 60% im Minus. Sie haben damit schlechter abgeschnitten als die Titel wichtiger Rivalen (vgl. Grafik 1).

Kupfer und Kohle wichtig

Am Montag vergangener Woche waren die Aktien von Glencore 29% auf ein Allzeittief von 68.62 Pence abgestürzt, nachdem die britisch-südafrikanische Bank Investec in einer Studie geschrieben hatte, anhaltend niedrige Rohstoffpreise könnten beinahe das gesamte Eigenkapital von Glencore vernichten. Der Konzern ist einer der global führenden Produzenten von Kupfer und Kohle. Die Entwicklung der Preise



Blick auf den Hauptsitz von Glencore im zugerischen Baar.

dieser Rohstoffe ist deshalb von grosser Bedeutung für das Unternehmen (vgl. Grafik 2). Um den Kupferpreis zu stützen, hat Glencore zwei Minen in Afrika vorübergehend stillgelegt und damit rund 400 000 Tonnen Kupfer – 2% der Weltproduktion – aus dem Markt genommen.

Bis Freitag erholten sich die Papiere dann wieder bis auf ein Niveau von 95 Pence. Hilfe kam dabei von der britischen Bank Barclays, die schrieb, ein Anfang September präsentierter Schuldenabbauplan sei glaubwürdig, und Glencore verfüge über genügend Liquidität, sodass ein Zahlungsausfall weit entfernt sei.

Agrargeschäft vor Verkauf

Unmittelbarer Grund für den Kurssprung zu Beginn dieser Woche an der Börse von Hongkong war ein Bericht in der Wochenendausgabe der britischen Zeitung «The Telegraph», wonach das Management von Glencore Angebote für eine Übernahme des ganzen Konzerns ansehen würde. Quellen für diese Aussage nannte die Zeitung nicht. Sie schrieb aber, das Management glaube nicht, dass jemand in den gegenwärtigen Marktumständen bereit sei, für das Unternehmen einen fairen Preis zu zahlen. Am Montag schob der «Telegraph» die Korrektur nach, eine vollständige Übernahme von Glencore stehe nicht zur Diskussion. Zu den Berichten des «Telegraph» wollte ein Sprecher auf Anfrage keine Stellung nehmen.

Damit rückt ein Verkauf von Teilen des Konzerns wieder in den Vordergrund. Glencore selbst hatte das im Rahmen des Schuldenabbauplans in Aussicht gestellt. Ende vergangener Woche gab es denn auch Berichte, wonach das Unternehmen mit namhaften Interessenten, darunter ein Staatsfonds aus dem Nahen Osten, dem japanischen Handelshaus Mitsui und einem kanadischen Pensionsfonds,

über den Verkauf zumindest eines Teils seines Agrargeschäfts verhandelt. Den Wert dieses Geschäfts schätzt die US-Bank Citigroup, die den Verkauf begleitet, auf 10,5 Mrd. \$. Das Agrargeschäft von Glencore, zu dem zahlreiche Produkte von Baumwolle bis Sojabohnen gehören, generierte 2014 einen Umsatz von 25,8 Mrd. \$ und war für rund einen Zehntel des Konzerngewinns verantwortlich.

