

Aurubis (MDAX)

Angekündigter Gewinnsprung 2014/15 ist nur noch Formsache

Der führende integrierte Kupferkonzern Aurubis ist zugleich auch der größte Kupferrecycler weltweit. Wie ein Blick auf H1 2014/15 (31.03.) belegt, nehmen die Hamburger Kurs auf ein neues Rekordjahr. Alle Ertragssegmente verbesserten sich. Und die Aussichten für die zweite Hälfte des Geschäftsjahres gestalten sich ebenfalls durchweg positiv. Daher haben wir uns entschlossen, Aurubis nach NJ 2/10 wieder eine Titelgeschichte zu widmen.

Kurzum: Es läuft rund in Hamburg. Um die technologische Vorreiterrolle, insbesondere bei der Verarbeitung komplexer Materialien, zu sichern, will Aurubis weiterhin viel Geld investieren. Zudem sind die Hanseaten auf der Suche nach einer Hütte, die mit dem Know-how auf das Niveau der Anlagen in Hamburg gebracht werden soll. Die Hamburger hatten bereits extrem starke vorläufige Q2-Zahlen präsentiert. Das Ergebnis wurde getrieben durch höhere Schmelzlöhne und Kathodenprämien seit Anfang Q2, einem positiveren Marktumfeld für Schwefelsäure und einem günstigen Rohstoffmix bei gleichzeitig hohen Durchsätzen. Aurubis prognostiziert für die zweite Hälfte des Geschäftsjahres 2014/15 (30.09.) eine Fortsetzung, die zu einem deutlich höheren operativen EBT für das Gesamtjahr führen müsste. Eine rückläufige Nachfrage aus China könnte die Kathodenprämien im späteren Jahresverlauf belasten. Da Aurubis hier für das laufende Geschäftsjahr mehr oder weniger ausverkauft ist, wird der Effekt bei den Ergebnissen im aktuellen Geschäftsjahr begrenzt ausfallen. Im Q3 wird das Unternehmen in be-

grenztem Umfang mit € 11 Mio. durch kleinere Wartungsstillstände belastet. Aurubis erwartet des Weiteren eine hohe Verfügbarkeit von Kupferkonzentraten und auskömmliche Schmelzlöhne. Die Preise für Schwefelsäure sollten sich auf dem aktuellen Niveau (im Q2 +60 %) einpendeln. Auch die Verfügbarkeit von Altkupfer sollte auf einem guten Niveau bleiben und zu stabilen Raffinierlöhnen führen. Die Nachfrage nach Gießwalzdraht und Stranggussprodukten sollte auf soliden Niveaus bleiben. In Summe spricht folglich vieles für eine Fortsetzung des laufenden Aufwärtstrends. Daher bleiben die Analysten optimistisch für die Aktie und nennen Kursziele zwischen € 65 und 70.

Chance auf Währungsgewinne

Aurubis hat etwa 60 % seines USD-Risikos bei einem Wechselkurs von € 1.30 abgesichert und weitere 60 % für das kommende Jahr auf einem Niveau von € 1.25. Dementsprechend würde es zukünftig einigen Spielraum für weitere Ergebnisverbesserungen geben, sollten die Währungen auf dem jetzigen Stand bleiben. Die aktuellen Ergebnisse deuten auf eine weiter verbesserte Effizienz der Hütten nach dem großen Reparaturstillstand in Hamburg hin. Daher gehen wir davon aus, dass die Metallgewinne ebenfalls von verbesserten Prozessen profitiert haben, dass hier also prozessbedingt nachhaltig höhere Mengen anfallen. Folglich würden höhere Metallpreise in Zukunft die Ergebnisse des Unternehmens weiter antreiben und wären ein weiterer guter Grund für steigende Aktiennotierungen.

Operative Rendite ROCE verachtfacht

Die traditionell erste wichtige Steuerungsgröße, das operative Ergebnis vor Steuern (EBT), machte in den ersten sechs Monaten einen kräftigen Satz von € 27 auf 180 Mio. und enthielt positive Sondereffekte von € 50 Mio., die sich zum großen Teil aus stichtagsbezogenen niedrigen Edelmetallbeständen ergaben. Einerseits wurden verspätete Eingänge von edelmetallhaltigen Rohstoffen und andererseits höhere Edelmetallausgänge wirksam. Die so entstandenen hohen Ergebnisse werden sich bei erwartetem Bestandsabbau im Jahresverlauf wieder ausgleichen. Der Vorstandsvorsitzende Dr. Bernd Drouven betonte in seiner Zusammenfassung zum Halbjahresergebnis: „Auch ohne die Sondereffekte haben wir ein sehr gutes Ergebnis erzielt, das von einem vorteilhaften Marktumfeld und einer guten Produktionsleistung, vor allem im Q2, getragen wurde.“ Die zweite für Aurubis wichtige Steuerungsgröße, die operative Rendite auf das eingesetzte Kapital, der ROCE (Return on Capital Employed), stieg im Berichtszeitraum überproportional auf 15.8 (1.7) %.

