

Nyrstar

Nyrstar heeft een enorme schuldenlast wat gepaard gaat met een grote financieringskost. Er dienen dringend positieve cashflows gegenereerd te worden om deze schulden af te bouwen. In het verleden gingen er echter grote cashflows naar investeringsprojecten, wat schuldafbouw onmogelijk maakte en zelfs voor een schuldopbouw zorgde.

Voor 2018 verwacht het management voor de eerste keer in jaren een positieve cashflow te genereren. In volgende analyse gaan we na of deze verwachting van het management haalbaar is. Ook de cashflows van de komende jaren worden bekeken om zo de waarde van Nyrstar te kunnen bepalen. Cashflow definiëren we als volgt: **EBITDA - Capex - Interesten en taksen.**

1. EBITDA	2
1.1. Sensitiviteit	2
1.2. Productie	3
1.3. EBITDA evolution	4
2. Capex	6
3. Interesten en taksen	7
3.1. Vreemd vermogen	7
3.2. Interesten en taksen	8
4. Cashflow	9
5. Waardering	10
5.1. DCF	10
5.2. EV/EBITDA	10
6. Wat bij een recessie?	11
7. Opmerkingen	11
8. Disclaimer	11

1. EBITDA

EBITDA forecast 2018 (miljoenen)

	Q1*	Q2	Q3	Q4
Melting	49	64	66	69
Mining	24	28	34	36
Myra negatief	-8	-8	0	0
Port Pirie	0	0	15	30
Other	-11	-11	-11	-11
Total	54	73	104	124
Total Year	355			

*Q1 resultaten bekend

Bij EUR:USD = 1,22 & Zinc = \$3100

De EBITDA forecast is gebeurd aan de hand van de resultaten van het vorige jaar, waarbij er rekening wordt gehouden met de sensitiviteit op externe effecten, de verhoging van productie en de verlaging van kosten.

Het management gaf een forecast voor de EBITDA bijdrage van Port Pirie van minstens €40 mln. Deze forecast is echter gebaseerd op lagere grondstofprijzen waardoor de verwachtingen in de tabel hierboven hoger liggen.

1.1. Sensitiviteit

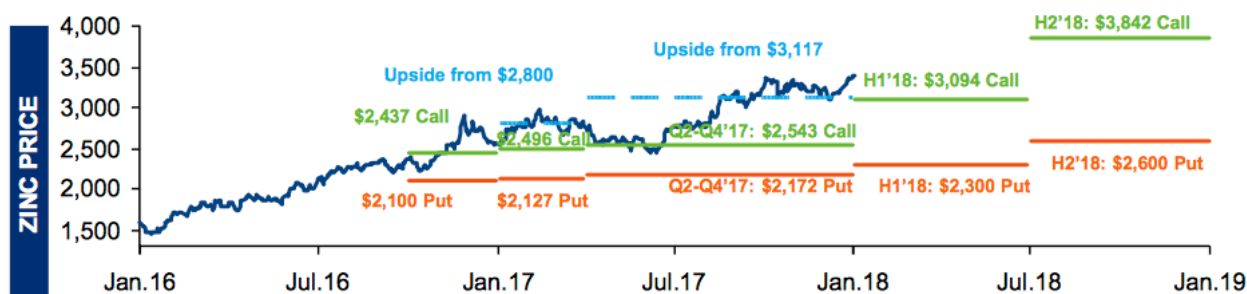
In de Tabel EBITDA forecast 2018 wordt er uitgegaan van een EUR:USD koers van 1,22 en een zinkprijs van \$3100. De 8% lagere dollarkoers samen met de 15% lagere Treatment Charges (TC) t.o.v. 2017 zorgen voor negatieve EBITDA effecten. Deze negatieve effecten worden echter volledig gecompenseerd door de hogere zinkprijs, de hogere EUR:AUD koers en de hogere grenzen bij de hedging van de zinkprijs.

