

Palmolie leest als groeilandenverhaal

| Sector goedgeplaatst om in te spelen op stijgende consumptie in Azië



ANALYSE
PATRICK MILLEMAC
BESTUURDER VALLE SQUARE

In meer dan de helft van alle producten die u koopt in het warenhuis zit palmolie verwerkt. Als belegger zien wij palmolie als een heel sterk en fundamenteel onderbouwd groeilandenverhaal.

Palmolie wordt voor 80 procent gebruikt in voeding (bakolie, margarine, ijs, bakvet, instant noedels, chocolade, snoepgoed en koekjes) en voor de rest (20%) in zepen, detergents, shampoos, koffiemelk en cosmetica.

Palmolie is de meest productieve olie van alle plantaardige oliën. Per hectare beplante oppervlakte leveren oliepalmen meer dan 3.500 kilogram olie. Alle andere oliegewassen leveren per beplante hectare tussen 150 en 500 kilogram olie. Omdat de wereldoppervlakte en het landbouwareaal beperkt zijn, is een efficiënt gebruik van de beschikbare oppervlakte op lange termijn heel belangrijk. Palmolie neemt amper 5,5 procent van het totale landbouwareaal aan plantaardige oliën in beslag (12,75 miljoen hectare op een totaal van 231,9 miljoen) tegenover 44,3 procent voor soja.

Van de wereldwijde productie van plantaardige oliën komt er 38,2 procent van palmolie en 27,8 procent van sojaolie. Palmolie is de productiefste olie. Dat is het belangrijkste argument om de groene beweging tegen palmolie te counteren. Palmolie is ook erg energieefficiënt: met een lagere energie-input levert palmolie een veel hogere output dan alle andere oliën.

Palmolie wordt voor meer dan 85 procent geproduceerd in Indonesië en Maleisië. Palmolie is ook de meest gebruikte plantaardige olie in Azië. Het verbruik hangt nauw samen met de groei van de wereldbevolking. Die zal tot 2025 met 1,2 miljard mensen toenemen. Er komen dus jaarlijks 80 miljoen monden bij op onze planeet en die aangroei zal voor 98 procent geschieden in Azië en Afrika.

Het verbruik van plantaardige oliën neemt ook toe dankzij de groei van de wereld economie. Volgens schattingen zullen de economieën in Zuidoost-Azië in 2011 met 7 procent groeien. Nog belangrijker is de toename van het aantal middenklasse-gezinnen. Ook hier zal de grootste groei opgetekend worden in Azië.

De wereld zal dus op lange termijn nog afhankelijk worden van palmolie. Verwacht wordt dat de jaarlijkse productie van palmolie groeit met 5,7 procent tegenover 3,7 procent voor alle andere plantaardige oliën in de periode 2009-2015. Investeren in de palmolie-sector is met andere woorden een manier om in te spelen op de stijgende consumptie in Azië. Op lange termijn blijft dit een heel sterk en fundamenteel onderbouwd groeilandenverhaal.

De palmolieprijs is in 2010 fors gestegen (+ 63%). Gemiddeld genomen situeert de productieprijs van palmolie zich rond 250 à 300 dollar per ton. De gemiddelde palmolieprijs over de afgelopen 20 jaar bedraagt 500 dollar per ton. De huidige prijs ligt iets boven 1.100 dollar per ton.

Palmolieplantagebedrijven zijn dus zeer winstgevend en zijn vandaag meer dan ooit 'cashmachines'. De redenen voor de forse prijsstijging zijn de gunstige langetermijndynamiek, de krapte op de markt van plantaardige oliën en de groeiende vraag voor de aanmaak van biodiesel (vandaag wordt circa 8 procent van de palmolie in de wereld verwerkt in biodiesel).

EL NIÑO & EL NIÑA

In 2010 viel de productie van palmolie veel lager uit dan verwacht. Dat had voornamelijk te maken met de uitzonderlijke regenval waardoor oliepalmen moeilijker kunnen worden geoogst. El Niño is daarvoor verantwoordelijk. Dat is een wederkerend weerfenomeen dat zorgt voor uitzonderlijk nat weer in de Aziatische regio. Vooral Maleisië werd recent ge-



De meeste palmolieplantagebedrijven zijn vandaag erg winstgevend.

© BLOOMBERG

troffen door hevige moessonregens en overstromingen. Ook Colombia - een kleiner productieland - werd netto-invoerder sinds juni 2010 in plaats van een palmolie-uitvoerder. In Colombia wordt bijna de helft van de palmolieproductie gebruikt voor biodiesel.

Palmolieprijs zijn ook sterk gecorreleerd met andere alternatieve plantaardige oliën, voornamelijk sojaolie. Door de aanhoudende droogte in Argentinië lag de productie van soja veel lager dan normaal. Dit is dan weer toe te schrijven aan La Niña, het bijna omgekeerde weerfenomeen van El Niño en dat vooral Latijns-Amerika treft met uitzonderlijke droogtes.

De wereldwijde productie van plantaardige oliën bedroeg in 2010 441 miljoen ton, wat 2 miljoen ton lager is dan de wereldwijde consumptie. Daardoor dalen de voorraden aan plantaardige oliën wereldwijd. De ratio voorraden/consumptie bevindt zich vandaag op een meerderjarig dieptepunt van 10,4 procent. Voor palmolie ligt dit iets hoger, maar ook hier zien we een laag cijfer.