H1 2014/15:

Gewinnsprung wie versprochen geliefert

Der Umsatz des Konzerns fiel absatzbedingt leicht um 3 % auf € 5.52 (5.7) Mrd. Der im Wesentlichen auf den geringeren Absatz von Kathoden und Edelmetallen zurückzuführende Rückgang im Q1 2014/15, der zu einem Umsatzrückgang um 5.4 % führte, machte sich bemerkbar. Im Q2 betrug der Umsatzrückgang nur noch 1 %. Das operative Rohergebnis

Aurubis AG, Hamburg
Telefon: 040/7883-3178
Internet: www.aurubis.com
ISIN DE0006766504, 44.96 Mio. Stückaktien, Gesamt-AK € 115.09 Mio.
KGV 2014/15e 10, KBV 1.58 (3/15)
Börsenwert: € 2.44 Mrd.
Aktionäre:
 Salzgitter 25 %, Streubesitz 75 %

Kennzahlen	H1 2014/15	H1 2013/14
Umsatz	5.52 Mrd.	5.7 Mrd.
EBIT*	195 Mio.	41 Mio.
Periodenergebnis*	135 Mio.	20 Mio.
Ergebnis je Aktie*	3.-	0.44
EK-Quote	41.2 %	38.4 %

*operativ

Kurs am 23.07.2015:
 € 54.30 (Xetra), 60.98 H / 35.10 T



Die seit Mai 2015 rückläufigen Notierungen bieten eine gute Einstiegs Gelegenheit.

FAZIT: Bereits bei der Vorlage der Jahreszahlen 2013/14 versprach die Hamburger Kupferhütte Aurubis AG ihren Anlegern einen Gewinnsprung für 2014/15. An diese Prognose kann Firmenlenker Dr. Bernd Drouven bereits nach H1 einen Haken machen. Immerhin versechsfachte sich das Ergebnis je Aktie auf € 3.-. Nachdem auch für H2 eine Fortsetzung des Aufwärtstrends im operativen Geschäft angekündigt wurde, dürfte das Ergebnis je Aktie im Gesamtjahr in der Größenordnung € 5.- bis 6.- landen. Das wiederum ließe eine höhere Ausschüttung als die für 2013/14 gezahlten € 1.- je Aktie zu. Wir rechnen mit einer Anhebung auf € 1.20 je Aktie, was einer Rendite von 2.2 % entspräche und deutlich über dem Niveau einer 10jährigen Bundesanleihe liegt. PWS/CS

wuchs um 41 % auf € 592 (421) Mio. Die operativen Abschreibungen stiegen um 10 % auf € 65 (59) Mio. Das operative EBITDA wuchs in den ersten sechs Monaten von € 100 auf 260 Mio. Das operative EBIT schoss auf € 195 (41) Mio. hoch. Das operative Konzernergebnis verbesserte sich von € 20 auf 135 Mio. Dies entspricht einem kräftig von € 0.44 auf 3.- gestiegenen Ergebnis je Aktie. Investiert wurden (ohne Finanzanlagen) € 47 (76) Mio. Das IFRS-Konzernergebnis vor Steuern lag im H1 2014/15 bei € 175 Mio. nach einem Minus von € -120 Mio. und ist im Wesentlichen durch die positive Geschäftsentwicklung sowie durch die Metallpreisentwicklung begründet. Das IFRS-Ergebnis enthält im Gegensatz zum operativen Ergebnis u. a. Bewertungseffekte durch Kupferpreisschwankungen.

