

Aurubis (MDAX)

# Steigende Schmelzlöhne sprechen für einen guten Jahrgang

Die Vorzeichen für das Geschäftsjahr 2009/10 stehen günstig. Europas größte Kupferhütte Aurubis dürfte dank hoher Nachfrage, insbesondere aus China, Umsatz und Gewinn steigern. Außerdem können sich Anleger auf eine traditionell attraktive Dividende einstellen. Insgesamt sind das gute Gründe, über ein Investment nachzudenken.

Wie von uns in NJ 3/09 erwartet, stand das Geschäftsjahr 2008/09 (30.09.) bei der Aurubis AG ganz im Zeichen der Integration der belgischen Cumerio Gruppe sowie der Finanzkrise. Vor allem Konsolidierungseffekte ließen die Erlöse im Jahr 2007/08 auf € 8.39 (6.47) Mrd. hochschnellen. Die Gesellschaft schloss ein sehr gutes Jahr ab, das im Zeichen der Finanz- und Wirtschaftskrise für 2008/09 nicht wiederholbar scheint. Erwartungsgemäß sanken die Erlöse auf € 6.69 Mrd. und damit auf das Niveau des Jahres 2006/07, das noch nicht von der Krise negativ beeinflusst war.

### 2008/09: Start gründlich misslungen

Schon Q1 2008/09 fiel mitten in die Krise nach der Lehman-Pleite. Darüber hinaus führte der drastische Verfall des Kupferpreises zu erheblichen, nicht cash-wirksamen Wertberichtigungen auf Kupfervorräte bei Cumerio - eine Folge des leidigen Themas der IFRS-Rechnungslegung, wie der Vorstandsvorsitzende Dr. Bernd Drouven im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal betonte. Die Wertberichtigungen konnten zwar durch positive Preissicherungsgeschäfte und Bewertungseinflüsse teilweise kompensiert werden, doch insgesamt erreichten die Bewertungseffekte € -143 Mio. und führten zu einem deutlich negativen

Quartalsergebnis von € -124 (88) Mio. vor Ertragsteuern.

Vor Bewertungseffekten ergab sich ein EBT von € 19 (41) Mio. Der Rückgang im Vergleich zum Vorjahr resultierte insbesondere aus der Abschwächung des Produktgeschäfts und geplanten Wartungstillständen in Hamburg, Lünen und Pirdop (Bulgarien). Unter dem Strich verblieb für das erste Quartal 2008/09 ein Fehlbetrag von € -98 (60) Mio. bzw. € -2.41 (1.52) je Aktie. Im Laufe des Jahres erholte sich das Geschäft dann stetig, so dass unter dem Strich ein positives Vorsteuerergebnis von € 73 (341) Mio. herauskam. Aus dem auf € 53 (237) Mio. gesunkenen Jahresüberschuss, der € 1.28 (5.82) pro Aktie entsprach, erhalten die Aktionäre nach der Hauptversammlung am 03.03.2010 eine auf € 0.65 (1.60) je Aktie reduzierte Dividende.

### Gewinnhebel Schmelzlöhne

Im Zuge der Wirtschaftskrise erreichte der Kupferpreis sein Tief Ende 2008 bei USD 2770 je Tonne, konnte sich dann aber im Lauf des Jahres 2009 auf zeitweise USD 7400 erholen. Für Aurubis ist der Kupferpreis nur ein durchlaufender Posten, der jedoch für die Bestandsbewertung sehr wichtig ist. Der Großteil des Gewinns hängt, anders als zunächst vermutet (s. Interview auf S. 12), nicht vom Kupferpreis ab, sondern von der Entwicklung der Schmelzlöhne. Genau diese aktuell immer noch niedrigen Schmelzlöhne sind ein ordentlicher Gewinnhebel für 2009/10. Wie Drouven erläuterte, orientieren sich diese an der Verfügbarkeit der Vorprodukte. Gemeint ist das Konzentrat, das in den Minen abgebaut wird und typischerweise einen Kupferanteil von 30 % aufweist.

