

# Nyrstar, aandeelhouder vs. obligatiehouder



Wim Lewi  
Onafhankelijk analist

**Nyrstar is al langer een populair aandeel** bij de Belgische particuliere belegger met een hoger risico profiel. Er staat ondertussen ook een aanzienlijk bedrag aan obligaties uit bij dezelfde particuliere belegger. Dat vraagt om een vergelijking tussen beide categorieën. Ondanks de slechte operationele prestaties van Nyrstar heeft de waardering van het bedrijf het er nog goed vanaf gebracht. De ondernemingswaarde van een bedrijf bestaat uit het aandeelkapitaal plus de netto schuldpositie. Heel wat beleggers zullen misschien de wenkbrauwen fronsen, maar Nyrstar is nu meer waard dan toen het in 2007 aan 16 euro werd afgesplitst door Umicore. Nyrstar had toen een ondernemingswaarde van 1,06 miljard euro. Deze is nu opgelopen tot 1,25 miljard euro.

**Aandeelhouder vs. Obligatiehouder** Het aandeel lijkt nu goedkoop omdat het op enkele jaren van 16 naar 3 euro is gedaald. Bij Nyrstar is dat eigenlijk omgekeerd. In 2007 betaalde men een normale ondernemingswaarde van 4,3 keer EBITDA (operationele kasstroom). Dat is nu opgelopen tot meer dan 10 keer EBITDA. Het bedrijf heeft naast tegenslag ook last van enkele ongelukkige beleidskeuzes. Het aandeel vertegenwoordigt nu een optiewaarde op een reddingsscenario. Die mogelijkheid bestaat nog, maar de tijdswaarde tikt stevig door. Op het moment dat een bedrijf in moeilijkheden komt, divergeren de belangen van de aandeelhouders en obligatiehouders. De belangen worden dan tegengesteld aan elkaar. Dat werd onlangs voor aandeelhouders van Imtech en Electrawinds pijnlijk duidelijk. Bij Imtech verdriedubbelden de banken het rendement op hun uitstaande schulden via hogere rente en vergoedingen. De aandeelhouders verwaterden voor meer dan 75%. Bij Electrawinds stuurden de obligatiehouders het bedrijf naar de curator van zodra het water aan hun enkels reikte. De aandeelhouders en achtergestelde leningen dreigen alles te verliezen.

**Wat zijn de financiële obstakels?** Er is een negatieve structurele trend die de zinkvraag onder druk zet. Het bedrijf heeft bovendien enkele inschattingfouten gemaakt. De belangrijkste fout was de aankoop van mijnbedrijven met grote goud- en zilverproductie op de piek van een oververhitte (edel)-metaalcyclus. Het bedrijf heeft zich hiervoor tot aan de nek in schulden gestoken. Nyrstar is nu voor 50% een mijnbouwbedrijf. Vroeger was het een 100% verwerkend be-

drijf dat kon profiteren van dalende ertsprijzen. Nu deelt het mee in de klappen. Nyrstar stond al in een spreidstand tussen Australië (Zinifex) en België (ex-Union-Minière). Met de mijnbouwinvestering kreeg het een zorgenkind bij in Latijns-Amerika. De Australische link is waarschijnlijk de verklaring voor het ongebreidelde optimisme in de Chinese vraag naar grondstoffen. Deze vraag is ondertussen aanzienlijk bekoeld.

De ontbinding van het toeleveringscontract met Glencore was een tweede nagel aan de doodskist. Daar heeft Nyrstar op zich geen schuld aan. Het werd opgelegd door de Europese Commissie na de overname van Xtrata door Glencore. Bij de ontbinding van de Glencore-relatie maakte Nyrstar wel een inschattingfout door de 7,8% kruisparticipatie van Glencore in Nyrstar over te nemen tegen 3,4 euro. Nyrstar speculeerde dat het deze aandelen hoger in de markt kon plaatsen, niet dus. De derde probleemzone betreft de relatie met Talvivaara. Nyrstar heeft in zijn drang om de toevoer van erts te verzekeren in 2010 een contract afgesloten met Talvivaara voor 243 miljoen uuro. Talvivaara kwam nog maar een fractie van zijn belofte na. Het Finse bedrijf is vooral actief in nikkel, waar de voorraden verviervoudigd zijn in evenveel jaar. Talvivaara is bij de huidige metaalprijzen niet levensvatbaar. Deze investering is waarschijnlijk verloren voor Nyrstar.