US-Geschäft mit leichten Bremsspuren

Zu der erfreulichen geschäftlichen Entwicklung trugen höhere Schmelzlöhne für Kupferkonzentrat, deren Produktion um 6.9 % auf 1 158 000 (1 083 000) Tonnen gesteigert wurde, sowie eine höhere Kathodenprämie bei. Des Weiteren konnte Aurubis von weltweit gestiegenen Schwefelsäurepreisen profitieren. Die Schwefelsäureproduktion selbst wuchs um 6.9 % auf 1 111 000 (1 039 000) Tonnen. Die Kathodenproduktion im Geschäftsbereich Primärkupfer verbesserte sich um 4.7 % auf 472 000 (451 000) Tonnen, im Geschäftsbereich Recycling / Edelmetalle blieb sie mit 95 000 Tonnen unverändert. Unterschiedlich entwickelten sich die Produktmärkte. In Europa verlief die Nachfrage nach Gießwalzdraht und Stranggussformaten positiv; Exporte nach Nordamerika lieferten auf Grund des starken US-



Die ungebrochen hohe Kupfernachfrage bescherte Aurubis im H1 2014/15 das versprochene Rekordergebnis. Auch für H2 2014/15 bleiben die Hanseaten zuversichtlich.

Dollars zusätzliche Impulse. Der europäische Markt für Flachwalzprodukte blieb dagegen gedämpft, in Nordamerika verschlechterte er sich in einigen Schlüsselsegmenten. Schließlich trug noch ein sehr gutes Metallausbringen bei in Euro gestiegenen Metallpreisen zur Verbesserung des Halbjahresergebnisses bei.

Solide Bilanz

Das Eigenkapital des Konzerns lag am 31.03.2015 mit € 1.55 Mrd. auf dem Niveau zum Ende des letzten Geschäftsjahres. Positiv hat sich das operative Konzernergebnis von € 135 Mio. ausgewirkt. Negativ machten sich die Dividendenzahlungen in Höhe von € 46 Mio. sowie erfolgsneutral zu berücksichtigende Effekte, insbesondere aus der Neubewertung von Pensionsverpflichtungen und der Bewertung von Derivaten, bemerkbar. Insgesamt liegt die EK-Quote mit 41.2 (38.4) % für einen Industriekonzern auf sehr respektablem Niveau. Die Finanzverbindlichkeiten

sind von € 433 per 30.09.2014 auf 529 Mio. zum Bilanzstichtag gestiegen. Der Anstieg ist im Wesentlichen bedingt durch die Aufnahme von neuen Schuldscheindarlehen im Volumen von € 300 Mio., wahren gleichzeitig Schuldscheindarlehen von € 210 Mio. zurückgeführt wurden. Die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten sanken auf € 45 (156) Mio., die langfristigen Finanzverbindlichkeiten kletterten auf € 484 (277) Mio.

Aktie verfügt über weiteres Potenzial

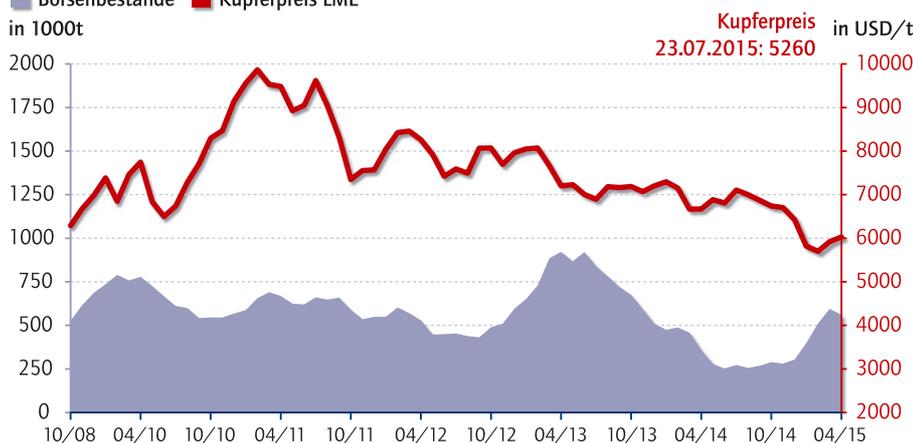
In seinem Ausblick geht der Vorstand weiterhin von einem guten Angebot an Kupferkonzentraten und entsprechend hohen Schmelz- und Raffinierlöhnen aus. Für Schwefelsäure ist in den nächsten Monaten von einer anhaltend stabilen Nachfrage mit guten Absatzmöglichkeiten auszugehen. Auch der Altkupfermarkt dürfte sich weiter in guter Verfassung zeigen. Für die Hauptprodukte Gießwalzdraht und Stranggussformate erwartet der Vorstand für die nächsten Monate eine Fortsetzung der guten Nachfrage. Sowohl Kupferkonzentratdurchsätze als auch die Kathodenproduktion dürften über dem Vorjahresniveau liegen. Drouven fasste abschließend zusammen: „Wir erwarten weiterhin für das Geschäftsjahr 2014/15 einen gegenüber dem Vorjahr deutlich steigenden ROCE.“ Diese Einschätzung, die wir bereits im NJ 1/15 bei Kursen von € 43.70 vertraten, halten wir daher aufrecht. Auch die am 23.07.2015 an der Kurs-tafel angeschlagenen € 54.30 dürften noch nicht das Ende der Fahnenstange sein. Zum Einstieg bzw. Aufstocken eignen sich besonders schwache Börsentage. Alternativ können Anleger einen gestaffelten Positionsaufbau in Erwägung ziehen. Die nächste Dividende veranschlagen wir mit € 1.20 (1.-) je Aktie.