Die Mine profitiert somit direkt von hohen Metallpreisen. Gibt es am Weltmarkt nur wenig Konzentrat, verfügen die Kupferhütten über freie Kapazitäten, die Druck auf die Schmelzlöhne ausüben. Diese Situation traf auf Metallverarbeiter wie Aurubis in den vergangenen Jahren zu. Nun fördern die Minen dank steigender Nachfrage, nicht zuletzt aus China, wieder mehr Konzentrat, so dass die Schmelzlöhne zulegen werden. Sollten die Kosten bei Aurubis, etwa für Energie, nicht ausufern, wird der Gewinn zwangsläufig deutlich wachsen. Das wiederum spricht für die Aurubis-Aktie. Außerdem ist es in dem Hamburger Unternehmen gute Tradition, seine Aktionäre angemessen am Erfolg teilhaben zu lassen. Die Chance auf eine ordentliche Dividende steigt signifikant, sollte das gerade skizzierte Szenario eintreffen, wovon wir ausgehen.

### Schwache Nachfrage für Kupferverarbeitung

Neben den niedrigen Schmelzlöhnen belasteten noch weitere Faktoren den Geschäftsverlauf in der Periode 2008/09. Dazu gehört ein schwacher Absatz der Produkte aus der Kupferverarbeitung, insbesondere im ersten Halbjahr. Insgesamt konnten nur unbefriedigende Preise für Schwefelsäure, ein wichtiges Nebenprodukt aus der Kupfergewinnung, erzielt werden. Schließlich befanden sich alle Raffinierlöhne für Altkupfer kumuliert auf niedrigem Niveau. Wir erwarten zwar nicht, dass diese Belastungsfaktoren für 2009/10 komplett entfallen, doch eine deutliche Reduzierung bei anziehender Konjunktur sollte erreichbar sein.

**Aurubis AG, Hamburg**  
**Internet:** www.aurubis.com  
**ISIN** DE0006766504,  
 40.87 Mio. Stückaktien, AK € 104.63 Mio.  
**KGV 2009/10e 10,**  
**KBV 2008/09 1.26 (9/09)**  
**Börsenwert:** € 1.3 Mrd.  
**Aktionäre:** Salzgitter 25 %, Black Rock Financial Management 5 %, Streubesitz 70 %, darunter institutionelle Investoren ca. 40 %

Kennzahlen	2008/09	2007/08
Umsatz	6.69 Mrd.	8.39 Mrd.
EBIT	111 Mio.	383 Mio.
Jahresüberschuss	53 Mio.	237 Mio.
Ergebnis je Aktie	1.28	5.82
Dividende je Aktie	0.65	1.60

**Kurs am 20.01.2010:**  
 € 31.83 (Xetra), 35.10 H / 18.07 T



Seit 2007 pendelt der Kurs in einer breiten Spanne zwischen € 20 und € 30.

**FAZIT:** Es gibt nicht wenige Marktteilnehmer, die Rohstoffaktien, zu denen auch die Papiere der Aurubis AG zählen, in ihren Portfolios übergewichten. Nachdem 2009 vor allem die Frühzyklischer, wie Chemie- und Stahltitel, an der Börse reüssierten, dürften nun im Zuge der zu erwartenden Sektorrotation verstärkt defensive Titel ins Blickfeld von Investoren geraten. Gelingt außerdem der nachhaltige Sprung über die Marke von € 30, der oberen Grenze einer seit 2007 gültigen Spanne zwischen € 20 und € 30, sieht es charttechnisch ebenfalls günstig aus. Angesichts der guten Perspektiven für 2010 trauen wir der Aurubis-Aktie weitere Kursgewinne zu. Eine attraktive Dividende sollte es obendrauf geben. **CS/PWS**

### Produktionszuwachs bei Primärkupfer

Die Kathodenproduktion im Geschäftsfeld Recycling/Edelmetalle ging mit einem leichten Minus von 3 % auf 197 000 (203 000) Tonnen zurück. Mit der selben Minusrate lag die Goldproduktion bei 33.3 (34.4) Tonnen. Im Geschäftsfeld Primärkupfer erhöhte sich im Berichtszeitraum die Konzentratmenge um 31 % (inkl. Cumerio ab März 2008) auf 2.095 Mio. Tonnen. Die Kathodenproduktion bei Primärkupfer wurde um beachtliche 37 % auf 889 000 (649 000) Tonnen gesteigert. Zusammengerechnet betrug die Wertschöpfung der beiden Geschäftsbereiche 1.09 Mio. Kupferkathoden.

