

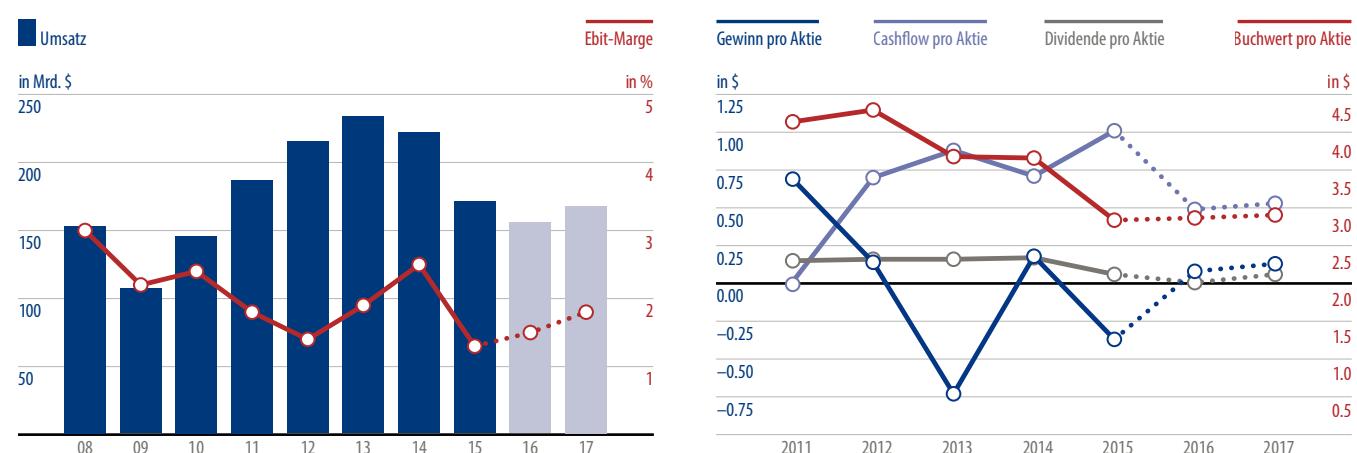
Glencore ist auf dem Weg zur Besserung

SCHWEIZ Der Rohstoffkonzern ist mit seinem Plan zum Schuldenabbau auf Kurs. Anlegern winkt die Wiederaufnahme der Dividendenzahlungen.

Glencore

+/- Erfolgsrechnung

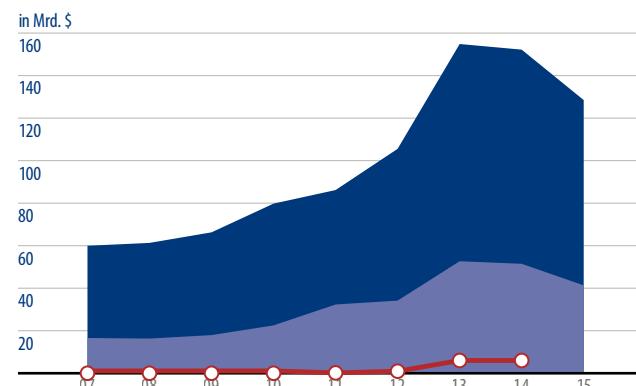
Der Umsatz von Glencore folgt ziemlich genau den Rohstoffpreisen. 2009 sanken diese im Gefolge der globalen Wirtschaftskrise; der Umsatz brach ein. 2014 setzte mit dem endgültigen Ende des Superzyklus in Rohstoffen ein Preisverfall ein, der auch den Umsatz mitriß. 2016 markiert die Wende: Die Rohstoffpreise erhöhen sich und der Umsatz beginnt wieder zu steigen. Die Profitabilität, gemessen an der Ebit-Marge, folgt erst seit 2012 den Rohstoffpreisen. Zuvor litt die Marge unter stark steigenden Kosten.



