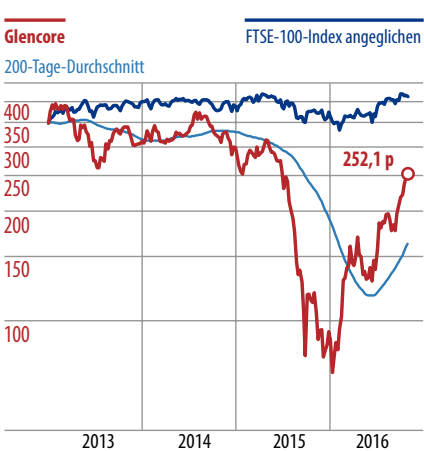


Glencore ist auf dem Weg zur Besserung

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

Glencore



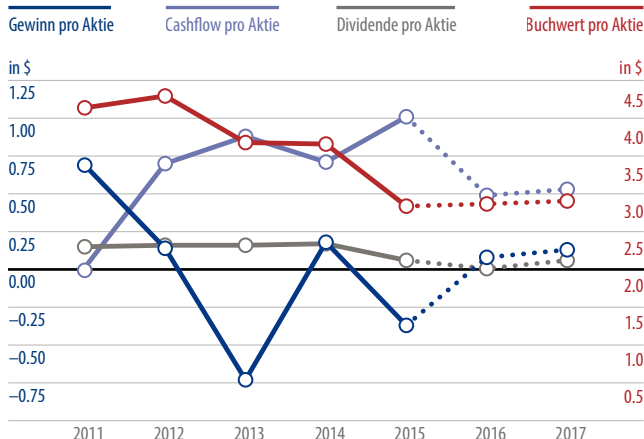
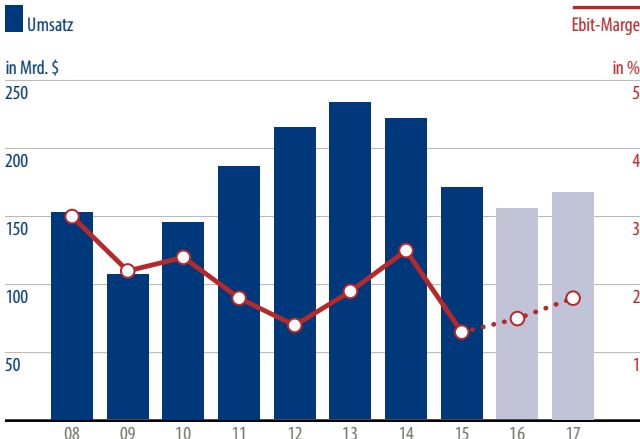
Aktiendaten					
je Aktie in \$	2014	2015	2016 ^A	2017 ^A	
Cashflow	0.71	1.01	0.49	0.53	
Gewinn	0.18	-0.37	0.08	0.13	
Dividende	0.17	0.06	0.00	0.06	

^{A)} Schätzung

Geschäftsjahr		Januar bis Dezember
Börse	London	
Kategorie	Common Stock	
Valor	12964057	
Börsenkürzel	GLEN	
Börsenwert	44 Mrd. \$	
Aktienkapital eingeteilt in	146 Mio. \$	
	14,6 Mrd. Aktien à 1 Cent	
Bedeutende Aktionäre	Qatar Investment Authority (9,0%), Ivan Glasenberg (8,4%), BlackRock (7,4%)	