Trotz Verbesserung im zweiten Halbjahr entwickelte sich das Segment Kupferprodukte insgesamt noch unbefriedigend. Die Produktion von Gießwalzdraht verringerte sich um 13 % auf 622 000 (718 000) Tonnen. Noch stärker traf es die Stranggussproduktion, die sich um 31 % von 222 000 Tonnen auf 153 000 Tonnen ermäßigte.

### 2008/09 Gewinn gefünftelt

Aurubis erlöste mit Primärkupfer € 4.25 Mrd. und erwirtschaftete ein EBIT von € 32.3 Mio. Das Segment Recycling/Edelmetalle erbrachte einen Umsatz € 1.96 Mrd. und ein EBIT von € 41.6 Mio. Die Kupferprodukte erzielten Erlöse von € 3.64 Mrd., bei einem EBIT von € 43.9 Mio. Bereinigt um interne Umsätze innerhalb der Segmente von € 3.16 Mrd. erzielte das Unternehmen einen um 20 % rückläufigen Umsatz von € 6.69 (8.39) Mrd. Das Rohergebnis ging um 28 % auf € 639 (894) Mio. zurück. Bei einem mit € 270 (266) Mio. wenig veränderten Personalaufwand und bei Abschreibungen, die sich um 15 % auf € 106 (92) Mio. er-

*Aus Elektronikschrott gewinnt Aurubis nicht nur Kupfer, sondern auch Edelmetalle wie z. B. Gold.*



höhten, stellte sich das EBITDA mit einem Minus von 54 % auf € 216 (474) Mio. Das EBIT ging um 71 % auf € 111 (382) Mio. zurück. Der Jahresüberschuss erreichte schließlich die oben genannten € 53 (237) Mio. bzw. € 1.28 (5.82) je Aktie.

### Solider Cashflow

Trotz des geringeren Ergebnisses im Vergleich zum Vorjahr lag der Nettocashflow mit € 645 (456) Mio. auf einem deutlich höheren Niveau. Ein vermindertes Working Capital unterstützte die sehr positive Entwicklung. Besonders erfreulich ist die Tatsache, dass ein großer Teil der mit der Übernahme von Cumerio verbundenen Kreditaufnahme im Geschäftsjahr 2008/09 bereits zurückgeführt werden konnte. Die langfristige Verschuldung verringerte sich von € 524 auf 475 Mio., denen € 257 Mio. an flüssigen Mitteln gegenüberstanden. Die EK-Quote verbesserte sich auf 35 (32) % – angesichts der gestemmen Akquisition von Cumerio eine beachtliche Leistung. Das Eigenkapital sank auf € 1.03 (1.14) Mrd. Bei 40.87 Mio. Aktien errechnet sich daraus ein Buchwert von € 25.18

