

Kernenergie juist nu een optie

John van der Schenk - 4 april 2011, 13:44



In mijn eerdere columns heb ik aangegeven dieper in te gaan op manieren waarop beleggers beter kunnen inspelen op specifieke situaties die zich wereldwijd voordoen. De kans op een aantrekkelijker rendement wordt verhoogd door deze situaties te combineren met het gebruik van uiteenlopende optiestrategieën.

Beleggingsthema

Het opwekken van elektriciteit zonder gebruik te maken van kerncentrales is niet reëel gezien een groeiende wereldbevolking in welvaart en maar één aarde die kan leveren. Er kan zelfs worden gesteld, dat kernenergie een oplossing vormt voor andere mondiale problematiek. Momenteel een actuele en interessante stelling, omdat de problemen met een Japanse kerncentrale breed worden uitgemeten.

De antinucleaire lobby draait direct op volle toeren, maar helaas wordt de nucleaire discussie niet volledig onderbouwd. Er wordt bijvoorbeeld weinig aandacht geschonken aan het feit dat er eerst een uitzonderlijk zware aardbeving, vervolgens een vloedgolf van twintig meter en een verouderde kerncentrale aan te pas moesten komen om dit probleem te veroorzaken. De huidige generatie kerncentrales is veel veiliger en bij elke catastrofe worden de veiligheidsnormen verder aangescherpt.

Desalniettemin hebben vrijwel alle ondernemingen met activiteiten in deze hoek een flinke afstraffing op de beurs gekregen, met dalingen tot ruim 30%. Deze koersval heeft veel kenmerken van een overreactie, omdat er ook voldoende argumenten zijn ten gunste van kernenergie. Deze afstraffing biedt dan ook een mooi moment voor beleggers om op huidige aantrekkelijke waarderingen in te spelen op een renaissance van het gebruik van kernenergie op termijn.

Enige onderbouwing

De wereldwijde vraag naar energie en elektriciteit neemt elk jaar toe. Enerzijds door verdere welvaartstijging (bijvoorbeeld computers, koelkasten, tv's, vaatwassers, ventilators, et cetera) en anderzijds de mondiale bevolkingsaanwas (in de komende twintig jaar van ruim 6 miljard naar meer dan 8 miljard mensen). Deze bevolkingsaanwas zal vooral in de huidige economisch expanderende landen plaatsvinden, zoals China en India.

In deze landen wordt elektriciteit hoofdzakelijk opgewekt door kolencentrales. Echter, de veronderstelling dat het elektriciteitsgebruik in deze landen op het niveau van het Westen komt, zou betekenen dat er ongeveer viermaal het huidige mondiale verbruik nodig is. Het is de vraag of de aarde deze hoeveelheden aan kan.

Een volgend probleem vormt de luchtverontreiniging en verdergaande klimaatsverandering. Andere fossiele brandstoffen bieden een gedeeltelijke oplossing, met name gas is in ruime mate voor handen en relatief schoon, maar olie is weer een vraagteken (theorie: peak oil). Een ander nadeel is overigens dat de grote (goedkoop winbare) olievoorraden in de wereld voornamelijk in de grond zitten in regio's die politiek minder stabiel zijn. Een land met forse (verwachte) economische groei wil niet worden belemmerd door externe invloeden zoals importbelemmeringen.

Kortom, een paar belangrijke voordelen van kernenergie zijn dan ook, dat zij:

1. een stabiel aanbod garandeert,
2. relatief makkelijk op te schalen is,
3. ook verreweg de goedkoopste vorm van energie opwekken is, en
4. relatief schoon is, zeker als rekening wordt gehouden met CO₂-uitstootbeperkingen (en CO₂-opslag).

Het is dan ook zeer onwaarschijnlijk dat in veel landen de nucleaire programma's worden teruggeschroefd, omdat gewoonweg niet aan de toenemende vraag kan worden voldaan met de huidige andere alternatieven. China heeft momenteel veertien kerncentrales, die wekken 11 gigawatt op. Dat is slechts 2% van het totaal, kolen zijn goed voor 81% (bron: China Electricity Council). De plannen om de Chinese nucleaire capaciteit te verhogen naar 70 gigawatt in 2020 zullen grotendeels intact blijven. Een dergelijk verhaal geldt eveneens voor India en vele andere landen.

Wat doen

Voor beleggers is het nu interessant om belangen te nemen in kernenergie-gerelateerde ondernemingen. In het oog springt de afstraffing voor uranium, de brandstof voor kerncentrales. Een additioneel argument is dat ruim 40% van het aanbod in uranium afkomstig is van oude (Russische) ontmantelde kernwapens. Echter, dit aanbod is aan het opdrogen en met de huidige vraag/aanbodverhoudingen verdwenen in 2015.

Deze situatie is sterk in het voordeel van uraniumproducenten. Een grote speler is het Canadese bedrijf Cameco. Deze onderneming heeft de 's werelds grootste uraniummijn in bezit en er komt na 2011 nog een van vergelijkbare grootte in productie. Cameco heeft dan ook de mogelijkheden om wereldwijd marktaandeel te veroveren door te voorzien in de stijgende vraag. Naar aanleiding van de recente gebeurtenissen in Japan is het aandeel echter sterk onder druk gekomen (zie grafiek).



Cameco Corp in U.S.

Bron: Bloomberg

Cameco

Afhankelijk van de risicoperceptie kan positie worden ingenomen in de aandelen van Cameco. Het uitgangspunt vormt dat in ieder geval op de middellange termijn toenemende waarde wordt gecreëerd. Echter, ik ben van mening dat de kans op rendement verder te vergroten is door gebruik te maken van een relatief eenvoudige constructie als alternatief voor de aandelen, zodat een deel van mogelijk neerwaarts risico wordt ontlopen.