Peter Wolf Schreiber/
Carsten Stern

H1-Rekordgewinn trotz rückläufiger Kupferpreise

Kupferpreis und Börsenbestände

■ Börsenbestände ■ Kupferpreis LME
in 1000t



Quelle: Aurubis AG

Aurubis

„Der Schmelzprozess ist eine Wissenschaft für sich“

Warum der Umsatz nicht wichtig ist, gute Ingenieure den entscheidenden Unterschied gegenüber der Konkurrenz ausmachen und eigene Kupferminen nicht zwangsläufig von Vorteil sein müssen, darüber und über weitere Erfolgsfaktoren sprach das Nebenwerte-Journal mit dem Vorstandsvorsitzenden Dr. Bernd Drouven.

NJ: Herr Dr. Drouven, die Grundstücke auf dem Gelände des Hamburger Hafens stehen großteils in kommunalem Eigentum. Gilt das auch für Ihr Gelände?

Drouven: Wie Sie schon richtigerweise sagen, großteils in kommunalem Eigentum. Das gilt nicht für Aurubis, jedenfalls nicht für den größten Teil unseres Geländes. Das befindet sich in unserem Eigentum. Kleinere Flächen haben wir hinzugepachtet. Natürlich stabilisiert das unser Bilanzbild, wengleich ich nicht so weit gehen würde, hier von überbordender Immobiliensubstanz mit der Chance auf Höherbewertung zu sprechen, falls dies der Hintergrund Ihrer Frage gewesen sein sollte. Wir brauchen die Flächen, um unserem operativen Geschäft nachzugehen und sind dabei vor höheren Pachtforderungen geschützt. Das war es dann aber auch schon.

NJ: Mir ging es darum, ein Bauchgefühl zu bekommen, über welche Substanz wir hier überhaupt reden. Mehr auch nicht. Kommen wir zum operativen Geschäft. Aurubis schmilzt Kupferkonzentrat und Recyclingmaterialien ein und gewinnt daraus in erster Linie Kupfer, Schwefelsäure und weitere Metalle wie Gold und Silber. Was machen Sie besser als Ihre Konkurrenz, die teils in Niedriglohnländern sitzt?

Drouven: Stimmt, mit einem Kostenvorteil kann ich nicht aufwarten. Allerdings ist der Schmelzprozess eine Wissenschaft für sich und alles andere als trivial. Im Kupferkonzentrat sind bis zu 40 verschiedene Metalle enthalten. Wenn sie nun nur das Kupfer daraus gewinnen und den Rest komplett außer Acht lassen würden, ließe sich das mit niedrigeren Löhnen allein nicht kompensieren. Es geht vielmehr darum, möglichst viel der wertvollen Rohstoffe im Schmelzprozess zu gewinnen. Und genau darin sind unsere Ingenieure absolute Weltklasse.

NJ: Kann ich mir das so ähnlich vorstellen wie in einer Destilliererei – nur im industriellen Maßstab?

Drouven: Diesen Vergleich würde ich Ihnen durchgehen lassen.

NJ: Macht es für Aurubis Sinn, eigene Kupferminen zu betreiben, um die Rohstoffversorgung zu sichern?