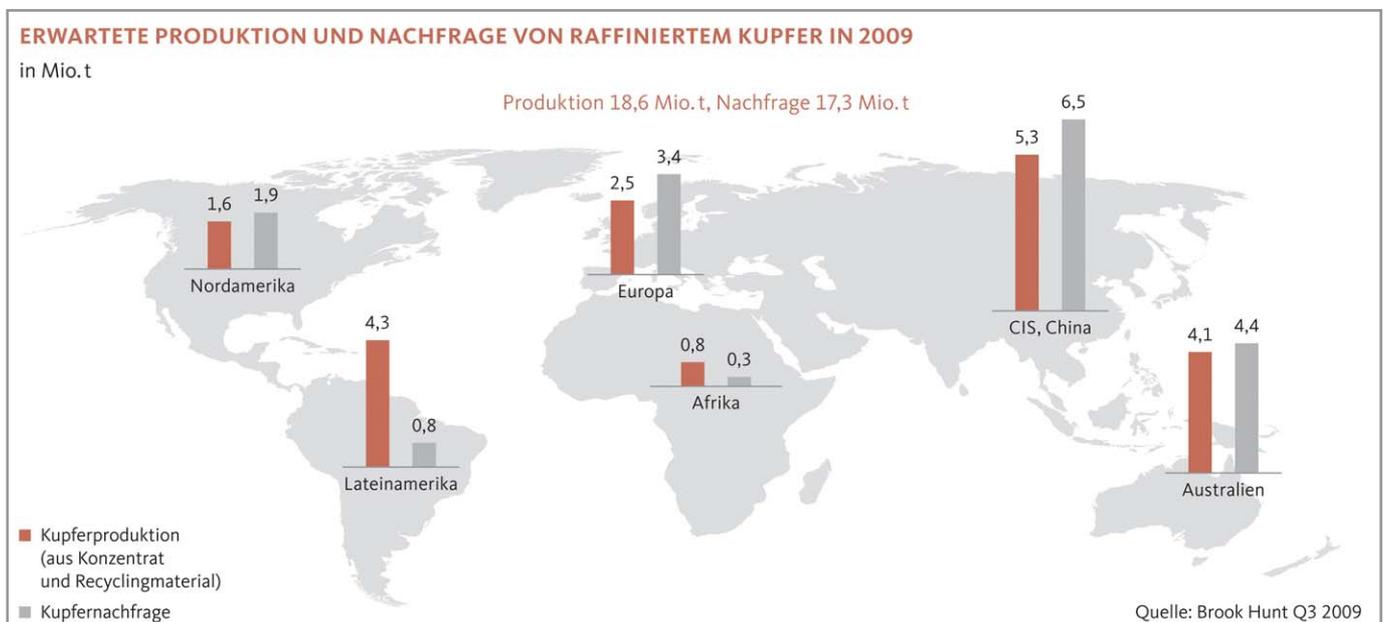
(27.92) je Aktie, der den aktuellen Aktienkurs von € 31.83 per 20.01.2010 zu 79 % abdeckt.

### Infrastruktur als Rückgrat jeder Volkswirtschaft

Global gesehen war im Geschäftsjahr 2008/09 die wieder stark anziehende Nachfrage aus China und anderen stark wachsenden Volkswirtschaften die Triebfeder, die auch in Zukunft von maßgeblicher Bedeutung sein wird. „China ist verdammt dazu, zu wachsen“, unterstrich Drouven gleich mehrfach. Seine Argumente lesen Sie im Interview.

Darüber hinaus dürfte sich auch die gelungene Integration von Cumerio positiv auf die Ertragslage von Aurubis auswirken. Ein Indiz, ob der für seine zurückhaltenden Prognosen im Kapitalmarkt bekannte Vorstandsvorsitzende mit seiner vorsichtig optimistischen Grundhaltung für 2009/10 Recht behält, liefern die Zahlen für Q1 2009/10, die nach Redaktionsschluss am 11.02.2010 veröffentlicht werden sollen. In der Tendenz sollten die Zahlen seinen vorsichtigen Optimismus stützen.

Peter Wolf Schreiber/Carsten Stern



Aurubis

## „Der größte Teil des Cumerio-Kredits ist schon zurückgeführt“

Die Aurubis AG hat sich inmitten der Wirtschafts- und Finanzkrise, auch dank hoher Nachfrage aus China und gestiegener Kupferpreise, beachtlich gut geschlagen. Zwar sanken Umsatz, Jahresüberschuss und Dividende erwartungsgemäß, bei den Investitionen sowie bei den Mitarbeitern wurde hingegen nicht gekürzt. Welche Pläne der deutsche Kupferproduzent für 2010 hat, erläuterte der Vorstandsvorsitzende Dr. Bernd Drouven im Interview mit dem Nebenwerte-Journal.

