

Teck Resources – Totgesagte leben länger

vom Januar/Feb. 2016

Sehr geehrte Leser,

manchmal gibt es Zeiten an der Börse, wo ganzen Branchen die Existenzberechtigung abgesprochen wird. Viele Unternehmen bekommen dann schnell den Stempel „Insolvenzgefährdet“ aufgedrückt. Manchmal befinden sich unter diesen Unternehmen auch welche, die gute Voraussetzungen haben, um zu überleben. Ein solches Unternehmen ist meiner Meinung nach Teck Resources, weshalb ein genauerer Blick lohnt.

Ein kleiner Vorgeschmack:

Seit dem Hoch des Rohstoffbooms 2011 ging es bei Teck an der Spitze zu über 60 CAD stetig Berg ab auf aktuell 4,5 CAD. In den letzten 3 Jahren schmierte die Aktie um 90% ab und allein nur in diesem Jahr um satte 72%. Oder anders gesagt, Teck wurde vor einigen Jahren noch mit über 36 Mrd. CAD bewertet und jetzt mit weniger als 3 Mrd. CAD.



Die 2022er Anleihe notiert bei nur noch 41%. Die am längsten laufende Anleihe wird 2043 fällig und notiert bei 36%.

Mr. Market hat sich vorher bei der Bewertung gewaltig verschätzt und preist jetzt eine Insolvenz ein. Vielleicht irrt sich Mr. Market erneut?

"Die Nachrichten über meinen Tod sind stark übertrieben"

Mark Twain, 1897

Das Unternehmen

Börsenkürzel (Toronto)	TCK.A und TCK.B
WKN / ISIN	858265 / CA8787422044
Marktkapitalisierung	ca. 2,6 Mrd. CAD
Aktienanzahl	576,2 Mio.
Homepage	http://www.teck.com/
Free float	98,6 %
Short interests	>12%
Aktueller Kurs	4,49 CAD / 2,8 €
Dividendenrendite	13% vor Kürzung; 1,1% in Zukunft