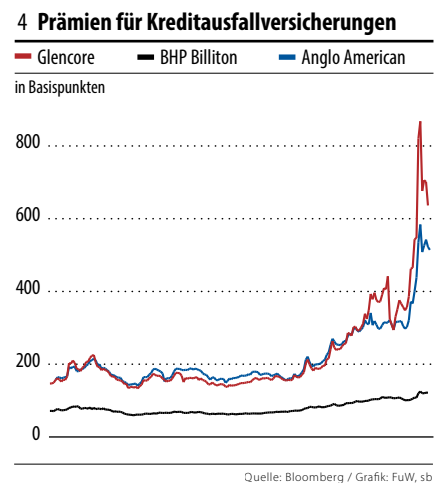
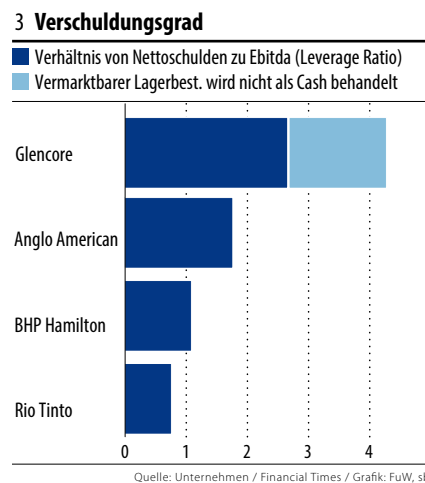
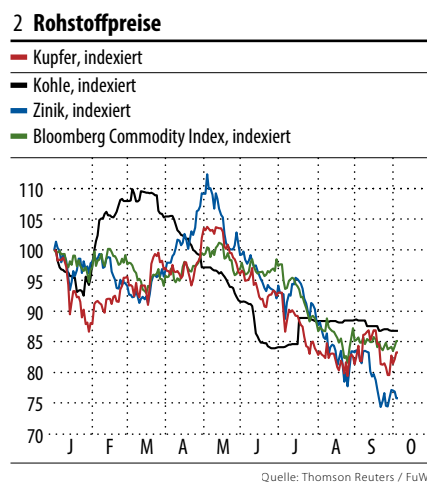
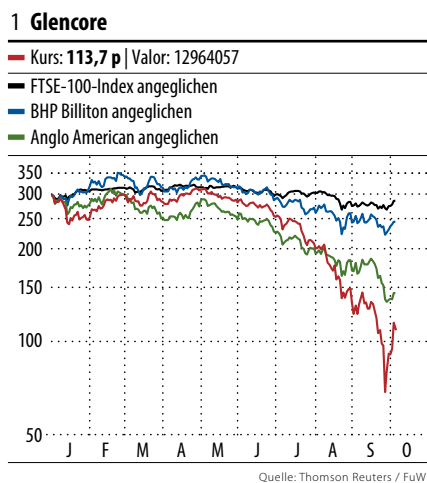
Bei der Präsentation des Schuldenabbauplans hatte Glencore erklärt, 2 Mrd. \$ mit dem Verkauf von Aktiva generieren zu wollen. Zu diesem Plan, mit dem die Nettverschuldung bis Ende 2016 um 10 Mrd. auf 20 Mrd. \$ gesenkt werden soll, gehören auch die Ausgabe neuer Aktien im Wert von 2,5 Mrd. \$ (bereits erfolgt), die Streichung der Schlussdividende 2015 und der Zwischendividende 2016 (Einsparungen von 2,4 Mrd. \$), die Reduktion des Betriebskapitals (um 1,5 Mrd. \$), die Kürzung von Investitionen im Bergbaubereich um 500 Mio. bis 1 Mrd. \$ sowie die Verringerung von langfristigen Verbindlichkeiten und von Vorschüssen durch Glencore (500 bis 800 Mio. \$).

Verschuldung im Fokus

Mit dem Plan reagierte Glencore auf anhaltende Bedenken wegen der Höhe ihres Verschuldungsgrades. Gemessen am Verhältnis von Nettoschulden zum Betriebsgewinn (Ebitda) ist dieser höher als bei den Branchennachbarn, selbst wenn man rasch vermarktbare Lagerbestände an Rohstoffen wegchnet (vgl. Grafik 3). Die hohe Verschuldung rührt einerseits aus der Übernahme von Xstrata in 2013. Andererseits braucht der Konzern viel Kredit zur Finanzierung seiner grossen Handelsaktivitäten. Um falschen Informationen über ihre Verschuldung entgegenzutreten, hat Glencore nun am Dienstag ein sechseitiges Faktenblatt publiziert, das Struktur und Umfang der Finanzierung des Konzerns detailliert darstellt.

Die Bedenken wegen der Höhe des Verschuldungsgrades von Glencore drückt sich auch in hohen Prämien für Versicherungen gegen einen Kreditausfall aus. Diese erreichten zu Beginn vergangener Woche mit 869 Basispunkten (100 Basispunkte = 1%) ein Höchst. Bis Dienstagmittag ist die Prämie wieder auf 639 Basispunkte zurückgekommen. Anfang Jahr mussten nur 152 Basispunkte bezahlt werden. Auch hier schneidet Glencore schlechter ab als wichtige Konkurrenten (vgl. Grafik 4).

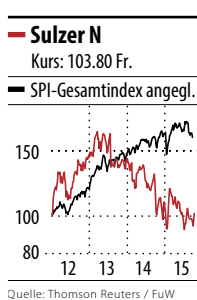
Anleger warten am besten, bis sich die Lage um Glencore beruhigt hat und ein klarer, nachhaltiger Trend in den Aktien sichtbar wird.



Sulzer-Aktionäre haben die Schäfchen noch nicht im Trockenen

SCHWEIZ Renova kontrolliert laut provisorischem Ergebnis zwei Drittel des Industriekonzerns. Wann das Geld für die angedienten Aktien fliesst, ist noch offen.

MARTIN LÜSCHER



Die Aktionäre von Sulzer müssen sich gedulden. Diejenigen, die der Renova Aktien angedient haben auf den Zahltag, und alle anderen auf das, was danach noch kommen mag. Am 16. Oktober, wie geplant, wird die Transaktion aber nicht abgeschlossen sein. Dafür ist der Zeitplan zu knapp.

Die vom russischen Oligarchen Viktor Vekselberg kontrollierte Renova Holding hält gemäss provisorischem Ergebnis via Tochtergesellschaften 62,9% an Sulzer (vgl. Grafik). Die definitiven Zahlen werden am 8. Oktober erwartet.