Full Year 2017 underlying EBITDA sensitivity

Parameter	FY 2017 average price/rate	Change +/-10%	Estimated annual 2017 underlying EBITDA impact (€'m), excluding hedge impact		
			Metals Processing	Mining	Group
EUR:USD	1.13	-/+ 10%	+83	(68)	(87)
Zinc price	\$2,896/t	-/+ 10%	(36)	+44	+66
Zinc Base TC	\$172/dmt	-/+ 10%	(23)	+23	(20)
EUR:AUD	1.47	-/+ 10%	(31)	-	(31)
Silver price	\$17.05/oz	-/+ 10%	(4)	+4	(5)
Copper price	\$6,166/t	-/+ 10%	(2)	+2	(3)
Gold price	\$1,257/oz	-/+ 10%	(1)	+1	(1)
Lead price	\$2,317/t	-/+ 10%	(1)	+1	(1)
Lead TC	\$120/dmt	-/+ 10%	(3)	+3	(3)
EUR:CHF	1.11	-/+ 10%	-	-	(6)

Hedging van zinkprijzen zorgde in 2017 voor een negatieve impact van om en bij de €50mln. Hedging van de dollar had een positieve impact van €20mln. Netto negatieve impact was €30mln.

Besluit: externe effecten hebben geen invloed op de EBITDA forecast van 2018.



1.2. Productie

Production (kt)

	Q1*	Q2	Q3	Q4
Melting	253	273	270	280
Mining	34	39	43	45
Melting Year	1076			
Mining Year	161			

Mining

Q1: De EBITDA valt licht tegen door lager dan verwachte productie (34kt). Langlois presteerde minder sterk dan vorige kwartalen.

Q2: Verwachting hogere productie in Langlois 9kt en Middle Tennessee 14kt. Licht lagere Cash Cost.

Q3: Myra Falls wordt operationeel. Hierdoor valt de negatieve impact van €8mln zoals in Q1 en Q2 weg. Hogere productie en lagere Cash Cost.

Q4: Productiestijging in Myra en lagere Cash Cost.

Melting

Q1: De EBITDA uit de smelters is lager dan verwacht. Dit door problemen in Budel, Clarksville en Hobart. In Budel kwam dit door een slechter dan verwachte opstart na een waterstofexplosie in Q4 2017. In Clarksville traden er problemen op door extreem koud weer. Als laatste was er in Hobart een productie van 10kt zink met een te hoog loodgehalte, deze 10kt is niet opgenomen in de 253kt gesmolten zink en zorgde ook voor een toename van het werkkapitaal van +/- €30mln.

Q2: Verwachting 20kt hogere productie in Budel, Clarksville en Hobart. Operating cost blijft hetzelfde. Dit zou moeten resulteren in een 12mln hogere EBITDA. Onderhoud in Auby Balen en Hobart.

Q3: 8kt lagere productie door gepland onderhoud in Clarksville. Licht lagere operating kost.

Q4: Productiestijging in smelters, licht lagere operating kost. Onderhoud in Balen.

Production Melters (kt)

	Q1*	Q2	Q3	Q4
Auby	39	38	42	42
Balen	69	68	70	68
Budel	66	72	72	69
Clarksville	24	30	22	30
Hobart	54	69	74	74
Melting Year	252	277	280	283
Mining Year	1092			

Production Mining (kt)

	Q1*	Q2	Q3	Q4
Langlois	6	9	9	8
East Tennessee	17	17	17	17
Middle Tennessee	11	14	14	11
Myra Falls	0	0	5	8
Melting Year	34	40	45	44
Mining Year	163			