**NJ: Herr Drouven, die Chinesen haben 2009 die günstigen Kupferpreise genutzt, um einen Teil ihrer Devisenreserven vom US-Dollar in Rohstoffe umzuschichten, was Nachfrage und Preise antrieb. Bleibt die Nachfrage aus China im Jahr 2010 weiter so hoch, oder sehen Sie Abkühlungstendenzen?**

**Dr. B. Drouven:** Ich gehe davon aus, dass die Chinesen weiter kaufen werden. Bedingt durch die Wirtschaftskrise ging das Angebot an Kupferschrott auf dem Weltmarkt stark zurück. Dazu muss man wissen, dass China im Jahr 2008 einen Großteil seines Kupferbedarfs durch Importe von Kupferschrott gedeckt hat. 2009 mussten sie sich aus Mangel an Kupferschrott anderer Quellen bedienen, was in der Folge zu stark steigenden Preisen führte. Übrigens gibt es aktuell immer noch zu wenig Kupferschrott auf dem Weltmarkt, wovon Rohstoffwerte allgemein profitieren werden, weil stattdessen mehr Kupferkathoden nachgefragt werden.

**NJ: Wofür benötigt eine stark wachsende Volkswirtschaft wie China überhaupt diese Mengen?**

**Dr. B. Drouven:** Kupfer wird in vielen Produkten verwendet und steigert die Lebensqualität. Nehmen wir als Beispiel die Bahn. Die Oberleitungen bestehen auf Grund seiner elektrischen Leitfähigkeit aus Kupfer. Es liegt auf der Hand, dass ein erhöhter Güter- und Personenverkehr für eine wachsende Wirtschaft unabdingbar ist. Und bei der Energieübertragung gibt es keine Alternative zu Kupfer. Den wachsenden Energiehunger im Reich der Mitte müssen wir an dieser Stelle nicht besonders betonen, meine ich.

**NJ: Dann bleibt Ihnen China wohl noch auf lange Sicht als großer Nachfrager erhalten?**

**Dr. B. Drouven:** Lassen Sie mich zwei Zahlen nennen, die Ihre Frage beantworten. Der Weltbedarf an Kupfer lag 2008 - endgültige Zahlen für 2009 gibt es noch nicht - bei etwa 18 Mio. Tonnen. Ein Drittel davon entfiel auf China, dessen Wirtschaft selbst im Jahr 2009 um 8 % wuchs. Dahinter steht eine enorme Dynamik. Und vergessen Sie bitte nicht, dass Investitionen in die Infrastruktur des Landes langfristiger

Natur sind. Man baut keine Eisenbahnlinien oder Kraftwerke über Nacht. Das sind Projekte mit einem langen Zyklus.

**NJ: Inwiefern profitiert Aurubis von steigenden Kupferpreisen?**

**Dr. B. Drouven:** Grundsätzlich betrachten wir den Kupferpreis als durchlaufenden Posten. Allerdings - und dieser Grundsatz gilt letztlich für jeden Metallerzeuger - liegt ein Einflussfaktor für das Ergebnis auch in der Ausbringung. Wenn wir durch unser verfahrenstechnisches Know-how mehr Kupfer aus den Vorprodukten gewinnen können als Wettbewerber, ist ein hoher Kupferpreis von Vorteil. Haupteinnahme bleiben für Aurubis jedoch die Schmelzlöhne, sprich der Lohn für die Verarbeitung der Rohstoffe in börsenfähiges Kupfer. Die wiederum werden unabhängig vom Kupferpreis mit dem Abnehmer vereinbart. Und noch einen Punkt gilt es zu bedenken: Die Minen liefern in der Regel edelmetallhaltiges Material. Auch für diese Edelmetalle wie Gold und Silber zahlen wir den Börsenpreis abzüglich eines Verarbeitungslohnes. Wir gewinnen sie sozusagen als Nebenprodukt und verkaufen sie ebenfalls am Markt. Das können aber nicht alle Hütten, deshalb spezialisieren wir uns u. a. auch auf diese Rohstoffe.