Das Überschreiten der 50%-Schwelle erfordert die Überprüfung der Transaktion durch mehrere Kartellbehörden. Renova braucht grünes Licht aus den USA und Südafrika sowie aus anderen Ländern, die die Gesellschaft aber nicht näher bezeichnet. In trockenen Tüchern ist die Transaktion also noch nicht. Laut Fabian

Häcki, Aktienanalyst der Bank Vontobel, ist die Wahrscheinlichkeit aber klein, dass eine Wettbewerbsbehörde das Vorhaben blockiert. Auch andere Personen, die mit dem Sachverhalt vertraut sind, rechnen nicht damit, dass alles an behördlichen Entscheiden scheitern wird.

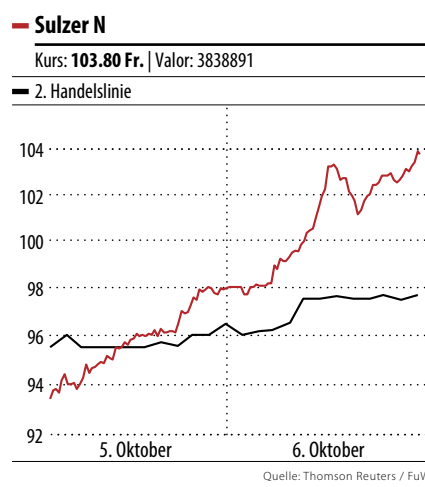
Winken die Kartellbehörden die Transaktion durch, fliesst das Geld für die angedienten Aktien. Gemäss Renova findet das Settlement Mitte bis Ende des Quartals statt. Laut Angebotsprospekt muss dies vor dem 21. Dezember sein. Offen ist, was passiert, wenn die Behörden bis dahin noch keinen Entscheid gefällt haben.

Für die Ungeduldigen

Die angedienten Aktien werden an der Schweizer Börse auf Wunsch von Renova über eine zweite Linie gehandelt (vgl. Chart). Seit Montag haben die Eigentümer die Möglichkeit, die angedienten Titel zu verkaufen, falls sie keine Geduld haben, auf das Settlement zu warten oder falls sie lieber auf die russische Gegenpartei Renova verzichten wollen.

Trotzdem bleibt die Frage, was Renova macht, wenn eine Kartellbehörde Ein-

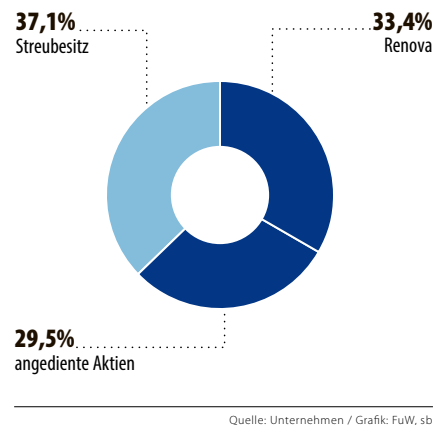
wände hat. Im Extremfall könnte Renova die Transaktion abblasen. Wie aus Analystenkreisen zu vernehmen ist, gibt es tatsächlich ein Restrisiko, dass das Vorhaben ins Wasser fällt. Augenscheinlich wird dies beim Betrachten der zwei Handelslinien. «In der zweiten Handelslinie zeigt der Preisunterschied vom gehandelten zum offerierten Preis das eingeschätzte Risiko, dass die Transaktion nicht zustande kommt» sagt Häcki. Am



Dienstagnachmittag wurden Aktien in der zweiten Handelslinie zu 97.50 Fr. gehandelt und liegen damit unter dem gebotenen Preis von 99.20 Fr.

Während der Preis der zweiten Handelslinie das Transferrisiko zeigt, orientiert sich der ordentliche Preis der Sulzer-Aktie wieder an den Fundamentaldaten. Im Gegensatz zur allgemeinen Erwartung haben die Titel nach dem Ablauf des Kaufangebots nicht an Wert verloren, sondern

Aktionärsstruktur Sulzer



10% zugelegt. Der Anstieg geht vermutlich auf den hohen Anteil an Leerverkäufern zurück, die sich eindecken mussten.

Keine Frage des Geldes

Die Transaktion kostet Renova 1 Mrd. Fr. Das Unternehmen inklusive Tochtergesellschaften hat gemäss eigenen Angaben 1,3 Mrd. Fr. eigene Mittel für die Transaktion zur Verfügung. Ausserdem könnte das Unternehmen auf Bankkredite von bis zu 2,5 Mrd. \$ zurückgreifen. An der Zahlungsfähigkeit Renovas sollte es demzufolge nicht scheitern.

Sulzer seinerseits verfügt über 0,9 Mrd. Fr. Cash. Ist das öffentliche Kaufangebot vollzogen, steht einem Aktienrückkauf nichts mehr im Weg. Die Dominanz eines einzigen Investors dürfte aber einige Anleger abschrecken und auf die Bewertung der Aktien drücken. Zudem ist das operative Umfeld von Sulzer, das einen Grossteil des Umsatzes in der Öl- und Gasindustrie erzielt, nicht rosig.

Alle Finanzdaten zu Sulzer im Online-Aktienführer: www.fuw.ch/SUN