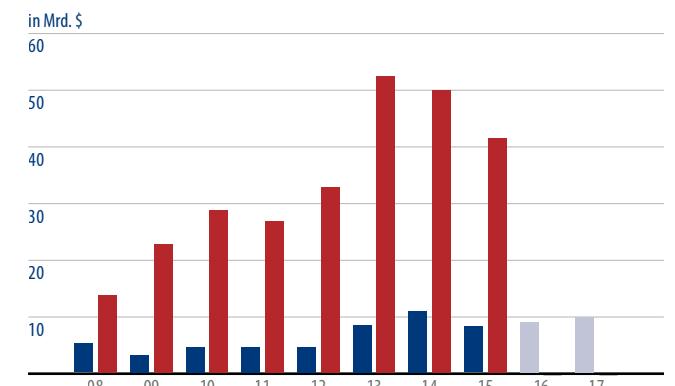
Bilanz

Die Bilanz von Glencore zeigt den Effekt der schuldenfinanzierten Übernahme von Xstrata im Jahr 2013: Die Bilanzsumme stieg an, die Nettoverschuldung machte einen Sprung nach oben. 2015 setzten die Bemühungen zur Schuldenreduktion ein, nachdem Gerüchte, Glencore könnte im Zug des Rohstoffpreiserfalls ihre Schulden nicht mehr bedienen, den Aktienkurs in die Tiefe sausen und die Kreditfallprämien in die Höhe schnellen ließen. Seit der Übernahme von Xstrata ist auch ein wenig Goodwill in der Bilanz enthalten.

Bilanzsumme, Eigenkapital, Goodwill

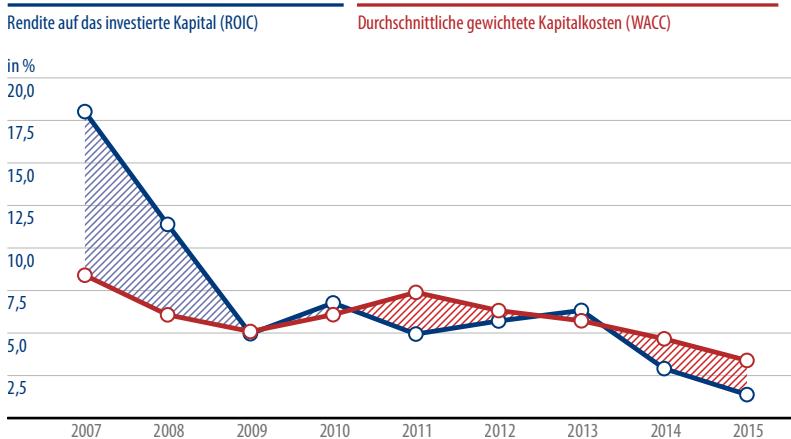


Ebitda, Nettoschulden (negative Werte sind Nettovermögen)

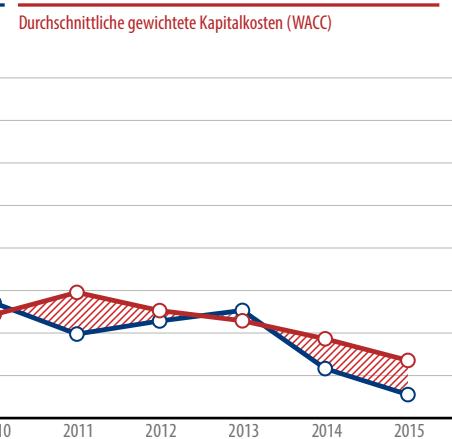


Rentabilität

Rendite auf das investierte Kapital (ROIC)



Durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten (WACC)



Seit der globalen Wirtschaftskrise 2009 hat Glencore nur noch zweimal – 2010 und 2013 – ihre Kapitalkosten verdient. Das trotz eines Rohstoffpreisbooms, der bis 2014 anhielt. Seit 2013, dem Zeitpunkt der Übernahme von Xstrata, öffnet sich die Schere zwischen den Kapitalkosten und der Rendite auf dem investierten Kapital wieder. Zwar sinken die Kapitalkosten seit geraumer Zeit, doch die Rendite auf dem investierten Kapital hat sich wegen des Gewinnrückgangs und der aufgeblähten Bilanz zuletzt noch stärker verringert.

