

Glencore steht vor einem Haufen Probleme

SCHWEIZ Im Kongo geht es drunter und drüber. Auch in Russland läuft es nicht rund. Finanziell ist der Rohstoffkonzern aber ausgezeichnet unterwegs.

Glencore



Aktienkennzeichen	2016	2017	2018 ^A	2019 ^A
Cashflow	0.40	0.41	0.87	0.89
Gewinn	0.10	0.40	0.48	0.44
Dividende	0.07	0.20	0.22	0.22

Geschäftsjahr		Januar bis Dezember	
Börse	London		
Kategorie	Common Stock		
Valor	12964057		
Börsenkürzel	GLEN		
Börsenwert	55 016		
Aktienkapital	144,2 Mio. \$		
eingeteilt in	14,425 Mrd. Aktien à 0.01\$		

Bedeutende Aktionäre	
BlackRock	(9,1%)
Qatar Investment Authority	(8,5%)
Ivan Glasenberg	(8,4%)
Capital Group Companies	(3,4%)
Harris Associates	(3,4%)

MARTIN GOLLMER

Wer wagt, gewinnt, scheint die Devise von Glencore zu lauten. So investierte der in London kotierte Rohstoffkonzern mit Hauptsitz im zugerischen Baar jahrelang kräftig im Krisenstaat Kongo. Konkurrenten wie BHP Billiton und Rio Tinto zogen sich dagegen aus dem Land zurück, entnervt von den chaotischen Geschäftsbedingungen. Gleichzeitig bandelte Glencore mit dem israelischen Geschäftsmann Dan Gertler an, um Zugang zu Mineralien zu erhalten. Gertler ist ein Freund von Kongos diktatorischem Staatschef Joseph Kabila und wurde immer wieder mit Korruption in Verbindung gebracht.

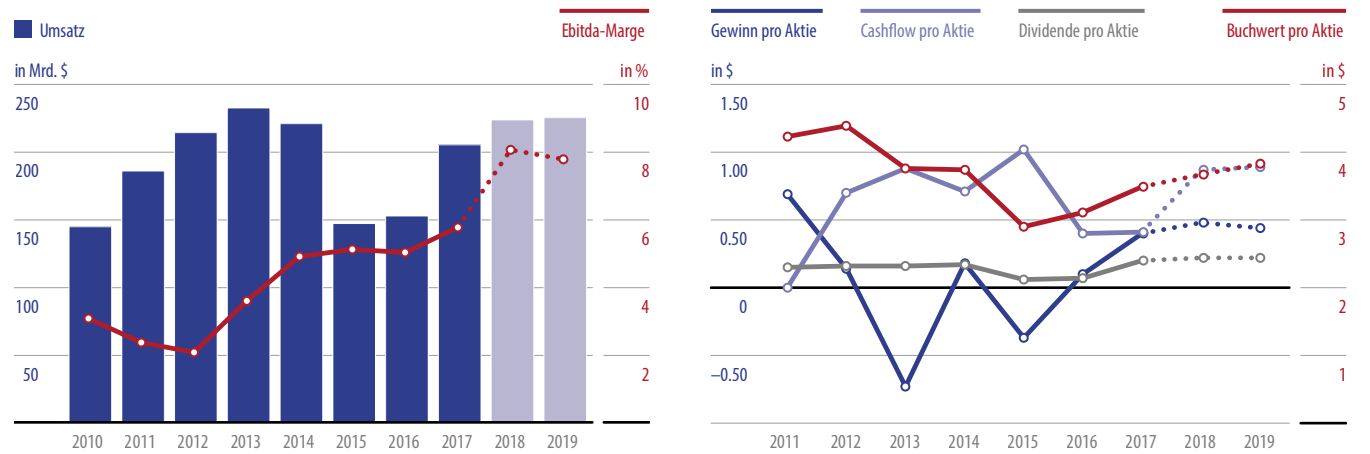
Die hohe Risikobereitschaft zahlte sich aus. Nicht zuletzt dank der Investitionen im Kongo und der Verbindung zu Gertler stieg Glencore zum global grössten Produzenten von Kobalt und zum drittgrössten Förderer von Kupfer auf.