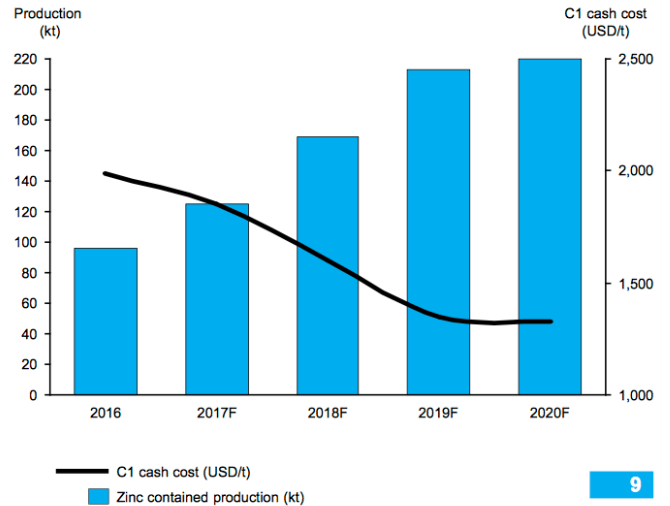
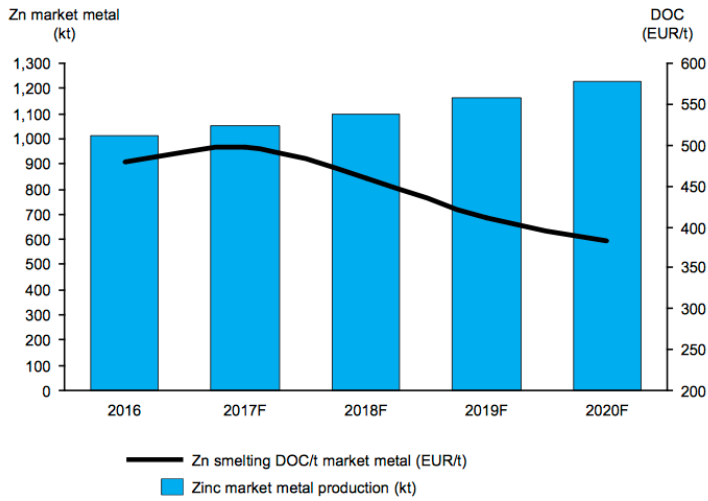
1.3. EBITDA evolution

Forecast '18 '19 '20

	2017	2018	2019	2020
Melting (kt)	1019	1094	1150	1200
DOC (EUR/t)	460	450	400	385
EBITDA increase Melting *	0	30	90	120
Mining (kt)	123	163	210	220
Cash cost (USD/t)	1800	1600	1300	1250
EBITDA increase Mining *	0	75	120	140
Port Pirie EBITDA	0	45	80	130
Expected EBITDA	205	355	495	595

*stijging t.o.v. referentiejaar 2017

In bovenstaande tabel zijn de verwachtingen van het management verwerkt i.v.m. de productiestijgingen en de kostenverlagingen zoals in onderstaande grafieken weergegeven. Wederom aan een EUR:USD koers van 1,22 en een zinkprijs van 3100\$/t.



2. Capex

Capex 2018 (€mln)

	Q1*	Q2	Q3	Q4
Capex	39	50	34	41
Myra Falls	16	16		
Total	55	66	34	41
Total Year	196			

In het eerste kwartaal waren er voor €12mln capex uitgaven voor het geplande onderhoud van Port Pirie in Q2. In Q2 zijn het hoogste aantal onderhouden gepland. Voor de jaren na 2018 wordt een licht lagere capex verwacht vermits de opstartkosten van Myra Falls wegvallen.

3. Interesten en taksen

3.1. Vreemd vermogen

Vreemd vermogen Q1 '18

	bedrag	rente	kost	datum	variabele rente
Converteerbare 2018	29	4,25%	1,2	sep.	
vaste 2019	350	8,5%	29,8	sep.	
converteerbare 2022	115	5%	5,8	juli	
vaste 2024	500	6,88%	34,4	maart	
SCTF	576	2%	11,5		Euribor + 2,25%
verbonden partijen			0,0		Libor + 4%
KBC			0,0		
eeuwigdurende *	186	3,24%	6,0	mei en november	Bank Bill Rate + 1,275%
prepay **	299	7%	20,9		Libor + 4,5%
			109,6		