**Groeivoorzichten zijn mager** Zink is het vierde meest voorkomende metaal met een jaarlijkse productie van ongeveer 12 miljoen ton. Ongeveer 70% van de productie is afkomstig uit mijnbouw, de overige 30% uit de recyclage van secundaire zink. China is op dit moment veruit de grootste verbruiker met 3,5 miljoen ton, dat is 6 keer meer dan de vs. De Chinese vraag is gedreven door het gebruik van gegalvaniseerd staal in de uitbouw van hun infrastructuur. De vooruitzichten zijn negatief omdat Chinese economie verschuift naar binnenlandse consumptie en er ook een recyclage stroom op gang komt zoals in de Westerse landen. Zink en lood worden ook al lange tijd gebruikt als anode materiaal voor batterijen. Zink is echter veel minder reactief dan lithium. De vraag naar batterijen groeit nog steeds door nieuwe toepassingen zoals transport. De goedkope technologieën op basis van zink maken plaats voor betere vermogen-per-gewichtstechnologieën (Saft). De batterij groeifase in China schakelt ook om naar een recyclagefase. Gebruikte batterijen werden op massale schaal gedumpt en vormen nu

een groot bovengronds potentieel. Hierdoor zijn de globale prijsvooruitzichten op lange termijn voor zink negatief. Een economisch herstel in Europa kan deze trend ook niet keren voor het huidige Nyrstar.

## Winst van bijproducten keldert

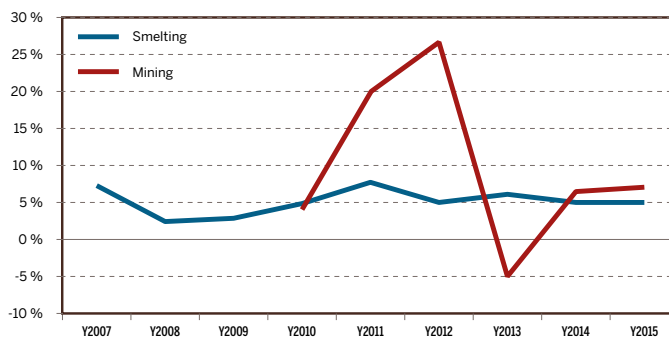
De winstgevendheid van de traditionele smeltingactiviteiten houdt nog redelijk stand ondanks de gedaalde eindvraag. Nyrstar onderhandelt met zijn klanten over een lange termijn behandelingsmarge voor de verwerking van de erts tot zink. Deze industrie is zeer kapitaalintensief en heeft hoge switch-off/on kosten. De industrie zal eerst enkele kwartalen op verlies draaien alvorens de sector zijn capaciteit terugbrengt. De financieel sterke bedrijven komen deze fase het best door.

De winstgevendheid ligt een stuk moeilijker in het mijnbouwsegment. Nyrstar kon vroeger de leveranciers tegen elkaar uitspelen, maar is nu zelf speelbal geworden van de paniek in de grondstoffenmarkt en specifiek in de edele metalen. Nyrstar rekende er in 2011 waarschijnlijk op dat de goud en zilverkoorts zou aanhouden en de 'bijproducten' van hun mijnen een mooi extra inkomen zou opleveren. Edele metalen zijn sinds 2011 een kwart van de mijnproductie. De extreme daling van de goud- en zilverprijs duwde de riant operationele winstmarge van 26 % over 2012 in het rood zonder veel uitzicht op beterschap. Integendeel, de verkoop van edele metalen wordt op voorhand ingedekt. Over 2013 kon Nyrstar nog genieten van de winsten op deze indekking. De mijnen van Nyrstar zijn bovendien relatief hoge kosten producenten. Bij verdere prijsdalingen van de edelmetalen, kan je deze beter stilleggen. De hiervoor uitstaande leningen blijven doorlopen. Nyrstar heeft in 2011 een hefboominvestering opgezet in goud en zilver. Die investering had bij een goudprijs van 2000 dollar en een sterke dollar het aandeel waarschijnlijk naar 20 euro geduwd. Die toenmalige consensusvoorspellingen zijn niet uitgekomen.