Drouven: Aurubis besitzt keine Minen und strebt dies auch nicht an, da das Geschäftsmodell einer Mine prinzipiell anders ist. Aurubis sichert die Metallpreisvolatilität grundsätzlich ab, was über die Lebenszeit einer Mine nicht möglich ist und damit eine Spekulation auf Metallpreisentwicklung darstellt. Generell stellt sich die Frage, wo eine Kupferhütte am sinnvollsten angesiedelt werden sollte. Wir meinen, dass das nicht unbedingt in der Nähe einer Mine sein muss. Denn ist diese ausgebeutet, kann es sein, dass die Hütte an einer logistisch ungünstigen Stelle liegt. Überhaupt liegen die großen Vorkommen außerhalb Europas. Heißt, wir sind so oder so von Importen abhängig. Eine Hütte muss daher dort angesiedelt sein, wo sich die Abnehmer befinden, die Transportwege optimal sind und ich das notwendige Fachpersonal finde. Mit den Technischen und Metallurgie-Universitäten und vor allem mit dem deutschen Ausbildungssystem sind wir in Deutschland in Bezug auf Fachkräfte gut aufgestellt.

NJ: Verstehe, und der Lohn für Ihre Mühe nennt sich Schmelzlohn, von dem Aurubis gut lebt?

Drouven: Stark vereinfacht können Sie das so ausdrücken: Das Schmelzen des Konzentrats ist bei weitem nicht nur Feuer anmachen und warten, was rauskommt. So dürfen Sie sich das nicht vorstellen. Wir sind in der Lage, reineres Kupfer und mehr Metalle aus der Schmelze zu gewinnen als die Konkurrenz. Wir beschäftigen uns mit komplexen Rohstoffen, d. h. Rohstoffen mit vielen Verunreinigungen, die daher schwieriger zu verarbeiten sind. Unser Kupfer finden sie in allen Anwendungen; allerdings müssen z. B. Kabel in der Automobilindustrie hohe Leitfähigkeit gewährleisten, und das ist nur mit besonders reinem Kupfer möglich – dies kann bei-leibe nicht jede Kupferhütte erzeugen.

NJ: Wie sichern Sie sich gegen starke Preisschwankungen beim Kupferkonzentrat ab?

Drouven: Letztlich wie jeder Börsenmakler. Wir stellen alle unsere Käufe und Verkäufe gegenüber und hedgen nur die Spitze, was das Metallpreisrisiko für uns eliminiert. Aber das nur am Rande. Daraus wird eines deutlich, was wir immer wieder betonen: Der Umsatz spielt in unserem Geschäftsmodell keine Rolle, weil wir keinerlei Einfluss auf die Rohstoffpreise haben. Für uns zählen nur der Rohertrag bzw. die nachfolgenden Positionen. Lassen Sie mich das anhand



Dr. Bernd Drouven: „Der Umsatz ist für uns nicht mehr als ein durchlaufender Posten.“

eines Handwerkerbeispiels verdeutlichen: Wenn Sie einen Fliesenleger beauftragen, Ihr Bad neu zu fliesen, dann stellt er Ihnen für zehn Quadratmeter Fläche eine Rechnung, u. a. wegen des Verschnitts, über elf bis zwölf Quadratmeter. Seine besondere Leistung liegt dann natürlich darin, ob er mit weniger Verschnitt arbeiten kann als die Konkurrenz. Was er für die Fliese bezahlt (bei uns Umsatz), spielt in seiner Kalkulation keine Rolle. Es ist quasi ein durchlaufender Posten.

NJ: Und ohne Sicherungsgeschäfte liefe Aurubis Gefahr, den Rohertrag durch Preisschwankungen aufs Spiel zu setzen?

Drouven: Genau, wir müssen das Risiko für das eigene Buch so gering wie möglich halten. Bei € 10 Mrd. Umsatz und einer Preisschwankung von nur 10 % p. a. könnte theoretisch ansonsten schnell der gesamte Rohertrag eines Jahres im Feuer stehen.

NJ: Was treibt dann die Geschäfte von Aurubis?

Drouven: Letztlich müssen wir bei Aurubis besser, effizienter und produktiver sein als die Konkurrenz, d. h. bei unserer Kupfergewinnung müssen wir uns durch eine bessere Beherrschung unserer Prozesse differenzieren. Wobei wir nicht nur das reine Kupfer liefern, sondern auch Halbzeug. Denken Sie etwa an Gießwalzdraht, wie er als Vorprodukt für Kabel und Drähte, etwa für Elektromotoren, benötigt wird. Übernahmen spielen in unseren Überlegungen derzeit eine untergeordnete Rolle. Wir konzentrieren uns darauf, unsere Prozesse fortlaufend zu optimieren, ohne dabei die Kosten aus den Augen zu verlieren.

NJ: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Gespräch führte Carsten Stern