Schätzungen: ●●●●● ●●●●● ●●●●● ●●●●● ●●●●●

Bewertung

Kurs-Gewinn-Verhältnis (letzte 12 Monate)



Kurs-Buchwert-Verhältnis (letzte 12 Monate)



Unternehmenswert zu Ebitda (letzte 12 Monate)



Zudem sollten 2016 Aktiva im Wert von 4 bis 5 Mrd. \$ verkauft werden. Dieses Ziel ist eben erreicht worden: Vor zehn Tagen gab Glencore den Verkauf ihres Kohletransportgeschäfts in Australien für 1,14 Mrd. austr. \$ (875 Mio. \$) bekannt. Zuvor schon hatte der Konzern 49,99% seines Agrargeschäfts für 3,1 Mrd. \$ an Käufer aus Kanada abgetreten und einen 30%-Anteil an einer australischen Goldmine samt künftiger Produktion für 880 Mio. austr. \$ (675 Mio. \$) verkauft.

Mit diesen Massnahmen kann Glencore die Nettoverschuldung bis Ende 2016 auf voraussichtlich noch 16,5 bis 17,5 Mrd. \$ drücken. Diese Reduktion der Verschuldung beginnt bei den Ratingagenturen schon Wirkung zu zeigen. Standard & Poor's revidierte Ende September den Ausblick für das Kreditrating von «stabil» auf «positiv», was heißt, dass nächstens eine Heraufstufung folgen könnte. Aktuell

steht das langfristige Kreditrating für Glencore bei BBB-, eine Stufe über Ramschneiveau. Dass Glencore das Vertrauen der Investoren wieder gefunden hat, zeigt sich anderswo: Der Konzern konnte dieses Jahr dreimal erfolgreich am Kapitalmarkt auftreten. Im Februar gelang es, bei den Banken eine regelmässige Kreditfazilität über 8,45 Mrd. \$ zu erneuern. Das Geld wird zur Finanzierung des Tagesgeschäfts gebraucht. Und im April (250 Mio. Fr.) sowie im September (1 Mrd. €) nahm Glencore am Anleihenmarkt Kapital auf, um bestehende Schulden zu refinanzieren.

Auch dem Rohstoffpreisfall schaute Glencore nicht untätig zu. Im Herbst 2015 beschloss der Konzern, die Zinkproduktion um 500 000 Tonnen zu reduzieren. Das entspricht einem Drittel der eigenen Jahresförderung und 4% der Weltproduktion. Zudem wurden zwei Kupferminen in

Kongo und Sambia vorübergehend stillgelegt und so 400 000 Tonnen Kupfer aus dem Markt genommen. Das sind über ein Viertel der eigenen Förderung und 2% der Weltproduktion. Ziel dieser ungewöhnlichen Angebotskürzungen ist es, Produktion aus den überversorgten Märkten herauszunehmen, um so einen Boden unter die fallenden Rohstoffpreise zu ziehen: Beim Zink gelang das bestens und beim Kupfer ansatzweise (vgl. Preischart).

Glencore ist in ihrer heutigen Form

2013 entstanden, als für 30 Mrd. \$ das Bergbauunternehmen Xstrata übernommen wurde. Zuvor war Glencore ein mehr oder weniger reiner Rohstoffhändler. Mit einem Börsenwert von 44,4 Mrd. \$ ist Glencore heute der drittgrösste Rohstoffkonzern der Welt. Noch grösser sind nur BHP Billiton und Rio Tinto. Glencore produziert und handelt zurzeit über neunzig Rohstoffe. Die wichtigsten sind Kupfer,

Zink, Blei, Nickel und Ferrochrom im Metallbereich, Kohle und Öl im Energiesegment sowie Weizen, Mais, Ölsaaten, Zucker und Baumwolle im Agrarsektor. Die Marketingaktivitäten (Rohstoffhandel) trugen 2015 80% zum Umsatz und 95% zum bereinigten Ebit bei (vgl. Grafiken). Die Industrieaktivitäten (Bergbau und Landwirtschaft) sind sekundär.