## Kapitaalplannen zijn onrealistisch

Nyrstar verbaasde eind oktober 2013 met een ambitieus expansieplan. Het wil

Winstmarge van smelting vs. Mining

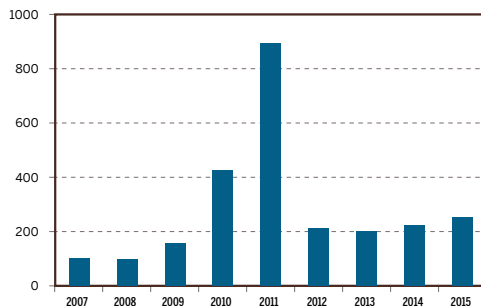


een gedeelte van zijn verwerkingsactiviteiten omvormen tot efficiënte recyclagecapaciteit. Het gelooft dat deze investering een rendement van 25 tot 30 % gaat opbrengen. Dit heeft wel eerst een investering van 550 miljoen euro nodig. Umicore heeft deze keuze al in 2007 gemaakt en Cumerio en Nyrstar in de etalage gezet om die investering te betalen. Hoe Nyrstar dit kapitaal zal verzamelen wordt niet uitgelegd. Deze plannen zijn vooral slecht nieuws voor de obligatiehouder omdat het de financiële buffer van het bedrijf verder zal aantasten.

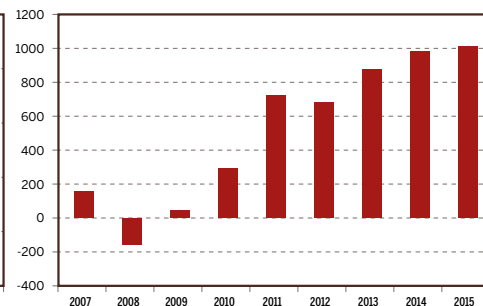
2016 lening met 5,4 % coupon aan 94 %. Eind vorig jaar daalde de koers zelfs even tot 70 %. Deze obligatie-uitgifte van 525 miljoen werd gretig opgenomen door de Belgische retailmarkt. De rente van 5,4 % lijkt heel aantrekkelijk in vergelijking met de nulrentedictatuur van de Amerikaanse centrale banken. Deze monetaire politiek heeft er voor gezorgd dat de zieke bedrijven kunnen overleven en er in de toekomst geen gezonde bodem voor de economie is ontstaan. Het aflossingsschema voor de Nyrstar-obligaties over de komende jaren is ook beangstigend:

De slecht geplaatste investeringen van 2011 zorgden voor een schuldsneeuwbal effect

Capex



Net financial debt



## Wat is de Nyrstar obligatie waard?

Aandelenanalisten kijken traditioneel neer op obligatie-analyses. Voor een aandeel bestaat er een eindeloos potentieel aan waarderingen, terwijl de obligatie-analyse enkel de kans moet berekenen dat de aandelenbuffer te klein is. De obligatie-analist krijgt bovendien nog de steun van de ratingbureaus met eenvoudige lettercodes (AAA tot CCC). Obligatie-analyse verandert echter in een boeiende job wanneer een bedrijf naar het zwarte gat van financiële problemen wordt gezogen. Dan wordt het een echt pokerspel van tegenstrijdige belangen. Het bedrijf zal uiteindelijk voor zijn aandeelhouders

- 119 mln. obligatielening aan 7 %, vervaldatum Juli 2014
- 225 mln. obligatielening aan 5,5 %, vervaldatum April 2015
- 525 mln. obligatielening aan 5,4 %, Mei 2016, noteert aan 88 % voor een rendement van 10,5 %
- 121 mln. converteerbare obligatie aan 4,3 %, 2018