Kabila will mehr

Doch jetzt häufen sich die Probleme. Kabila hat gemerkt, dass sein Land auf Rohstoffen sitzt, die für die aufkommende Elektromobilität strategisch wichtig sind. Er hat deshalb im März ein Minengesetz in Kraft gesetzt, das eine Verfünffachung der Abgaben auf Rohstoffe vorsieht. Glencore ist davon als grösstes im Kongo aktives westliches Rohstoffunternehmen stark betroffen und versucht – zusammen mit anderen Minengesellschaften – das Gesetz abzuschwächen.

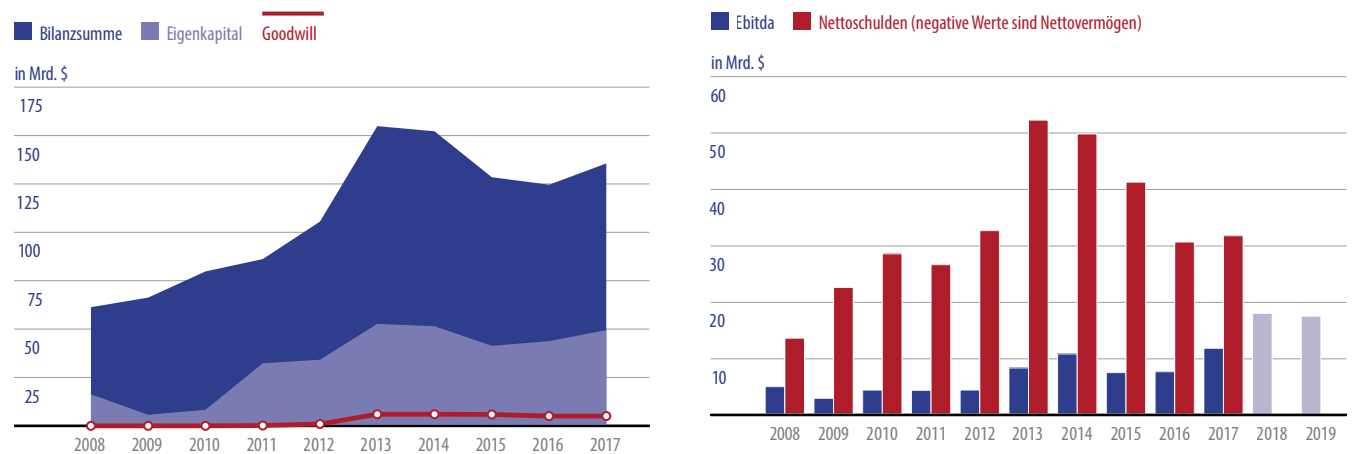
+/- Erfolgsrechnung

Die Erfolgsrechnung von Glencore zeigt deutliche Spuren der Rohstoffpreisbaisse 2015 und 2016. Der Umsatz brach in diesen Jahren regelrecht ein. Inzwischen hat er sich auf das alte Niveau erholt. Die jüngste Steigerung der Marge und des Gewinns pro Aktie ist nicht nur auf wieder höhere Rohstoffpreise zurückzuführen. Auch Kostensenkungs- und Effizienzmassnahmen leisteten einen Beitrag. Dies, nachdem Anleger im Jahr 2015 befürchtet hatten, Glencore könne ihre turmhohen Schulden nicht mehr bedienen.