Kurspotenzial beschränkt

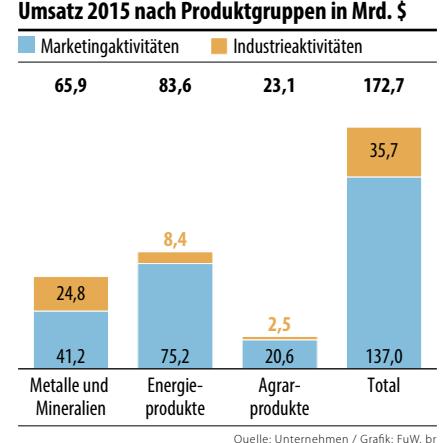
Glencore hat im Zusammenhang mit der Übernahme von Xstrata einen riesigen Schuldenberg aufgebaut (vgl. Grafik «Bilanz» oben). Dieser wird jetzt abgebaut. Weil dieser Abbau aber zur Unzeit – bei flauer Weltkonjunktur und niedrigen Rohstoffpreisen – erfolgt, geht das nicht ohne schmerzhafte Massnahmen. Bis jetzt hat Glencore aber geliefert. Das führt dazu, dass das Vertrauen der Anleger in das Unternehmen zurückkehrt; der Aktienkurs stieg seit Anfang Jahr knapp 180%.

Mit einem Grund für die Rally war aber auch, dass sich viele Rohstoffpreise stabilisiert oder sogar erholt haben. Weitere Kursgewinne hängen davon ab, ob diese Tendenz anhält – und ob, wie bei der Präsentation der Halbjahresresultate im August angedeutet, die Dividendenzahlungen wieder aufgenommen werden. Das Aufwärtspotenzial ist aber beschränkt. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2017 von 24 sind die Aktien nämlich schon statthalt bewertet (BHP Billiton: 26, Rio Tinto: 15). Ein Engagement in den Aktien ist beim aktuellen Niveau deshalb nur bei Kursrücksetzen zu empfehlen.

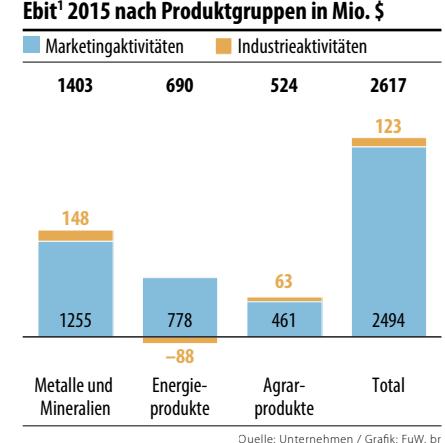
Entwicklung von Kupfer- und Zinkpreisen



Umsatz 2015 nach Produktgruppen in Mrd. \$



Ebit' 2015 nach Produktgruppen in Mio. \$



Umfassende Massnahmen

Was ist seither geschehen? Um die Nerven der Anleger zu beruhigen, legte Glasenberg ein Schuldenabbauprogramm auf. Es sah geldsparende und geldgenerierende Massnahmen vor. Zu den geldsparenden Massnahmen gehörte, dass die Schlussdividende 2015 und die Zwischendividende 2016 gestrichen wurden. Darauf konnten 2,4 Mrd. \$ gespart werden. Weiter wurde an den Investitionen im Bergbaubereich geschraubt: Sie sollten bis Ende 2016 um 500 Mio. bis 1 Mrd. \$ zurückgefahren werden.

Zu den geldgenerierenden Vorhaben gehörte eine Kapitalerhöhung über 2,5 Mrd. \$.