* mogelijkheid om terugbetaling met 18 maanden uit te stellen mits hogere rente (rente onbekend)

** niet zeker van rentevoet (gok op Libor + 4,5%)

Dat Nyrstar een probleem heeft met zijn hoge schuldgraad is algemeen geweten. De laatste kwartalen zijn de markten zeer onrustig geworden door de snelle toename van de schulden. Als men echter kijkt waarom de schulden sneller stegen dan verwacht, is dit vooral te wijten aan de stijging van de grondstofprijzen, wat resulteert in een stijging van het werkkapitaal. Deze sneller dan verwachte stijging van de schuldgraad is dus in geen geval een indicatie voor operationele problemen. Ook de productie van 10kt off spec zink in Q1, wat het werkkapitaal met €30mln de hoogte in duwde, is een tijdelijk fenomeen.

Afgelopen dagen was er commotie rond het feit dat Nyrstar gebruikmaakte van het recht om de terugbetaling van een deel van de eeuwigdurende obligaties met 18 maanden uit te stellen. Dit zou allesbehalve een verrassing mogen zijn, vermits de kost van deze eeuwigdurende obligatie goedkoper is dan de kredietlijnen van Trafigura en KBC. Bijkomend verwacht het management dat de zinkprijzen in de tweede jaarhelft zouden stijgen naar 3800\$/t. Hiervoor houden ze best al hun kredietlijnen vrij zodat ze het hogere werkkapitaal kunnen financieren.

3.2. Interesten en taksen

Interest & Tax

	Q1*	Q2	Q3	Q4
Estimations	56	23	58	26
Total Year	163			

Nyrstar heeft nog voor €332mln netto uitgestelde belastingvorderingen van overdraagbare belastingverliezen staan.

4. Cashflow

Cashflow 2018

	Q1*	Q2	Q3	Q4
EBITDA	54	73	104	124
Capex	55	66	34	41
Interest & taxes	56	23	58	26
Total	-57	-16	12	57

Uit bovenstaande tabel blijkt dat er vanaf Q3 positieve cashflows gegenereerd zullen worden. Er blijkt echter ook uit dat de cashflow over het hele jaar negatief zal zijn. Zal de voorspelling van het management om een positieve cashflow te genereren over 2018 dan niet uitkomen? Daar kan niet eenduidig op geantwoord worden, vermits het management tijdens de tweede jaarhelft hogere zinkprijzen verwacht van 3800\$/t. Deze hogere zinkprijzen kunnen de EBITDA een boost geven en er voor zorgen dat de voorspelling van een positieve cashflow over 2018 toch gehaald kan worden. Het blijft dus een zaak van de grondstof- en valutamarkten goed op te volgen.

5. Waardering

De waardering ga ik op twee manieren doen. De eerste manier is aan de hand van Discounted Cashflow (DCF). Hierbij gaan we de cashflow van het vierde kwartaal extrapoleren naar de toekomst. Voor de tweede manier kijken we naar de enterprisevalue EBITDA verhouding (EV/EBITDA). Hierbij nemen we als hoeveelheid schulden deze van eind 2017, namelijk €1,1mrd. Voor de EBITDA houden we rekening met deze van 2019.

5.1. DCF

We bepalen de prijs eind 2018. Aan de hand van een geannualiseerde cashflow van €228mln. Vermits de Bèta van Nyrstar het risico totaal niet weergeeft, gaan we zelf het vereiste rendement moeten bepalen (we zetten dit op 20%)

$P = \text{€}228\text{mln} / 0,2 = \text{€}1\,140\text{mln}$
 Marktwaaarde = €600mln
 Rendement = 100%

Problemen: Extrapolatie tot in oneindige, terwijl we met een cyclisch bedrijf werken. Ook de afbouw van de schulden kan de financieringskost doen dalen, en bij gevolg de cashflow doen stijgen.