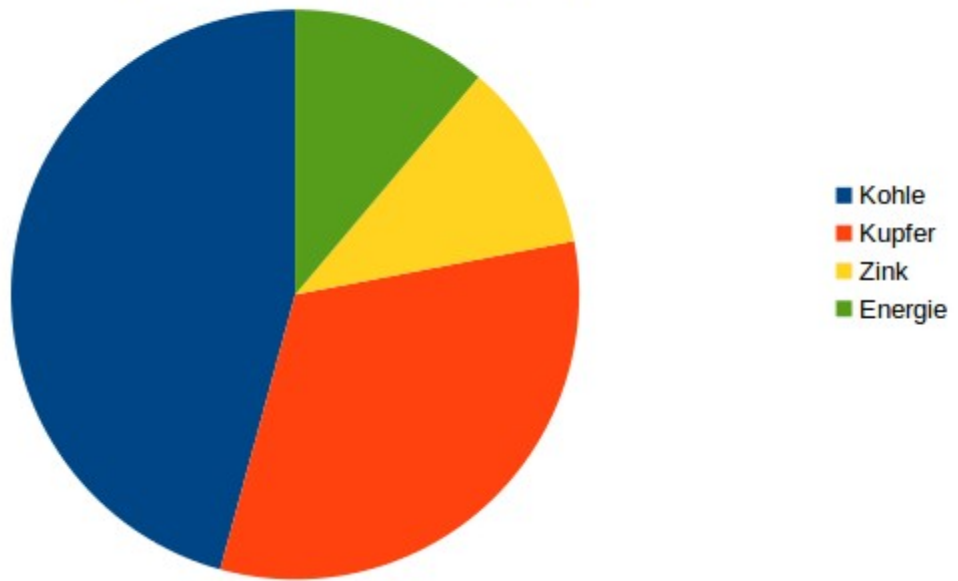
Kurzvorstellung

Teck Resources (im Folgenden nur noch Teck genannt) ist, nach Buchwert des Anlagevermögens, eines der größten kanadischen Bergbau-Unternehmen. Zum Unternehmen gehören 6 Kohleminen (metallurgische Kohle), eine weitere Kohlemine „Quintette“ ist gerade im „Wartungsmodus“, 4 Kupferminen, 2 Zinkminen, einen Windpark (49% Anteil) und ein Wasserkraftwerk (66% Anteil). Dazu kommt noch eine Zink Schmelze/Raffinerie („Trail operations“), sowie ein im Bau befindliches Teersand-Projekt „Fort Hills“ (20% Anteil). Die Anlagen liegen alle in den Bergbau-freundlichen Ländern USA, Kanada, Chile und Peru.

Darüber hinaus besitzt Teck noch Potential für zukünftiges Wachstum, durch Teersandprojekte (Frontier oil sands project), das Kupfer-Gold-Projekt Galore Creek und das Gold-Kupfer-Projekt „Corridor“.

Die Buchwerte des Vermögens sind dabei deutlich anders über die Geschäftsfelder verteilt, als der Umsatz oder Gewinnanteil:

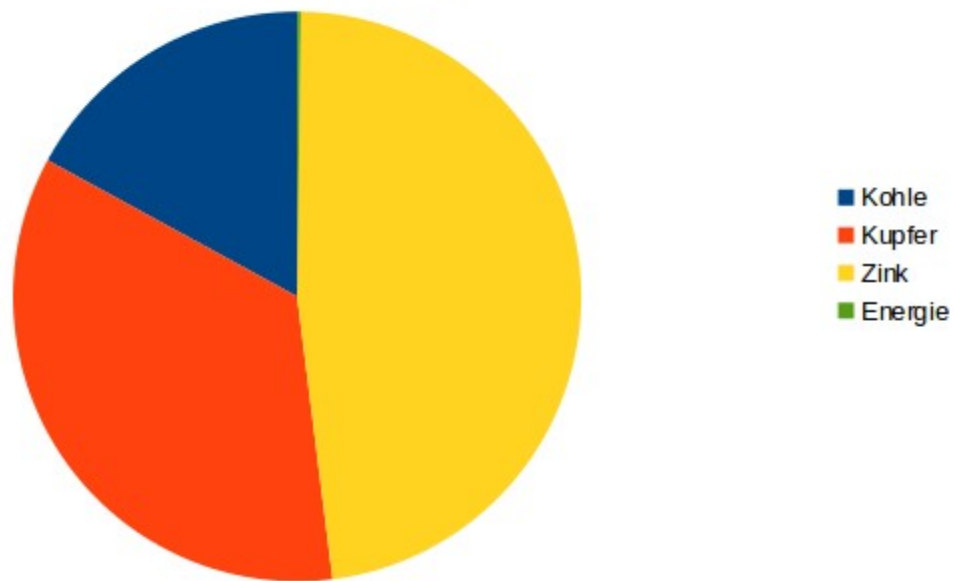
Verteilung Buchwert Ende Q3 2015



Umsatzverteilung 9M 2015



EBITDA 9M 2015



Solange Fort Hills noch nicht fertig gebaut ist, bleibt der Energie-Geschäftszweig bei Umsatz und Gewinn zu winzig, um im Tortendiagramm sichtbar zu werden.

Und damit sind die Zutaten für einen fallenden Aktienkurs perfekt. Die Kritiker sehen bei Teck insbesondere folgende Probleme:

