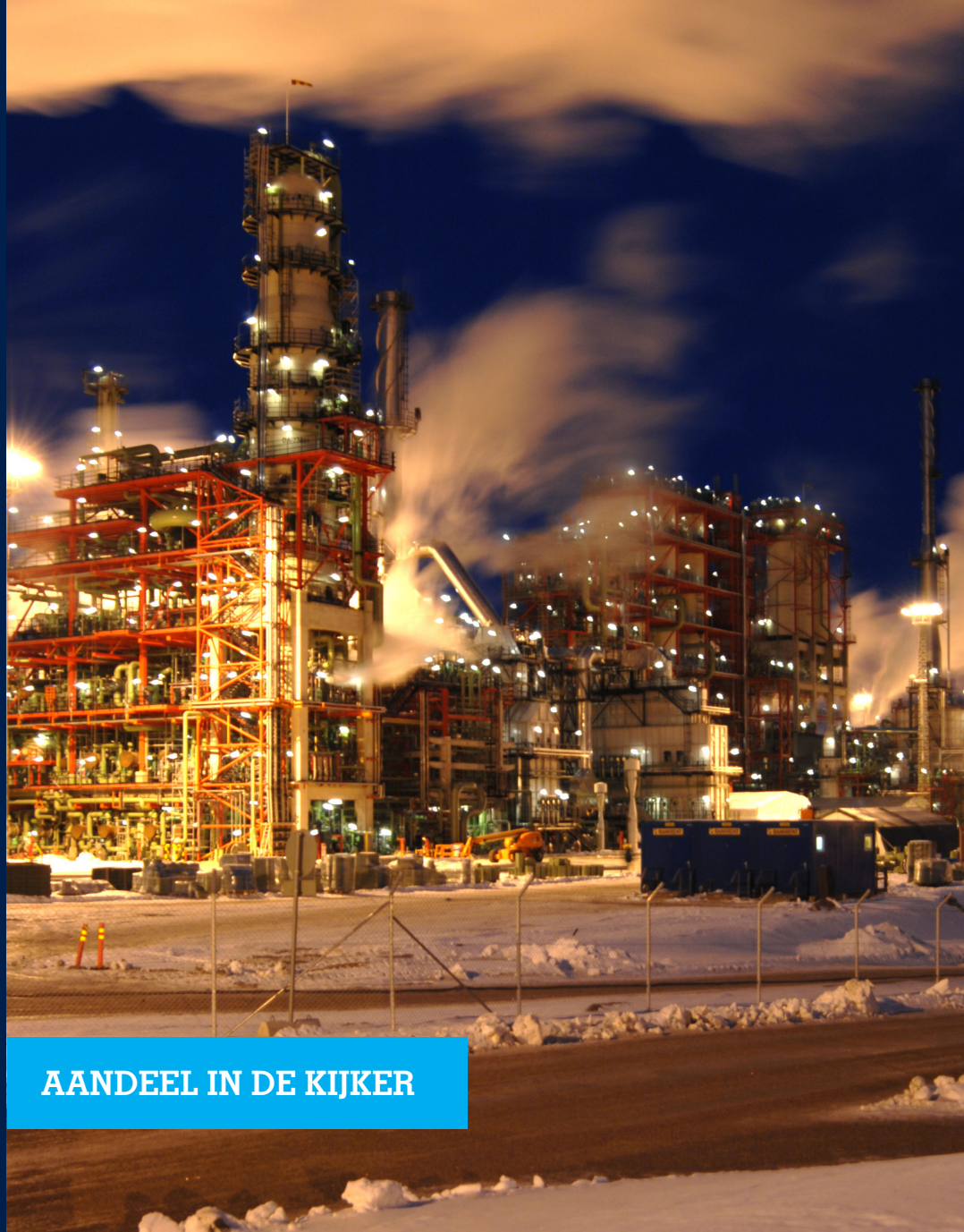




Bolero



AANDEEL IN DE KIJKER

Neste

Koopadvies voor pionier in hernieuwbare brandstof

07 juni 2019

RESEARCH: DAVID DUCHI (INITIATIERAPPORT DD. 24/05/2019)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR KBC SR. FINANCIAL ECONOMIST TOM SIMONTS



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loep nemen.

KBC Asset Management **start de opvolging** van het Finse bedrijf Neste (ISIN-code: FI0009013296), een pionier in **hernieuwbare brandstoffen op basis van afvalproducten**, met een koopadvies.