In de vs wordt de kans op wanbetaling geschat op 5 % voor BBB en 45 % op B bedrijfsobligaties. Een B bedrijfsobligatie heeft in de vs op dit moment een rendement dat 500 basispunten boven de 10-jarige rente ligt. Voor een CCC is dat al snel 900 basispunten. De

obligatiemarkt schat dus dat de kans op wanbetaling bij Nyrstar rond 45% ligt omdat de spread meer dan 500 basispunten bedraagt. Wanbetaling betekent niet onmiddellijk het verlies van de hoofdsom, maar kan al bij het missen van een interestbetaling. De obligatiemarkt lijkt het risico van het bedrijf dus hoger in te schatten dan de aandelenmarkt. De realiteit is dat de netto schuld al meer dan 7 keer de EBITDA bedraagt en een bank op dit moment al zou onderhandelen over een schuldherschikking.

**Obligatie vs. aandeel** Het bedrijf staat voor enkele moeilijke keuzes waarbij de impact voor de aandelen en obligaties aanzienlijk kan verschillen. Het ambitieuze expansieplan is positief voor de aandeelhouders omdat het de optiewaarde verhoogt. Aan de andere kant is het plan heel moeilijk te financieren. Een uitgifte van nieuwe aandelen zal voor een massale verwatering zorgen en misschien 100 miljoen opleveren. Het dividend kost jaarlijks nog 26 miljoen euro en is een regelrechte aanslag op de obligatiehouders. Dat kan best naar nul gebracht worden. Nyrstar kan moeilijk nieuwe leningen afsluiten omdat zijn huidige obligaties aan junk status noteren en het een interest van 11% niet kan dragen. Het bedrijf

stelt dat het nog 400 miljoen aan financiering kan optrekken. Het zou me verbazen dat daar in de huidige bankomgeving geen convenanten aan vasthangen.

Er is steeds nog een kans op een succesvolle transformatie door een welgemikte verkoop van activa. De financiële balans laat vaste activa zien van 1,7 miljard euro, waarvan 0,8 miljard voor de recent aangekochte mijnen. Daar krijg je nu waarschijnlijk geen kwart voor terug, maar een gedeeltelijke verkoop van de mijnen met hoge goudconcentraties, koopt wel een jaar respijt. De strategie van integratie kan dan ook behouden blijven. Nyrstar kan ook een smeltinginstallatie verkopen aan een bedrijf dat de cash en ervaring heeft om deze om te bouwen tot een recyclageactor. Het management moet zich in ieder geval realiseren dat de foutenmarge onder tussen heel klein is geworden. Een nieuw en realistisch plan zal vooral de obligaties steunen. De krachtverhouding ligt volgens mij in het voordeel van de obligaties omdat een verwaterende aandelenuitgifte een typische voorwaarde is om de obligatiehouders aan boord te krijgen en een uitstel van betaling te slikken. Bij dergelijke schuldherschikkingen treden normaal de grote obligatiehouders en de banken in gesprek met het bedrijf. Omdat

de Nyrstar 2016 obligaties vooral bij particuliere beleggers zijn geplaatst, zijn er geen natuurlijke gesprekspartners die de druk op het bedrijf kunnen opvoeren en een oplossing afdwingen. Ik zou in ieder geval de obligatie boven het aandeel kiezen, maar aan 94 cent is het ook niet bepaald goedkoop. Ondertussen hebben de eerste shortfondsen hun posities ingenomen. De kans dat een overnemer een premie betaalt om de controle over de activa te verwerven is vrij klein omdat de activa op dit moment niet in trek zijn.

Een koersdoel op het Nyrstar aandeel plakken is een binair gegeven. Als een herstructureringsplan erin slaagt de winstgevendheid terug op te krikken boven 6% is er een grote hefboom op de aandeelkoers. De goudprijs moet ook significant hoger gaan om dit te kunnen realiseren. In een optimistisch scenario is een koersdoel van 2,5 euro mogelijk. De kapitaalkosten van 10% weerspiegelen het hoge risico. De kaarten zullen binnenkort geschud worden tussen de aandeelhouders en de obligatiehouders. De resultaten worden gepubliceerd op 6 februari.