- Teck ist stark Kohle-lastig und die Nachfrage nach Kohle sinkt
- Kohle ist aus Umweltgesichtspunkten in Verruf geraten
- alle Rohstoffe die Teck fördert sind im Preis stark gefallen; insbesondere jedoch wirft Kohle kaum noch Geld ab
- Teck muss noch 1,5 Mrd. CAD in den Bau von Fort Hills investieren, was die aktuelle cash Position (1,8 Mrd. CAD) auffrisst
- Tecks Kupfermine Quebrada Blanca hat noch bis 2019 Kupfererz nahe der Oberfläche und muss danach umgebaut werden, um das restliche Kupfer in anderen geologischen Schichten zu fördern (Kosten 5,6 Mrd. CAD)
- einige assets können keinen Gewinn mehr erwirtschaften, weil die Preise zu stark gefallen sind (u. a. die Zinkmine Pend Oreille, 2 Kupferminen und mehrere Kohleminen)
- Sonderabschreibungen von 2,9 Mrd. CAD in den ersten 3 Quartalen dieses Jahr; weitere könnten folgen
- die Einnahmen sind aktuell zu gering, um die bald fälligen Schulden tilgen zu können (die Dividende frisst mehr als den FCF weg)

Das Gearing sieht mit 49% zwar noch nicht bedrohlich aus, aber das Verhältnis von FCF (215 Mio. CAD) zu Finanzschulden (9,7 Mrd. USD) schon eher. Auch ist der operative CF mit knapp 1,3 Mrd. nicht sonderlich hoch, wenn man 404 Mio. CAD an Zinsen zahlen muss. 2017 werden zwei Anleihen von insgesamt rund 800 Mio. CAD fällig und 2018 und 2019 noch einmal je rund 700 Mio. CAD. Eine Rückzahlung ist aus dem operativen Geschäft nicht möglich. Also bleibt nur der Versuch der Refinanzierung durch neue Schulden. Im aktuellen Marktumfeld 2,2 Mrd. CAD refinanzieren zu wollen ist eine Herausforderung. Geld bekommt man zwar immer angeboten, aber die Zinsen...

Spätestens ab diesem Zeitpunkt hatte auch ich meine Recherchen bei Seite gelegt und mich anderen Unternehmen gewidmet. Alles schien so, als wäre eine Insolvenz sichere Sache.

Aber ganz hat mich das Unternehmen dann doch nicht los gelassen. Wie immer sind es die Details, welche eine Börsenstory zerstören. Nur das diesmal ein möglicher investment case anders herum verläuft. Anstatt einer Wachstumsstory könnte hier eine Insolvenzstory zerplatzen und zu einer fundamentalen Neubewertung führen.

Wie Teck überleben kann

Die Optionen für Teck, die Schulden zu tilgen, wären:

- mehr FCF durch Kosteneinsparungen
- weitere Streaming-Deals
- Verkauf von Anlagevermögen
- kurzfristig durch Inanspruchnahme der beiden Kreditlinien von 3,0 und 1,2 Mrd. CAD
- FCF aus Fort Hills
- Kapitalerhöhung

Laut Management will man versuchen zu aller erst die beiden 2017 fällig werdenden Anleihen zu refinanzieren. Sollte das nicht klappen, will man diese mit der Kreditlinie zurück zahlen und dann weitere Optionen prüfen.

Kapitalerhöhungen sind nicht geplant. Aber ich würde es in diesem Fall nicht ausschließen.

Außerdem hat man vor kurzem die Dividende deutlich gesenkt. Das war auch dringend notwendig, nach dem der FCF kleiner als die Dividende wurde.

Kosteneinsparungen

Zur Stützung des Zinkpreises und Reduzierung der Kosten könnte man Pend Oreille vorübergehend still legen. Diese Zink und Bleimine kann zu aktuellen Marktpreisen ohnehin nicht profitabel wirtschaften. Ähnliches könnte man auch mit der ein oder anderen unprofitablen Kohlemine machen. Auch das Erweiterungsprojekt für Quebrada Blanca könnte man hinaus zögern, bis der Kupferpreis wieder dauerhaft steigt und die Finanzierung gesichert ist. Eine Entscheidung zu diesem Projekt wird im 1. Halbjahr dieses Jahres erwartet. Zusätzlich hat man für dieses Jahr Kosteneinsparungen von 650 Mio. CAD identifiziert, was ebenfalls helfen sollte, einen positiven FCF zu erwirtschaften.

