

Kapitaalverhoging Nyrstar

Nyrstar ontmijnt Port Pirie Tijdbom

Begin dit jaar beschreef ik in een VFB artikel (BB nr. 2) de precaire financiële situatie van Nyrstar. Het artikel behandelde de tegengestelde belangen van aandeelhouders tegenover obligatiehouders. Deze situatie is meer dan ooit actueel bij de huidige transacties. Een tiental dagen geleden hakte Nyrstar de knoop door met een financieel reddingsplan. Ik heb zelden of nooit een aandeel zien stijgen op de aankondiging van een verwaterende kapitaalverhoging. Nyrstar maakte hierop een uitzondering. In de huidige markt waarin België rente ontvangt op zijn schulden is het waarden van aandelen meer een kunst dan een wetenschap geworden. De euforie ebde snel weg toen de details van de transactie doordrongen. Het management heeft de laatste jaren veel krediet gekregen van de Belgische particulieren. In totaal 750 miljoen euro werd geïnvesteerd in een nieuwe strategie die faliekant is misgelopen. De verticale integratie in de mijnbouw vervelde al snel in een speculatieve hefboompositie op goud- en zilvermijnen op het hoogtepunt van de recente goudkoorts. Ondertussen werd de boekwaarde opgepompt met bizarre herwaarderingen door bv. de Balen-smelter te waarden met kapitaalkosten van maar 5% in plaats van 10%. Ook het gezonken Talvivaara-contract bleef aan volle boekwaarde op de balans staan.

De transactie in een notedop

Nyrstar haalt nu 251 miljoen euro op door nieuwe aandelen uit te geven tegen 1,48 euro via een uitgifte van 1 recht per aandeel. Hiermee kan het bedrijf zich uit de Port Pirie-patstelling bevrijden en verbeteren de schuldratio's. De betere ratio's zijn dan weer nodig om 350 miljoen euro te kunnen ophalen bij institutionele beleggers. Dat is geld is nodig om voor 320 miljoen Belgische particuliere obligaties uit te kopen. Deze schrokken zich een hoedje toen bleek dat het bedrijf bereid was om hiervoor 8,5% te betalen. De particuliere obligaties betaalden al jaren 5,4 en 5,5% terwijl de rente ondertussen van een klif viel. Deze herfinanciering is nodig omdat Nyrstar ook na de kapitaalverhoging simpelweg niet genoeg geld overhoudt om de particuliere obligatiehouders volgende jaren terug te betalen. De nieuwe schulden lopen pas in 2019 af en kopen dus enkele jaren tijd om de winstgevendheid te herstellen. Ik overloop even de impact van de nieuwe situatie voor zowel de aandeelhouders als de obligatiehouders.

Port Pirie-tijdbom

De reden waarom Nyrstar een transactie niet meer kon uitstellen, ligt in de herontwikkeling van de Port Pirie-smelterij. Deze kreeg een ultimatum van de Australische overheid om de loodsmelterij te heroriënteren naar nieuwe recyclagetechnieken of te sluiten. De reden lag in de extreme loodwaarden in het bloed van de lokale bevolking. Een sluiting zou onmiddellijk 270 miljoen euro aan sanering kosten en zou Nyrstar met een leeg terrein achterlaten. Nyrstar heeft daarom de inzet verhoogd en wil de loodsmelter ombouwen tot een moderne recyclagefaciliteit. Hoewel de reactor van hetzelfde type is als de Umicore-reactor in Hoboken is deze laatste pas na tientallen jaren er in geslaagd om de huidige rendabiliteit te halen. De totale geschatte kapitaalkosten voor de Port Pirie-herontwikkeling bedragen na enkele herberekeningen 338 miljoen euro. De Australische overheid heeft zich evenwel bereid verklaard om financieel tegemoet te komen om de tewerkstelling in de regio te ondersteunen. Het overeengekomen financieringspakket bestaat uit 3 delen: de rechtstreekse bijdrage van Nyrstar van ongeveer 70 miljoen; een deel van de toekomstige zilver output van de nog te verbouwen Port Pirie-faciliteit werd al doorverkocht voor een bedrag van ongeveer 80 miljoen euro en een gestructureerde investering van ongeveer 190 miljoen van derden. Nyrstar heeft de strop van Port Pirie met de kapitaalverhoging kunnen vermijden, maar tegelijk komt het grootste deel van de mogelijke opbrengsten in andere handen terecht.

De aandeelhouders geven de hoed door

Desondanks de waardevernietiging door de mislukte mijnbouwprojecten, de tegenvallende economische situatie, dalende metaalprices, wisselkoersen en onhoudbare schulden, bleef de Nyrstar beurswaarde een

optimistisch reddingsscenario verdisconteren. Ironisch genoeg is het net die sterke supportersbasis die de slaagkansen op een financiële herstructurering gaaf heeft gehouden. Een verdere koerscorrectie had de verwatering van de kapitaalverhoging nog aanzienlijk groter of onmogelijk gemaakt. Onder de huidige voorwaarden, kan mijn optimistisch 2,5 euro koersdoel van in januari behouden blijven. Dat is een verbetering van ongeveer 25% tegenover januari omdat de bestaande aandeelhouder het recht heeft om een nieuw aandeel te kopen tegen 1,48 euro. Dit geeft een gemiddelde kost van bijna 2 euro per aandeel. Onderstaand vereenvoudigd rekenmodel licht dit toe.