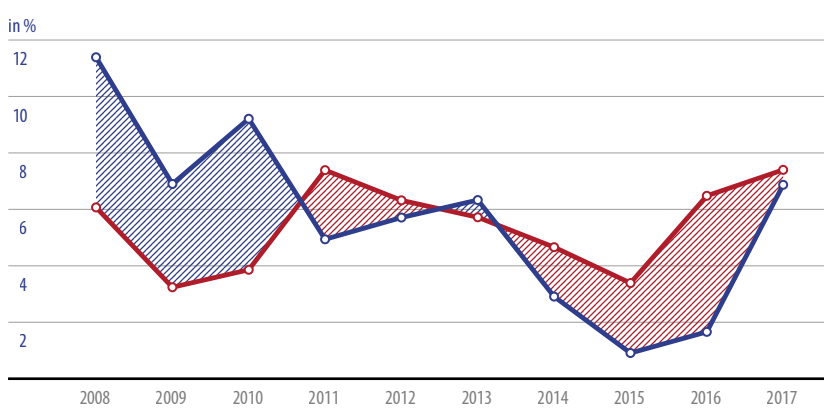
Bilanz

Die Bilanz von Glencore ist geprägt von der Übernahme von Xstrata 2013. Diese liess Bilanzsumme und Nettoschulden sprunghaft steigen. Während der Rohstoffpreisbaisse kamen bei den Anlegern Zweifel auf, ob Glencore diese Schulden noch bedienen kann, wenn die Baisse länger anhält. Der Aktienkurs geriet entsprechend ins Taumeln. Der Rohstoffkonzern lancierte deshalb 2015 ein Schuldenabbauprogramm, das sowohl ausgaben- wie einnahmenseitige Massnahmen vorsah. Deren Erfolg stellte sich ein.



Rentabilität

Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) Durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten (WACC)

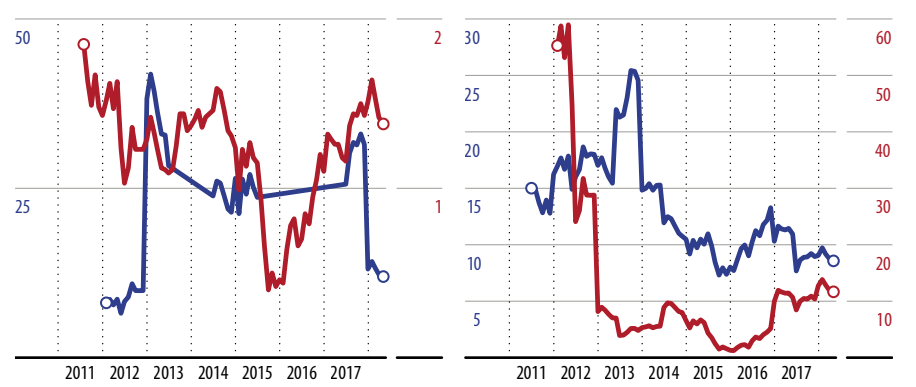


Glencore hat als Rohstoffhandelsunternehmen bis 2011 noch Wert geschaffen. Seit der Übernahme des Bergbaukonzerns Xstrata 2013 wird jedoch Wert vernichtet. Das hängt damit zusammen, dass die Akquisition weitgehend schuldenfinanziert war. Die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (WACC) sind seither höher als die Rendite auf das investierte Kapital (ROIC). Seit 2016 nähern sich die beiden Werte jedoch wieder an.

Schätzungen: ●○○○ ○●○○ ●○○○ ○●○○ ○○○● ○○○○

Bewertung

Kurs-Gewinn-Verhältnis (letzte 12 Monate) Kurs-Buchwert-Verhältnis (letzte 12 Monate) Unternehmenswert zu Ebitda (letzte 12 Monate) Kurs-Cashflow-Verhältnis (letzte 12 Monate)



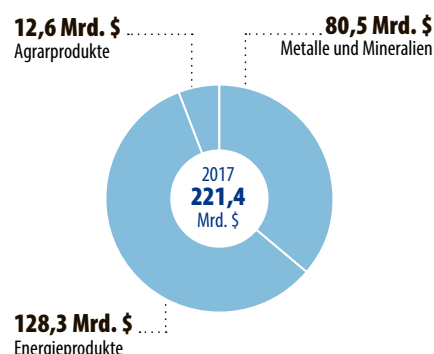
Während die Aussicht auf die Übernahme von Xstrata den Aktienkurs von Glencore und die Bewertung gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis hochschnellen liess, sank es wieder deutlich, nachdem der Rohstoffkonzern den Turnaround geschafft hatte und der Gewinn schneller stieg als der Kurs. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis spiegelt die Rohstoffpreisbaisse 2015 und 2016. Der Unternehmenswert zu Ebitda und das Kurs-Cashflow-Verhältnis sind nach der Übernahme von Xstrata kräftig gesunken. Tiefststände erreichten die beiden Werte während der Rohstoffpreisbaisse.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, fuw.ch/aktienfuehrer / Grafik: sm