Was mir gefällt sind die Kupferminen, die im Durchschnitt nur 1,44 USD/Pfund cash costs haben. Außerdem noch die eine high grade Zink Mine Red Dog, welche eine der größten Zinkminen der Welt ist. Leider wurde in Alaska vor kurzem die Minensteuer erhöht, wodurch zukünftig die Profitabilität ein bisschen geschmälert wird.

Zum Thema Zink gibt es auch einen interessanten Kommentar von Chief Financial Officer Ronald Millos:

„I think there at least six companies now manufacturing fertilizer that contains 1% zinc. And so, it is rolling out throughout China. And we track actually the number of incremental tonnes that we used as a result of the increase of its use in fertilizers.“

Streaming-Deals

Bereits im letzten Jahr hat man 789 Mio. CAD durch einen Streaming-Deal für die Mine Antamina eingenommen.

Auf die Frage, ob man weitere solcher Transaktionen durchführen wird, meinte CEO Donald Lindsay im Q3 earnings call transcript:

„And on the potential for further streaming, the answer is yes, there is potential, but we are not looking at it at present because we're comfortable with the situation with having CAD 1.8 billion of cash currently more than the amount required to finish Fort Hills and a forecast of CAD 1.8 billion of cash at year-end at which time is only 18 months to go until commission for this.“

Nebenprodukte für Teck, die sich für einen Stream anbieten könnten, sind Molybdän, Blei, Silber, Gold und Germanium.

Verkauf von Anlagevermögen

Teck ist noch in der guten Lage über ausreichend Liquidität zu verfügen. Damit muss man nicht weit unter Buchwert irgend welche assets abstoßen, sondern kann auf einen guten Preis warten.

Anlagevermögen dass sich für einen Verkauf anbieten würde, wären:

- Zink Raffinerie „Trail operations“
- Gold-Kupfer Projekt „Corridor“
- das Wasserkraftwerk „Waneta Dam“
- der Windpark „Winterings Hills“

Das sind alles Vermögenswerte, die vom aktuellen Preisverfall bei Rohstoffen nicht oder kaum betroffen sind.

Für einen 33% Anteil am Wasserkraftwerk hat damals BC Hydro 825 Mio. CAD bezahlt. Ein Verkauf eines weiteren 1/3 Anteils würde also genug cash einspielen, um die beiden Anleihen in 2017 abzulösen. Der Winkpark ist nicht ganz so viel Wert (vielleicht rund 90 Mio. CAD) und kann fast vernachlässigt werden.

Das Gold-Kupfer Projekt Corridor hat aktuell noch einen Buchwert von 866 Mio. CAD und dürfte sich angesichts der Qualität des Projektes vielleicht zu 500 Mio. CAD verkaufen lassen (zwar sehr hohe Ressourcen aber alles low grade). Projekt Corridor ist ein JV mit Goldcorp, in dem die Teck Mine Relincho und die GG Mine El Morro zu einem Projekt gebündelt werden, um Kosten zu sparen.

Was die Raffinerie Trail operations Wert sein könnte, kann ich leider nicht abschätzen. Der ganze Zink-Geschäftszweig steht nach Abschreibungen noch mit 3,5 Mrd. CAD in den Büchern. Diese Summe würde ausreichen, um bis einschließlich 2019 alle Anleihen abzulösen und auch noch Fort Hills zu finanzieren. Selbst der Verkauf unter Buchwert erlöst vermutlich genug für die kommenden fälligen Anleihen.

FCF aus Fort Hills

Ab 2017 wird das Teersandprojekt Fort Hills fertig gebaut sein und einen positiven FCF liefern. Fort Hills ist ein Joint Venture zusammen mit Suncor Energy. Wie viel Geld es einbringt hängt vom Ölpreis ab. Die cash costs und Erhaltungsinvestitionen sind mit 25 CAD/Barrel aber sehr niedrig. Dank der geplanten Lebenszeit von 50 Jahren kann man hier noch von mehreren Ölhaussen profitieren.