TROPISCH REGENWOUDE

Ten slotte is er enorme druk vanuit de milieubewegingen om geen tropisch regenwoud te kappen en dus de ontbossing tegen te gaan. De palmolie-industrie tracht daaraan tegemoet te komen door

plantages die zich houden aan de 'Roundtable for Sustainable Palm Oil Production'-normen een RSPO-label toe te kennen. Dit label wordt meer en meer geëist door grote voedingsconcerns zoals Unilever en Kraft.

In mei 2010 ondertekende de Indonesische president, Susilo Bambang Yudhoyono, een akkoord met de Noorse overheid, waardoor hij zich engageerde om gedurende twee jaar geen of weinig nieuw land beschikbaar te stellen voor landbouw. Noorwegen zal daarvoor 1 miljard dollar betalen in ruil voor een tijdelijke stop op de ontbossing van Indonesië. Door die deal wordt de beschikbare oppervlakte om oliepalmen te planten

beperkt. Ook ondersteunt het akkoord de palmolieprijzen en drijft het de waarde van beschikbaar (onbeplant) land verder op, wat positief is voor bedrijven met grote landbanken.

De jongste weken lijkt de palmolieprijs wat te zakken. Dat heeft vooral te maken met het feit dat de palmolieproductie in 2011 weer zal stijgen. De overvloedige regenval heeft immers een positief effect op een aantal maanden. Ook zou de sector meer meststoffen hebben gebruikt, wat de productie ten goede komt. Mogelijks hebben ook een aantal kortetermijninvesteers hun speculatieve posities de jongste weken geliquideerd.

Industriespecialisten gaan ervan uit dat het aandeel van palmolie in de totale productie van plantaardige oliën nog zal toenemen. Toch verwachten de meeste kenners dat op lange termijn de palmolie-markt een structureel tekort zal kennen, waardoor de palmolieprijzen op lange termijn structureel hoger zullen noteren dan in het verleden.

De hoge prijzen voor ruwe olie bieden ook een ondersteuning voor de palmolieprijzen. Indien de verhouding palmolieprijs/ruweolieprijs lager ligt dan 10 begint het interessant te worden voor energiebedrijven om palmolie te kopen voor de productie van biodiesel. Die verhouding ligt vandaag op 9,83 tegenover een gemiddelde ratio van de jongste twee jaar van 11,3.

Als belegger bent u natuurlijk geïnteresseerd in welke bedrijven u het meest kan profiteren van de gunstige groeiperspectieven voor de palmolie-sector.

WAARDE PER HECTARE

Als 'value-beggers' kijken we uiteraard naar welke bedrijven goedkoop zijn. Een veel gebruikte ratio die gebruikt wordt om plantages met elkaar te vergelijken is de EV/beplante hectare, waarbij EV staat voor Enterprise Value of ondernemingswaarde (beurskapitalisatie + netto financiële schuld).

De grootste plantagebedrijven noteren op de beurzen van Maleisië, Indonesië en Singapore. Golden Agri Resources, Sime Darby, Indofood Agri en Wilmar hebben elk meer dan 500.000 ha palmolie-

plantages. Gemiddeld genomen noteren die Aziatische bedrijven tegen een ondernemingswaarde van meer dan 20.000 dollar per beplante hectare en 2,5 keer hun boekwaarde.

De palmolieplantagebedrijven die we actief volgen, noteren tegen een ondernemingswaarde van meer dan 12.300 dollar per hectare. De kleinere spelers noteren merkelijk goedkoper dan hun Aziatisch genoteerde collega's. Sipef is de enige op Euronext Brussel genoteerde palmolieplantagegroep. Het aandeel Sipef noteert tegen 17.210 dollar per hectare.

Op de beurs van Londen kunt u enkele interessante namen vinden. We denken aan Anglo Eastern Plantations (9477 dollar/hectare),

MP Evans (14.059 dollar/hectare) en slechts 8.643 dollar indien we terecht abstractie maken van de waarde van het Maleisische vastgoed en de veteeltactiviteiten in Australië) en REA Holdings (16.190 dollar per hectare).

Op de beurs van Luxemburg noteren de plantagebedrijven uit de SocFin-groep. Hier vinden we SocFin-pool (de Afrikaanse naam van de groep met ongeveer 50/50 palmolie- en rubberplantages) het interessantste met 9079 dollar/hectare. Vermits landbouwgronden overal ter wereld schaars zullen worden, houdt u beter ook rekening met de grootte van de landbank, dit is de niet-beplante grond die op termijn kan beplant worden met jonge plantjes.

In dat opzicht geven we de voorkeur aan Anglo Eastern Plantations dat tot doel heeft zijn beplante oppervlakte te verdubbelen in vijf jaar. Vandaag heeft men ongeveer 50.000 hectare beplant. Het wordt voor meer dan 50 procent gecontroleerd door mevrouw Lim Siew Kim. Zij is een telg van een van de rijkste families uit Maleisië. Anglo Eastern Plantations heeft een nettocashpositie. Het management wil de expansie met 10.000 hectare per jaar volledig zelf financieren met de gegeneerde vrijkasstromen. Het aandeel noteert tegen minder dan tien keer de verwachte winst van 2010. Ons conservatieve koersdoel bedraagt 900 Britse pence tegenover een beurskoers van 700 pence.

Palmolie is de meest productieve olie. Dat is het belangrijkste argument om de groene beweging tegen palmolie te counteren.