In deze topic zoomt analist David Duchi in op de **activiteiten** van het bedrijf, de **marktomgeving**, factoren die de **groei** moeten ondersteunen en de **waardering** van het aandeel. Afsluiten doen we met een **videofragment**, waarin onze expert in een notendop uitlegt waarin het potentieel van dit bedrijf schuilt en wat u als beleg-het-zelfver moet onthouden.

NESTE

Unieke groene groeimachine

Neste is een **buitenbeentje in de Europese oliesector**. De voorbije tien jaar is het voormalige Finse staatsoliebedrijf (opgericht in 1948) getransformeerd van een puur raffinagebedrijf naar een **pionier en marktleider in hernieuwbare brandstoffen op basis van afvalproducten**. De transformatie naar een meer duurzaam bedrijf werd in 2016 concreet, met de naamsverandering van Neste Oil naar kortweg Neste (wat “vloeistof” betekent). De **Finse overheid** heeft nog steeds een **belang van 36,4%** in het bedrijf. Leuk weetje: sinds november vorig jaar is **West-Vlaming Peter Vanacker CEO** van Neste.

Neste bestaat momenteel uit **drie divisies**:

1. Renewable Fuels

- 18% van groepsomzet in 2018, maar wel 68% van de operationele winst
- Productie van hernieuwbare brandstoffen op drie sites in Porvoo (Finland) sinds 2007, Singapore sinds 2010 en Rotterdam sinds 2011. Naast **hernieuwbare diesel** is er ook productie van **hernieuwbare kerosine** en verschillende **bouwstenen voor de chemische industrie**.

2. Oil Products

- 57% van omzet in 2018, 27% van winst
- Twee conventionele, maar vrij complexe **raffinaderijen** in Finland met een hoog aandeel van diesel in de output. Dat maakt Neste **uitstekend gepositioneerd voor IMO 2020** (de invoering van strengere uitstootnormen in de scheepvaart vanaf 2020, nvdr.), waarbij schepen zullen overschakelen van zware ‘bunker fuel’ naar diesel.

3. Marketing & Services

- 25% van omzet in 2018, 5% van winst
- 800 **tankstations** in Finland en 240 verspreid over de Baltische Staten en Rusland.



Hernieuwbare diesel is beter dan biodiesel

Hernieuwbare diesel is een totaal ander product dan **biodiesel**. Neste gebruikt in zijn proces verschillende **afvalstoffen** (waaronder dierlijke vetten uit slachterijen, vleesolie, visolie, gebruikte frituurolie), die door behandeling met **waterstof** bij hoge temperaturen (hydrogenering) worden **omgezet in een brandstof** met dezelfde chemische samenstelling als diesel op basis van ruwe olie. Daardoor kan deze hernieuwbare diesel in hoge concentraties of zelfs zonder bijmenging van fossiele diesel gebruikt worden **in alle dieselmotoren**. Gewone biodiesel wordt gemaakt uit dezelfde grondstoffen (plantaardige olie of dierlijke vetten) maar via een andere technologie (esterificatie), waardoor het slechts in beperkte mate kan worden gemengd met conventionele diesel.

Hernieuwbare diesel heeft als bijkomend voordeel dat het ook resulteert in **veel**

lagere emissies van broeikasgas CO₂ (tot wel 90% lager dan fossiele diesel), No_x (stikstofoxide die bijdraagt aan zure regen) en roetdeeltjes. Gewone biodiesel op basis van raapzaad of sojabonen bijv. stolt bij temperaturen lager dan -5°C, terwijl hernieuwbare diesel van Neste zijn **kwaliteit behoudt tot -40°C**. Dat maakt het uitstekend geschikt voor de strenge noordelijke winters.



Neste is het **derde meest duurzame bedrijf ter wereld** in de Top 100 lijst van Corporate Knights voor 2019. Toch kreeg het bedrijf al veel **kritiek van milieuorganisaties**, omdat het naast afvalproducten ook nog steeds **palmolie** gebruikt als basisgrondstof (feedstock). Palmolie vertegenwoordigt nu nog 17% van de basisgrondstoffen, maar Neste zweert al jaren bij palmolie van **duurzame oorsprong** (RSPO certificatie), waarbij geen verdere ontbossing optreedt.