REDACTIE 23 JANUARI 2014

#### DCF berekening Nyrstar

| Saved            | 2012       | 2013   | 2014          | 2015  | 2016  | 2017                 | 2018       | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|------------------|------------|--------|---------------|-------|-------|----------------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| Salesgrowth      | -8,3 %     | -7,2 % | -2,1 %        | 0,3 % | 2,0 % | 2,0 %                | 2,0 %      | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,5 % |
| Sales            | 3070       | 2849   | 2789          | 2798  | 2854  | 2911                 | 2969       | 3029  | 3089  | 3151  | 3230  |
| Oper. Margin     | -0,7 %     | -5,4 % | -1,4 %        | 1,8 % | 3,2 % | 4,0 %                | 5,0 %      | 5,5 % | 6,0 % | 6,1 % | 6,3 % |
| Oper. Income     | -22        | -154   | -39           | 50    | 91    | 116                  | 148        | 167   | 185   | 192   | 203   |
| Depreciation     | 218        | 222    | 226           | 229   | 234   | 234                  | 239        | 244   | 249   | 254   | 260   |
| WC changes       |            | -36    | -11           | -1    | -8    | -8                   | -8         | -8    | -8    | -8    | -11   |
| Taxes            | -14        | -26    | -13           | -1    | -12   | -15                  | -22        | -25   | -28   | -29   | -31   |
| Capex            | -214       | -200   | -196          | -225  | -230  | -234                 | -239       | -244  | -249  | -254  | -260  |
| Free Cash Flow   | -32        | -194   | -33           | 52    | 76    | 94                   | 118        | 134   | 149   | 155   | 162   |
| Working Capital  | 330        | 365    | 376           | 378   | 385   | 393                  | 401        | 409   | 417   | 425   | 436   |
| Net Debt         | 673        | 867    | 900           | 847   | 772   | 687                  | 560        | 426   | 277   | 122   | -41   |
| Tax Rate         | 65 %       | 17 %   | 33 %          | -1 %  | -13 % | -13 %                | -15 %      | -15 % | -15 % | -15 % | -15 % |
| WC/Sales         | 11 %       | 13 %   | 13 %          | 13 %  | 13 %  | 13 %                 | 13 %       | 13 %  | 13 %  | 13 %  | 13 %  |
| Capex/Sales      | -7 %       | -7 %   | -7 %          | -8 %  | -8 %  | -8 %                 | -8 %       | -8 %  | -8 %  | -8 %  | -8 %  |
| Deprec./Capex    | 102%       | 111 %  | 115 %         | 102 % | 102 % | 100 %                | 100 %      | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % |
| Free Cash Flow   |            | -194   | -33           | 52    | 76    | 94                   | 118        | 134   | 149   | 155   | 162   |
| Discount Factor  |            | 1,000  | 0,909         | 0,826 | 0,751 | 0,683                | 0,621      | 0,564 | 0,513 | 0,467 | 0,424 |
| Discounted Flows |            | -194   | -30           | 43    | 57    | 64                   | 73         | 75    | 77    | 72    | 69    |
| Horizon Value    | <b>238</b> |        | Riskfree Rate | 3,5 % |       | Equity return        | 10,0 %     |       |       |       |       |
| Terminal Value   | <b>878</b> |        | Debt Spread   | 3 %   |       | Debt/EV              | 54 %       |       |       |       |       |
| - net debt       | <b>725</b> |        | Risk premium  | 4,5 % |       | <b>WACC</b>          | 10,0 %     |       |       |       |       |
| Equity Value     | <b>391</b> |        | Beta          | 1,6   |       | <b>LT Growth</b>     | 2,0 %      |       |       |       |       |
| Nr Shares        | 170        |        |               |       |       |                      |            |       |       |       |       |
| HV/TV Ratio      | 61 %       |        |               |       |       | <b>Target Price:</b> | <b>2,5</b> |       |       |       |       |
| Fin. Assets      | 32         |        |               |       |       |                      |            |       |       |       |       |