Aktuell notiert der CAD zu 1,45 für 1 USD. Bei aktuell 30 USD/Barrel Erlös bzw. 43,5 CAD ergeben sich free cash flows von 241 Mio. CAD für Tecks Anteil pro Jahr. Ungefähr so viel FCF erwirtschaftet Teck gerade mit all seinen restlichen assets in 3 Quartalen!

Prognosen

Nach dem klar ist, dass Teck noch genügend Vermögenswerte für einen Verkauf zur Verfügung stehen, kommen wir jetzt zum Ausblick.

Nach aktuellen Informationen könnte das Liquiditätsproblem wie folgt aussehen:

Jahr	Ereignis	Mittel Zu-/Abflüsse in Mio. CAD
2015	Finanzmittel	1.500
2016	FCF	+300
2016	Capex Fort Hills	-1.500
2016	Dividende	-115
2016	Finanzmittel	185
2017	FCF	+550
2017	Schuldentilgung (2x 300 Mio. USD)	-831
2017	Dividende	-115
2017	Finanzmittel	-211
2018	FCF	+600
2018	Schuldentilgung (500 Mio. USD)	-693
2018	Dividende	-115
2018	Finanzmittel	-419
2019	FCF	+600
2019	Schuldentilgung (500 Mio. USD)	-693
2019	Dividende	-115
2019	Finanzmittel	-627

Danach kommt erst 2021 wieder eine Kreditrückzahlung. Natürlich hängen die Finanzmittel am Jahresende stark von den zusätzlichen Investitionen ab, die Teck noch tätigt. Beispielsweise für Exploration oder für Quebrada Blanca Phase 2. Ebenso von den Rohstoffpreisen, welche sich im FCF niederschlagen. Ich denke aber dass unter Berücksichtigung der stark gefallen Preise der angenommene FCF schon sehr konservativ abgeschätzt ist. Als Startbestand für die Kalkulation wurden 1,8 Mrd. Finanzmittel, der mögliche FCF in Q4 und die 439 Mio. short term debt einbezogen. Der Einfachheit halber wurde die verbleibende Capex für Fort Hills komplett auf 2016 verschoben.

Außerdem wurde eine gleichbleibende Dividende von 5 Cent pro Quartal angenommen.

Was ich auch nicht beachtet habe sind eventuell zwischenzeitliche Rückkäufe von Anleihen, so dass die fällige Summe ggf. kleiner ausfällt. Richtig schmerzhaft ist dagegen die Abwertung des kanadischen Dollars, weil die Anleihen auf USD lauten. Dadurch wachsen die Schulden von selbst „über Nacht“ deutlich an. Das hat merkwürdiger Weise noch keiner bemängelt.

Sollten die Refinanzierungen der Anleihen nicht klappen, müssten am Ende also vielleicht nur 650 Mio. an Kreditlinien (von verfügbaren 4,2 Mrd.) oder assets Verkäufen (1/3 Wasserkraftwerk) realisiert werden. Dafür das der Markt hier schon einen Totalausfall eingepreist hat, sieht mir das Liquiditätsproblem zu klein aus. Entweder ich übersehe etwas oder Mr. Market hat einen Clown gefrühstückt. Moody's schreibt als Hauptkritikpunkt jedoch ebenfalls, dass Teck viel Geld für Fort Hills ausgibt, ohne dass es den Kapitaleinsatz kontrollieren bzw. beeinflussen kann (Hauptoperator ist Suncor Energy). Nun wird sich die Capex für Fort Hills jedoch nicht über Nacht verdoppeln. Suncor Energy selbst hat ein großes Interesse das Projekt erfolgreich zu den geplanten Kosten abzuschließen. Das hier fehlende Entscheidungsgewalt als Hauptkritikargument her halten muss, erscheint etwas überzogen. Suncor rechnet selbst mit guten cash flows aus dem Projekt, basierend auf folgenden zukünftigen Preisschätzungen:

„WCS price forecasts of \$60/bbl starting in 2017, \$65/bbl in 2018, \$70/bbl in 2019 (expressed in nominal dollars), escalating at 2% per year thereafter and adjusted for asset-specific location and quality differentials“