	Before	After	Worst Case
EBITDA	190	190	190
Schulden 12/2013	-725	-475	-475
Schuld/EBITDA	3.8	2.5	2.5
Wacc	10%	9%	9%
Ondernemingswaarde	1145	1330	1330
Marktwaaarde	420	855	855
Uitgifteprijs		1.48	0.7
Nieuwe aandelen		170	359
Totaal aandelen	170	340	529
Koersdoel	2.5	2.5	1.6

De waardering van januari berekende een optimistisch koersdoel van 2,5 euro. De marktwaaarde werd toen berekend met kapitaalkosten van 10% die de hoge schuldgraad weerspiegelden. Na de transactie daalt de schuldgraad naar een genormaliseerd ratio van 2,5 keer de EBITDA-kasstroom. Hierdoor kunnen de kapitaalkosten voor de waardering dalen naar 9%. De hogere marktwaaarde die daaruit volgt wordt gedeeld door meer aandelen door de verwatering zodat het koersdoel in absolute termen ongewijzigd blijft. Het scenario loopt helemaal anders indien de koers was weggezakt en er een nog diepere discount moest worden toegepast om de bestaande aandeelhouders in de verwatering te dwingen. In het licht van de recente Nyrstar-ontwikkelingen is een koerspotentieel van 25% te weinig voor een optimistisch scenario waar de operationele winstmarge terug naar het historisch gemiddelde stijgt. De stijging van de dollar is een ruggensteun, maar er zitten nog te veel losse wielen aan deze wagen. Van de opgehaalde 251 miljoen verdwijnt er 70 miljoen naar Port Pirie zonder inkomsten. Ik beschouw dit als een goedkope afkooppremie om niet te moeten saneren. De rekening van de investeringsbanken bedraagt in deze transactie tot 7% van het opgehaalde geld en 4% op de obligatie-uitgiftes. Deze nemen dus ongeveer 35 miljoen uit de taart. In totaal verdwijnt er dus al 15% van het koerspotentieel op dag 1 na de transactie. Bovendien zal Nyrstar in 2016 nog eens 425 miljoen aan overblijvende particuliere obligaties in 2016 moeten terugbetalen. Zelfs als het daar tegen dezelfde voorwaarden in slaagt met een 9% rendement, zal het bedrijf in totaal voor 21 miljoen euro meer interest betalen dan vorig jaar. Dit laat uiteindelijk minder rendement over voor de aandeelhouder.

De particuliere vs. Institutionele obligatie houders

De nieuwe 2019 obligaties worden bij institutionele beleggers geplaatst en kopen de 220 miljoen particuliere obligaties van 2015 tegen 5,5% volledig uit en maximum 100 miljoen van de 2016 particuliere aan 5,4%. Deze institutionele beleggers krijgen niet alleen een pak meer rente aan 8,5% en realiseren een rendement van 9% door de uitgifteprijs van 98%. Deze obligaties beschikken door de kapitaalverhoging bovendien over een beter stootkussen indien het voor 2019 nog zou mislopen. Institutionelen laten zich niet gemakkelijk rollen en de prospectus waarschuwt dan ook voor een reeks convenanten. Dit betekent wederom slecht nieuws voor de aandeelhouders. Als Nyrstar zijn schuldpositie opnieuw ziet verslechteren, zal het dividend geblokkeerd worden en wordt de beweegruimte van het bedrijf beperkt. Bij mogelijke heronderhandelingen van de schuld zal Nyrstar niet zo maar nog eens een nieuw financieel plan uit de mouw kunnen schudden, maar verdwijnt de aandeelhouderswaarde in de zakken van de obligatiehouders.

De 2019-obligaties kregen een rating van "B3" door Moody's Investors Service en "B-" door Standard & Poor's Ratings Service. Dat is 2 trappen onder junk (rommel) en staat voor een kans op default van 45%. Een dergelijke obligatie krijgt normaal een spread van 4 tot 5% boven de risicovrije rente. De rating bureaus hebben zich waarschijnlijk op de dramatische huidige situatie gebaseerd en dus niet op het eventuele succes van de herstructurering. Deze opinie lijkt me dan ook iets te streng. Als je de neiging niet kan onderdrukken

om in het Nyrstarverhaal mee te gaan, kan je best de nieuwe obligatie proberen aan te schaffen. Deze bieden een betere bescherming dan de vorige leningen en krijgen daar een hogere vergoeding voor. De financiële operatie biedt ook meer zekerheid voor de overblijvende particuliere obligaties. Van deze obligatie blijft nog steeds 425 miljoen euro te herfinancieren tegen 2016. De harde Nyrstar-supporterskern op de Belgische markt zal zeker nog spannende momenten beleven. Er is nog steeds weinig foutmarge op de uitvoering van het herstructureringsplan.

Wim Lewi

Onafhankelijk analist

Valuescan.be

Redactie 17 september 2014

www.nyrstar.com