**NJ: Dann hätte die Frage eher lauten müssen, wie sich die Schmelzlöhne entwickeln?**

**Dr. B. Drouven:** Exakt, die Schmelzlöhne sind aktuell noch ziemlich niedrig. Sie orientieren sich an der Verfügbarkeit der Vorprodukte. Gemeint ist das Konzentrat, das in den Minen abgebaut wird und typischerweise einen Kupferanteil von 30 % aufweist. Die Mine profitiert somit direkt von hohen Metallpreisen. Gibt es am Weltmarkt nun wenig Konzentrat, verfügen die Kupferhütten über freie Kapazitäten, was Druck auf die Schmelzlöhne ausübt. Diese Situation hatten wir in den vergangenen Jahren. Nun werden die Minen mit steigender Nachfrage aber wieder mehr Konzentrat fördern, was die Schmelzlöhne steigen lassen wird. Da wir unsere Kosten nicht dramatisch erhöht haben, muss mehr in der Erfolgsrechnung hängen bleiben. Der Marktmechanismus funktioniert zum Glück auch andersherum.

**NJ: Hört sich zu schön und einfach an, um wahr zu sein?**

**Dr. B. Drouven:** Sie haben Recht, ganz so einfach ist es auch nicht. Schmelzlöhne werden in US-Dollar abgerechnet, somit spielt auch die Währungsentwicklung eine Rolle. Als weiterer Faktor beeinflussen die Energiekosten unser Ergebnis ganz erheblich.

**NJ: Wechseln wir das Thema und kommen zu den Finanzen. Stehen nach der Cumerio-Übernahme größere Refinanzierungen in den kommenden Jahren an?**



*Der Vorstandsvorsitzende Dr. Bernd Drouven rechnet weiterhin mit einer hohen Kupfernachfrage in China.*

**Dr. B. Drouven:** Nichts dergleichen steht an. Ein Großteil des Cumerios-Kredits ist bereits zurückgeführt. Die langfristigen Finanzschulden, die wir per 30.09.2009 mit € 451 Mio. ausweisen, dienen vor allem der Finanzierung des Working Capital. Unsere kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von € 165 Mio. sind durch die liquiden Mittel von € 257 Mio. mehr als abgedeckt. Das schließt Kapitalmaßnahmen nicht in alle Ewigkeit aus - etwa, wenn eine Akquisition ansteht. Aktuell ist das aber kein Thema.

**NJ: Im Zuge der Cumerio-Übernahme standen Synergieeffekte von € 40 Mio. im Raum. Konnten sie dieses Potenzial heben?**

**Dr. B. Drouven:** Einen Großteil schon, 2009 waren es etwa € 25 Mio. Auf einen anderen Teil haben wir bewusst im Zuge der Krise verzichtet; denn dafür wären Investitionen nötig gewesen. Aber die Integration von Cumerio ist nun erfolgreich abgeschlossen und in den Köpfen der Mitarbeiter verankert.

**NJ: Bitte zum Schluss jeweils ein kurzes Wort zu den Schlagworten Salzgitter AG, Dividende und Q1 2009/10?**

**Dr. B. Drouven:** Zum Komplex Salzgitter kann ich wenig sagen, für die Frage bin ich der falsche Ansprechpartner. Ich sehe das Engagement als eher strategische Beteiligung, die Salzgitter im Jahr 2009 Freude gemacht haben dürfte. Wir wollen auch künftig Gewinne erwirtschaften und attraktive Dividenden zahlen. Da ich aus den oben genannten Gründen durchaus optimistisch auf 2009/10 blicke, gehe ich davon aus, dass Q1 2009/10 für uns keine negative Überraschung bereithalten wird.

**NJ: Herr Dr. Drouven, wir danken Ihnen für das Gespräch.**

Das Gespräch führten  
Peter Wolf Schreiber und Carsten Stern.