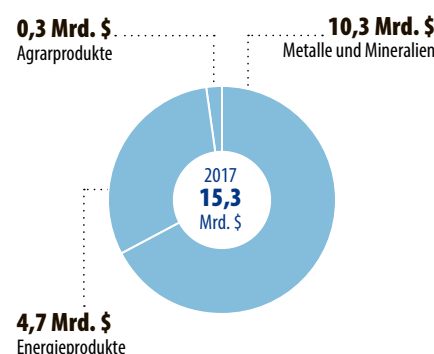
nicht, einen Anteil am staatlichen russischen Ölkonzern Rosneft an ein chinesisches Unternehmen zu verkaufen, nachdem dieses in Schwierigkeiten geraten war. Der Anteil wurde schliesslich vom Staatsfonds von Katar übernommen, dem zweitgrössten Investor von Glencore.

Auch ein Zeichen für hohe Risikobereitschaft sind die Investitionen von Glencore in Kohleminen in einer Zeit, da der der CO₂-reiche fossile Brennstoff angesichts verstärkter Bemühungen der Staatengemeinschaft zur Verringerung des Klimawandels zunehmend gemieden wird. So hat der Rohstoffkonzern eben den 1,1 Mrd. \$ schweren Kauf einer 49%-Beteiligung am Kohlebergwerk Hunter Valley Operations in Australien abgeschlossen. Schon im März übernahm Glencore selbenorts für 1,7 Mrd. \$ einen 82%-Anteil an der Kohlemine Hail Creek sowie 71% an der Kohlelagerstätte Valeria. Das

Umsatz 2017



Bereinigter Ebitda 2017



Quelle: Glencore / Grafik: FuW, sb

Quelle: Glencore / Grafik: FuW, sb

Vorwürfe als haltlos zurück. Er respektiere die Rechte seiner Mitarbeitenden und befolge international gültige Standards wie die Allgemeine Erklärung der Menschenrechte der Uno.

Sehr gutes Jahr 2017

Das alles verdeckelt, dass Glencore ein ausgezeichnetes Jahr 2017 hinter sich hat. Auf einem Umsatz von 221,4 Mrd. \$ (+34% gegenüber dem Vorjahr) ergab sich ein Gewinn von 5,8 Mrd. \$ (+319%). Die Nettoverbindlichkeiten konnten 31% auf noch 10,7 Mrd. \$ gesenkt werden. Vergessen sind die Zeiten im Herbst 2016, als Anleger massenweise Aktien verkaufen, weil sie fürchteten, der Konzern könne wegen der Rohstoffpreisbaisse seine sehr hohen Schulden nicht mehr bedienen. Glencore konnte deshalb eine Dividendenausschüttung in der Höhe von insgesamt 2,9 Mrd. \$ bekanntgeben (0,20 \$ pro Aktie) – komfortabel über dem selbst definierten Ziel von mindestens 1 Mrd. \$ plus 25% des Cashflows aus den Bergbauaktivitäten.

Die Aktien von Glencore haben seit Anfang Jahr 3,4% nachgegeben, während die Titel der Konkurrenten BHP Billiton (+10%) und Rio Tinto (+7%) deutlich zugelegt haben. Auch die Bewertung hinkt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10 für 2018 BHP Billiton (13) und Rio (12) hinterher. Der Hauptgrund dürften die aktuellen Probleme Glencores im Kongo sein. Wer glaubt, dass sie sich in nützlicher Frist lösen lassen, und über viel Risikofähigkeit verfügt, setzt deshalb jetzt auf die Papiere des Rohstoffkonzerns.