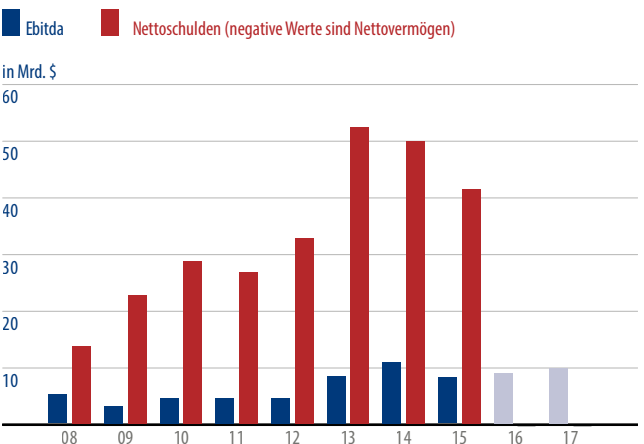
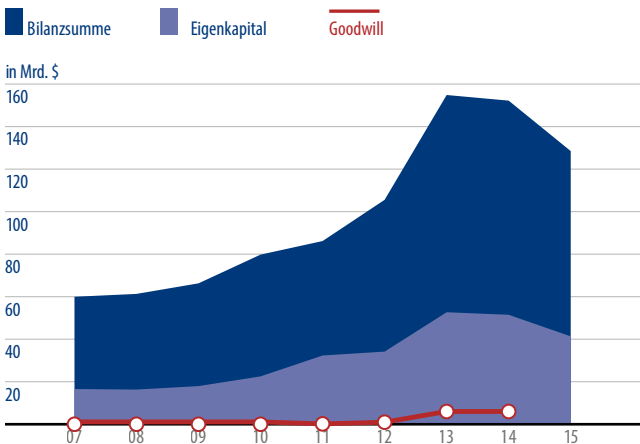
+/- Erfolgsrechnung

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 erholen 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.

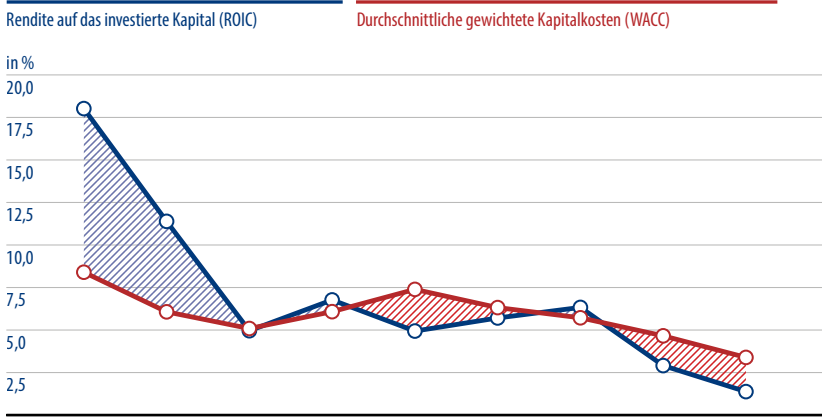


Bilanz

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 könne im Zug des Rohstoffpreiserfalls ihre Schulden nicht mehr bedienen, den Aktienkurs in die Tiefe sausen und die die Kreditausfallprämien in die Höhe schnellen liessen. Seit der Übernahme von Xstrata ist auch ein wenig Goodwill in der Bilanz enthalten.



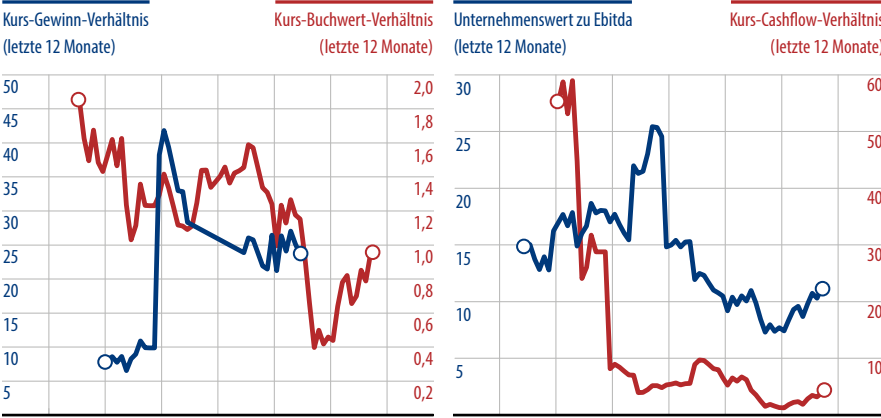
Rentabilität



Seit der globalen Wirtschaftskrise 2009 hat Glencore nur noch zweimal – 2010 und 2013 – ihre Kapitalkosten verdient. Das trotz eines Rohstoffpreisbooms, der bis 2014 anhält. 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