Forse groeimarkt

Neste produceert nu jaarlijks 2,9 miljoen ton hernieuwbare diesel en dankzij een investering van 1,4 miljard EUR in bijkomende capaciteit in Singapore moet dit tegen 2022 richting 4,5 miljoen ton gaan. Neste had in 2018 een **globaal marktaandeel van maar liefst 60% in hernieuwbare diesel**. Analisten voorzien dat de vraag naar hernieuwbare diesel tegen 2030 vier keer hoger zal zijn (tot 20 miljoen ton per jaar) door strengere **klimaatdoelstellingen** van verschillende overheden: Renewable Energy Directive II (RED II) van de EU, Low Carbon Fuel Standard (LCFS) in Californië, Clean Fuel Standard in Canada, etc.

Neste verkoopt driekwart van zijn hernieuwbare diesel in Europa, waar de **regelgeving voor méér bijmenging zeer gunstig** is. Zo mikt Finland op 30% bijmenging tegen 2029 (vs. de huidige 15%) en wil Zweden tegen 2030 70% minder CO₂ emissies van de transportsector. Ook andere landen ontplooiën initiatieven.

In de **VS** groeit de vraag naar hernieuwbare diesel jaar na jaar door hogere vereisten voor bijmenging onder de **Renewable Fuel Standard** (RFS). Vooral de mandaten voor geavanceerde biodiesel (zoals die van Neste) worden opgetrokken en niet zozeer voor traditionele biodiesel (meestal op basis van sojabonen). Neste beschikt niet over een Amerikaanse productiefaciliteit, maar verscheepte vorig jaar wel 26% van zijn hernieuwbare diesel richting de VS. Net als andere producenten van biobrandstoffen geniet Neste al sinds 2005 van het **Blenders Tax Credit** (BTC) van 1 USD per gallon. In 2018 verkocht Neste naar schatting iets meer dan 200 miljoen gallon hernieuwbare diesel in de VS (vooral in Californië). Er is altijd veel onzekerheid over de jaarlijkse verlenging van het BTC, maar dat kwam uiteindelijk altijd in orde, soms wel retroactief.

Concurrentie

De concurrentie neemt toe en Neste mikt op een marktaandeel van minstens 40% in 2030. In Europa heeft **Total** zijn raffinaderij La Mède aan de Middellandse Zee omgebouwd om vanaf 2020 jaarlijks 500.000 ton biodiesel aan te maken. Het Italiaanse **ENI** ambieert vanaf volgend jaar een productie van 1 miljoen ton. In de VS zijn **Diamond Green Diesel** en **Renewable Energy Group** de voornaamste concurrenten. Maar Neste beschikt over de beste technologie, de beste kwaliteit en de grootste flexibiliteit inzake basisgrondstof (feedstock).



Zeer winstgevende business

De divisie Renewable Fuels is de kleinste qua omzet, maar wel de belangrijkste op het vlak van winstbijdrage voor de groep, dankzij een zeer hoge winstmarge (34% in eerste kwartaal 2019). De **aanhoudend hoge winstmarges** zijn het resultaat van Neste's dominante marktpositie, lage feedstock-kosten, een sterk stijgende vraag naar hernieuwbare brandstoffen en interessante subsidies (met een klein risico op verlaging, maar eerder een trend naar meer steun voor hernieuwbare brandstof).

De wereldwijde vraag naar hernieuwbare diesel zal zeker tot 2023 hoger liggen dan het aanbod.

De volgende groeifase van Neste zal minder steunen op een verdere toename van de

winstmarges en meer op **volumegroei**. Met een beoogd marktaandeel van 40% in een globale markt van 20 miljoen ton hernieuwbare diesel zou Neste zo'n 8 miljoen ton produceren, goed voor een jaarlijkse productiegroei van meer dan 10% in de periode 2018-2030. **Stijgende kasstromen** in combinatie met een **gezonde balans** zullen Neste toelaten om te investeren in bijkomende capaciteit, die voor verdere winstgroei zal zorgen. Zelfs bij gelijkblijvende marges is **jaarlijks dubbelcijferige winstgroei** het komende decennium zeker mogelijk.

Nieuwe groeipolen: kerosine en bioplastics



Neste beseft dat de dieselvraag voor wegtransport op langere termijn zal afnemen en werkt aan alternatieve markten zoals **hernieuwbare vliegtuigbrandstof**. De luchtvaart verbruikt naar schatting zo'n 300 miljoen ton kerosine per jaar (3x minder dan de dieselmarkt voor wegtransport), maar de vraag groeit wel met 2 à 3% per jaar.

De CO₂ emissies van de luchtvaart mogen vanaf 2020 niet meer stijgen, waardoor naast efficiëntere vliegtuigmotoren ook hernieuwbare kerosine (met 70 à 80% lagere CO₂-uitstoot) noodzakelijk zal zijn.