Voorbeeld

Door de recente forse beweeglijkheid van de aandelen zijn opties relatief duur geworden. Een belangrijk deel van de optiepremie wordt bepaald door de volatility *). Een belegger heeft niet alleen interesse in assets die goedkoop zijn, maar ook juist duur zijn (om te verkopen). Een mooie combinatie is te maken als een alternatief voor aandelen Cameco (koers 30,04 US dollar) door het verkopen van een dure put **). Hiermee wordt relatief goedkope exposure verkregen in een aantrekkelijk geprijsd aandeel. Bijvoorbeeld de put Cameco januari 2012 35 voor een premie van 7,70 dollar geeft 9% extra rendement (2,70 dollar) voor negen maanden, of 9% bescherming bij verdere daling.

Het is natuurlijk wel de vraag of de branche op korte termijn een flink herstel kan laten zien, omdat politieke druk en publieke opinie de sector een tijdje gedrukt kan houden. Echter, het besef dat de wereld niet zonder kernenergie kan zal uiteindelijk weer de overhand krijgen. Een aantrekkelijke manier om deze visie om te zetten in een positie plus de te ontvangen (dure) premie verder te verhogen, is een tijd spread ***) te construeren. Bijvoorbeeld de eerder genoemde verkoop van een langerlopende put met

het verkopen van een kortlopende call, bijvoorbeeld de call mei 32 voor 1,15 dollar. Bij een korte looptijd van opties loopt de verwachtingswaarde relatief snel uit optiepremies. Bij stijging wordt de kortlopende call intrinsiek en wordt winst gemaakt met de verkochte put en bij verdere daling wordt een eventuele aankoop goedkoper.

Het is wel heel belangrijk om posities door te rollen bij het overschrijden van vooraf gestelde grenzen. In dit voorbeeld zijn de grenzen 27 dollar, 33 dollar en 35 dollar belangrijk. Als de koersen op korte termijn niet veel wijzigen wordt rendement gemaakt doordat de optiepremies minder waard worden en na afloop van de mei series kan ook weer een nieuwe kortlopende call worden verkocht.

Kortom

Het is van belang te realiseren dat met deze constructies de kans op aantrekkelijke rendementen hoger is dan het kopen van alleen het aandeel. Ik ben van mening dat een zeer aantrekkelijke uitgangspositie voor een breed gespreide portefeuille wordt gecreëerd, door specifieke uiteenlopende fundamentele situaties te combineren met het gebruik van verschillende optiestrategieën.

Andere kansen

Bij een algemene koersafstraffing op sectorniveau zijn meestal interessant geprijsde ondernemingen te vinden die zich in een specifieke situatie bevinden, bijvoorbeeld als een overnameprooi. Het Brits genoteerde Kalahari Minerals zit in een dergelijke positie. China Guangdong Nuclear Power Group, China's tweede grootste kernenergiespeler in staatseigendom, heeft begin maart een bod gedaan van 290p op de aandelen van Kalahari (koers 234p), ofwel een discount van bijna 20%. Het risico dat het gehele bod wordt ingetrokken vanwege de gewijzigde marktomstandigheden is aanwezig, echter, Chinese ondernemingen hebben een langetermijnvisie, dus waarschijnlijker is dat de prijs wordt heronderhandeld.

Interessant is dan weer, dat het belangrijkste bezit van Kalahari een 42,79% belang in het Australische Extract Resources (koers 7,86 Australische dollar) is. Deze onderneming is eigenaar van de vijfde grootste uraniummijn in de wereld, in het Afrikaans Namibië. De waarde van alleen dit belang ligt momenteel slechts vijf procent onder de huidige beurswaarde van Kalahari. En ook Extract staat bijna 30% onder de waarde van enkele weken terug. Al met al lijkt mij de kans op een forse prijsheronderhandeling klein, waardoor Kalahari duidelijk opwaarts potentieel op korte termijn heeft en derhalve een mooie kandidaat is in een gespreide aandelenportefeuille.

*) Het begrip volatility heeft betrekking op koersbewegingen in het verleden. Optie premies hebben betrekking op koersbewegingen in de toekomst, en hebben daarom te maken met verwachte volatiliteit. Hoe hoger deze verwachte volatiliteit van het onderliggende aandeel is, hoe duurder de optie. De kans dat het onderliggende aandeel in prijs zal veranderen is dan groter, dus om dit risico te compenseren zal de prijs van de optie

hoger zijn.

***) Het verkopen van een put optie geeft de plicht om tegen een vooraf bepaalde prijs binnen een afgesproken periode het onderliggende aandeel te kopen. Let op: een margin verplichting is vereist.

****) Een tijd spread is opgebouwd uit twee opties op dezelfde onderliggende waarde met dezelfde uitoefenprijs maar verschillende uitoefenmaanden en meestal met dezelfde uitoefenprijs, maar daar kan van worden afgeweken. Naast een lagere investering kan het ook zijn dat de visie bij een tijd spread is dat de onderliggende waarde op korte termijn slechts in beperkte mate zal bewegen.

Fonds Bloemendaal heeft op het moment van schrijven posities in Cameco en Kalahari Minerals, die vergelijkbaar zijn met de beschreven positie in de column.

*John van der Schenk is portfolio manager van **Fonds Bloemendaal**, een Nederlands multi-strategy beleggingsfonds met mondiale reikwijdte. Het Fonds staat*



onder toezicht van de AFM en is een semi open-ended fonds voor gemene rekening. De informatie in deze column is niet bedoeld als professioneel beleggingsadvies of als aanbeveling tot het doen van bepaalde beleggingen. Posities in het Fonds kunnen op ieder moment gewijzigd worden als de marktomstandigheden daar aanleiding toe geven.