Der Sprung im Kurs-Gewinn-Verhältnis Ende 2012 ist auf einen Gewinneinbruch zurückzuführen. Seither hat sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis abgeschwächt, ist aber auf Basis der Schätzung für 2017 immer noch stattlich. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis steigt seit 2016 im Gleichschritt zum Aktienkurs. Der aktuelle Wert von 1 zeigt eine angemessene Bewertung von Glencore an. Der Bueckel im Verhältnis von Unternehmenswert zu Ebitda in 2013 ist auf Xstrata zurückzuführen: Mit der Übernahme steigt der Unternehmenswert, mit den nachfolgenden Abschreibungen sinkt er.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, fuv.ch/aktienfuehrer / Grafik: br

MARTIN GOLLMER

Glencore-Chef Ivan Glasenberg kann sich zurzeit eine Atempause gönnen. Der Kurs der in London kotierten Aktien des Schweizer Rohstoffkonzerns ist seit Anfang Jahr knapp 180% gestiegen, die Nettoverschuldung inklusive schnell vermarktbarer Lagerbestand, die Mitte 2015 noch bei knapp 30 Mrd. \$ stand, befindet sich auf dem Weg zu einem akzeptablen Niveau.

Vor einem Jahr sah alles noch ganz anders aus. Hedge Funds wetteten gegen Glencore, weil sie die Gefahr sahen, dass das Unternehmen seine turmhohen Schulden wegen des Rohstoffpreiserfalls bald nicht mehr bedienen könnte. Unter den Anlegern brach daraufhin Panik aus, der Kurs der Glencore-Aktien sauste an einem einzigen Tag 29% in die Tiefe.

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 Zwischen-dividende 2016 gestrichen wurden. Dadurch konnten 2,4 Mrd. \$ gespart werden. Weiter wurde an den Investitionen im Bergbaubereich gespart: Sie sollten bis Ende 2016 um 500 Mio. bis 1 Mrd. \$ zurückgefahren werden.

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

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 zukünftiger 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

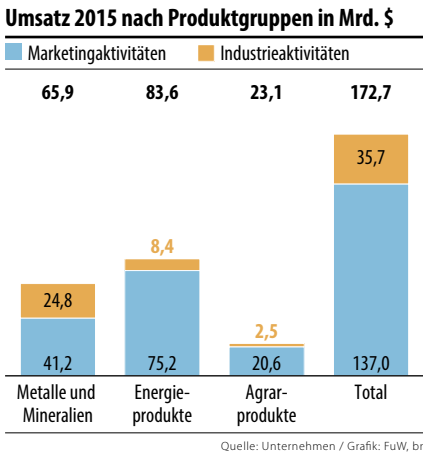


Quelle: Thomson Reuters / FuW

steht das langfristige Kreditrating für Glencore bei BBB-, eine Stufe über Ramschniveau.

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.

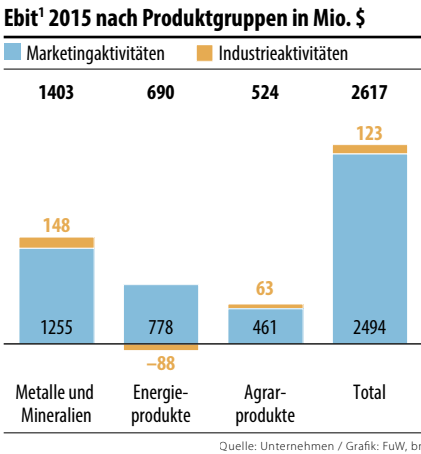
Auch dem Rohstoffpreiserfall schaute Glencore nicht untätig zu. Im Herbst 2015 beschloss der Konzern, die Zinkproduktion um 500 000 Tonnen zu reduzieren. Das entspricht einem Drittel der eigenen Jahresförderung und 4% der Weltproduktion. Zudem wurden zwei Kupferminen in



Quelle: Unternehmen / Grafik: FuW, br

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,



Quelle: Unternehmen / Grafik: FuW, br

Zink, Blei, Nickel und Ferrochrom im Metallbereich, Kohle und Öl im Energie-segment 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 schmerzhaftes Massnahmen. Bis jetzt hat Glencore aber geliefert. Das führte dazu, dass das Vertrauen der Anleger in das Unternehmen zurückkehrte; der Aktienkurs stieg seit Anfang Jahr knapp 180%.

Mit ein 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 stattlich bewertet (BHP Billiton: 26, Rio Tinto: 15). Ein Engagement in den Aktien ist beim aktuellen Niveau deshalb nur bei Kursrücksetzern zu empfehlen.