5.2. EV/EBITDA

We bepalen de prijs eind 2018. De markten waarderen cyclische bedrijven zoals Nyrstar tegenwoordig aan minsten 6x de EV/EBITDA.

$EV/EBITDA = 6 = (\text{EnterpriseValue}2019) / \text{€}495\text{mln}$
 $\text{EnterpriseValue}2019 = \text{€}3000\text{mln}$
 $\text{Marketcap}2018 = \text{€}3000\text{mln} / (1+20\%) - \text{Debts} = \text{€}2500\text{mln} - \text{€}1,1\text{mrd} = \text{€}1400\text{mrd}$

Waarom zou de markt Nyrstar waarderen op hetzelfde niveau als sectorgenoten, is Nyrstar dan niet risicovoller? Als Nyrstar een EBITDA draait van €495mln is Nyrstar niet meer risicovoller en kunnen de schulden snel dalen. Ook het feit dat Nyrstar nog voor €332mln belastingvorderingen op de balans heeft staan verdiend een premie.

6. Wat bij een recessie?

Stel, er breekt eind 2018 een recessie uit. Wat zijn de gevolgen voor Nyrstar? Hieronder geef ik een korte beschrijving mee van wat ik denk dat er gaat gebeuren. De grondstofprijzen zullen met een paar maanden vertraging reageren op deze recessie. Tot midden 2019 zullen de cashflows in lijn liggen met wat hierboven is weergegeven. Vanaf de tweede jaarhelft van 2019 zullen de grondstofprijzen dalen. De **mijnen** gaan niet meer bijdragen tot de winst. Door de hoge inspanningen om de operationele kosten van de mijnen naar beneden te brengen, zullen de mijnen echter geen of weinig verlies maken, dit in tegenstelling tot het verleden.

De **smelters** gaan hun winst t.o.v. 2018 zien stijgen, vermits ze veel meer macht gaan hebben om hogere Treatment Charges aan te rekenen. Dit zou normaal gezien de lagere inkomsten uit vrij metaal meer dan goed moeten maken.

In **Port Pirie** zullen de winstbijdragen ook naar beneden gaan, vermits het businessplan van Port Pirie vooral bestaat uit het verkopen van grondstoffen die Nyrstar gratis heeft verkregen. Hoeveel de winstbijdrage zal dalen, is moeilijk te zeggen, maar ik verwacht wel nog een positieve winstbijdrage.

De **schulden** zullen enorm dalen. Als je weet dat de voorraden eind 2017 een waarde hadden van €960mln, dan kan een halvering van de grondstofprijzen een enorme besparing in financieringskosten teweegbrengen. Door de daling van de schulden is het herfinancieringsrisico ook kleiner.

Dit alles stemt mij positief om te kunnen zeggen dat Nyrstar een recessie vanaf de tweede jaarhelft waarschijnlijk wel zou overleven, omdat de hogere inkomsten van de smelters de Capex en interestkosten zullen kunnen dekken.

7. Opmerkingen

Voor de berekeningen van EBITDA wordt er uitgegaan van dezelfde grondstofprijzen, Treatment Charges, EUR:USD koers... gedurende drie jaar. Dat deze drie jaar lang stabiel zullen blijven, is zeer onwaarschijnlijk. Zo verwacht Wood Mackenzie en de meeste analisten in de tweede jaarhelft van 2018 een piek in de zinkprijs rond de 3800\$/t, waarna de zinkprijs niveaus zal aannemen licht onder de 3000\$/t. Ook een stabilisatie van de Treatment Charges op 147\$/t lijkt zeer onwaarschijnlijk, vermits dit historisch lage niveaus zijn. Het blijft dus van kapitaal belang deze prijzen goed op te volgen alsook de sensitiviteit van Nyrstar op deze veranderingen en de forecasts continu aan te passen.

8. Disclaimer

Alles in deze analyse zijn maar persoonlijke verwachtingen en bedenkingen :D