Eine große Unbekannte ist natürlich der zukünftige Kohlepreis. Dazu gibt es interessante Kommentare von Chief Financial Officer Ronald Millos:

„Now, when we look a little bit closer at the numbers, you realize that U.S. is under a lot of pressure. I guess all suppliers are under pressure, but U.S. even more so. And if you look at the stats, U.S. exports, annualized year-to-date at the end of August, are down by 7 million tonnes compared to last year.“

„We're just getting into negotiation for annual pricing in the U.S. as we speak, and we expect that pricing in the domestic market for 2016 will come down even further, so, again, adding more pressure on suppliers, especially in the U.S. So that could lead to additional production cuts for 2016.“

Angesichts das Teck selbst ein paar defizitär arbeitende Kohleminen hat, wären eigene Produktionskürzungen auch nicht verkehrt. Weiterhin niedrige Preise könnten (wegen niedrigerem FCF) den Kapitalbedarf von Teck noch erhöhen. Ein kleiner Lichtblick ist, dass Teck metallurgische und keine thermische Kohle fördert.

Bewertung

Weil es diesmal nur darum geht ob das Unternehmen überlebt, spare ich mir die Abschätzung des inneren Wertes und des Branchenvergleichs. Sollte das Unternehmen den widrigen Umständen trotzen, dann findet spätestens mit dem anziehen der Rohstoffpreise eine Neubewertung statt. Zwischenzeitlich könnte auch ein anheben des Kreditratings durch Moodys & Co. dem Kurs helfen. Man darf nicht vergessen dass Teck bei non-investment grade notiert und sich daher viele Investoren zurück ziehen mussten. Auch die sehr hohen short interests können den Kurs kurzfristig nach oben ziehen (short squeeze).

Der aktuelle Börsenwert spiegelt einen möglichen default wieder und wäre im Falle des ausbleibens schon allein durch einzelne Projekte nicht mehr gerechtfertigt.

Bsp.:

- der FCF nur von Fort Hills allein beträgt schon 1/10 der Marktkapitalisierung
- nur der Gewinn von Red Dog hätte schon ein KGV von unter 6 zur Folge
- das KBV insgesamt liegt insgesamt bei 0,15
- das KCV insgesamt liegt bei unter 2,0

So ziemlich alles was schief gehen kann ist inzwischen eingepreist. Sollten in Q4 oder Q1 erneut Sonderabschreibungen fällig werden, würde das den Kurs vielleicht nicht einmal mehr stark belasten. Das Bankguthaben lag zuletzt bei 1,8 Mrd. CAD, womit die Marktkapitalisierung mit 2,6 Mrd. CAD in dessen Nähe rutscht. Nach dem Ei des Kostolany dürften wir uns im unteren Drittel befinden. Was aber natürlich nicht heißt, dass es nicht noch einmal einen finalen sell off geben könnte.

Um von einer Neubewertung zu profitieren, bieten sich auch die Anleihen an. Im Falle einer Insolvenz sollten diese voraussichtlich durch ausreichend Vermögen abgesichert sein, dass liquidiert werden könnte. Egal was passiert, bis dahin kassiert man regelmäßig Zinsen.

Abschließen möchte ich mit einem Zitat von Andre Kostolany:

„Eine Hausse wird in der Panik geboren, wächst in der Angst, reift im Optimismus und stirbt in der Euphorie.“

Lesetipps

Northwest Arctic Borough argues Red Dog can afford higher severance tax:

<http://www.petroleumnews.com/pntruncate/254606714.shtml>

Q4 Report:

<http://www.teck.com/investors/financial-reports/quarterly-reports/2015/q4-2015-financial-report>

(besser als erwartet)

Wichtiger Hinweis

Leser sind angehalten alle Fakten selbst zu überprüfen und sich ihre eigene Meinung zu bilden. Der hier präsentierte Artikel ersetzt nicht die eigene Unternehmensanalyse.