Naast het aanboren van nieuwe afzetmarkten maakt Neste ook veel werk van de uitbreiding van de afvalstoffen die het kan verwerken. Dankzij verbetering van zijn technologie kan Neste **afval van steeds lagere kwaliteit omzetten** en is er ook grote flexibiliteit in type feedstock (naargelang prijs). Dit resulteert in een **sterk competitief voordeel**.

Over enkele jaren wil het zelfs **plastic afval** omzetten in hernieuwbare brandstof. De leveranciersketting van Neste voor de basisgrondstoffen is globaal en zeer divers. Het bedrijf nam vorig jaar de **Nederlandse afvalophaler Demeter** over. Neste identificeerde beschikbare afvalvolumes van 30 miljoen ton per jaar, wat 3 keer zoveel is als nodig om te voldoen aan de geschatte vraag naar hernieuwbare brandstoffen in 2025. Afval genoeg dus om te verwerken.



Waardering: niet zo duur als het lijkt

Neste is al enkele jaren het **best presterende aandeel in de Europese oliesector**, vooral dankzij het sterke groeiverhaal van de hernieuwbare divisie, die door analisten lange tijd slecht werd begrepen en stelselmatig te laag werd ingeschat. De

voorbij twee jaar is het aandeel zowat verdriedubbeld. Opgelet: het aandeel werd in april 2019 in drie gesplitst. De opmars van het aandeel volgde daarmee grotendeels de inschatting van de winstevolutie. De **gemiddelde analistenverwachting voor de winst per aandeel dit jaar ligt nu op 1,8 EUR**, terwijl de prognose voor 2019 amper twee jaar geleden nog op ca. 0,8 EUR lag.

Met een koers-winstverhouding van 17x en een EV/EBITDA-ratio van 11x lijkt Neste **optisch gezien een duur aandeel**, zeker in vergelijking met raffinagebedrijven. Omdat Neste **nicheproducten** maakt en over veel **prijzettingmacht** beschikt in een **stevige groeiemarkt**, is een vergelijking met bedrijven uit de 'Specialty Chemicals'-sector (denk aan Novozymes of Givaudan) dan ook relevanter. Niet alleen de winst groeit als kool, ook het **dividend wordt stelselmatig opgetrokken**, want Neste keert elk jaar minstens 50% van zijn nettowinst uit. KBC Asset Management rekent op een **dividend van 1 EUR per aandeel over 2019**. De schuldgraad is zeer laag (amper 1,6%).

KBC Asset Management start de permanente opvolging van dit unieke aandeel met een **"Kopen"-aanbeveling** en een **koersdoel van 38 EUR**.

Conclusie

- Het voormalige Finse staatoliebedrijf Neste heeft zich **getransformeerd** van een puur raffinagebedrijf tot een pionier en marktleider in hernieuwbare diesel uit afvaloliën en -vetten. Neste wordt vaak omschreven als het **meest duurzame bedrijf in de oliesector**.
- Het investeringsverhaal hangt in grote mate samen met het **groeverhaal** als 's werelds grootste producent van **hernieuwbare diesel**, waar Neste belangrijke competitieve voordelen en hoge winstmarges geniet. De historische activiteit (raffinage van ruwe olie tot olieproducten) is minder belangrijk geworden in het geheel, maar moet de komende jaren kunnen genieten van **hoge marges**, dankzij de strengere scheepvaartregels (IMO 2020). Samen met **stabiele kasstromen** uit zijn netwerk van tankstations in Noord-Europa vormt raffinage een stevige basis om de groei van de hernieuwbare activiteiten te ondersteunen.
- Neste verstevigt zijn **dominante marktpositie** in hernieuwbare brandstoffen door capaciteitsuitbreiding (+50% tegen 2022), het uitbouwen van een globale leveranciersketting en het verbreden van het productgamma. Hernieuwbare vliegtuigbrandstof en bioplastics zijn veelbelovende nieuwe **groeiemarkten**.
- Het aandeel lijkt op het eerste gezicht **duur**, maar Neste verdient een hogere waardering dan in het verleden en dan zijn sectorgenoten omwille van het superieure groeiprofiel, de hoge winstmarges en de gezonde balans. Niet alleen de winst groeit als kool, ook het dividend wordt stelselmatig opgetrokken.

Expert aan het woord

In onderstaand videofragment legt analist David Duchi in een notendop uit waarin het potentieel van dit bedrijf schuilt.



Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.