

## Metallaktien

## Goldene Zeiten



Während die Basismetalle noch kein klares Signal aussenden, scheint bei den Edelmetallen das Größte überstanden.

Der Leidensdruck von Metall-Fans wurde in den vergangenen Jahren wahrlich auf die Probe gestellt. Während daher so mancher Langfrist-Anleger noch immer vor einem Scherbenhaufen in seinem Depot sitzt, könnte nun der Zeitraum für Neuinvestments gekommen sein – ganz getreu dem alten Motto von Baron Rothschild, der sagte: „Kaufe, wenn das Blut auf den Straßen fließt, selbst wenn es dein eigenes Blut ist.“

**Hohe Schulden, hohe Abschreibungen, hoher Ertragshebel**

Massive negative Medienpräsenz musste im vergangenen Jahr die Schweizer **Glencore** über sich ergehen lassen. Zwischenzeitlich vermutete die Börse eine bevorstehende Insolvenz, vor allem aufgrund von Liquiditätsbedarf im Handelsgeschäft bei einem drohenden Rating-Downgrade. Seit dem zwischenzeitlichen Kursstief Ende September hat sich der Wert der Aktie mittlerweile jedoch fast verdoppelt. Geblieben ist dagegen ein Schuldenberg von fast 26 Mrd. USD, den Glencore wohl nur dann signifikant reduzieren kann, wenn auch die Basismetalle einen nachhaltigen Boden gefunden haben sollten. Durch den Verkauf der Agrarsparte und Vorverkäufe zukünftiger Produktionsmengen beschafft sich Glencore derzeit die nötige Liquidität, was den Aktionären aber eben auch Chancen in einem verbesserten Marktumfeld nimmt. Mit signifikanten Kursaufschlägen haben in den vergangenen Wochen auch die Aktien der drei Rohstoff-Giganten **BHP**, **Rio Tinto** und **Anglo American** überrascht. Und dies trotz nach wie vor beste-

hender operativer Probleme. Doch die Börse scheint die schlechten Nachrichten – wie etwa umfassende Dividendenkürzungen – bereits eingepreist zu haben.

**Edle Metalle im Vorteil**

Während Rio Tinto vor allem unter massiven Abschreibungen auf den Zukauf des Aluminiumproduzenten Alcan zu leiden hatte, belasteten bei BHP die US-Fracking-Aktivitäten. Die Branchenmultis sind auch für Analysten alles andere als einfach zu schätzen, dafür sind die unterschiedlichen Einflussfaktoren (Rohstoffpreise, Währungen) zu komplex. Letztlich bleiben die Titel damit eine Wette auf einen breit angelegten Anstieg der Basismetalle. Während dieses Szenario noch als alles andere als sicher angesehen werden muss, scheint sich bei den Edelmetallen bereits eine klare Trendwende abzuzeichnen. Auch Blue Chips der Branche wie **Barrick Gold** haben bereits um bis zu 100% von den Tiefs aus zugelegt. Der Hebel beim kanadischen Marktführer besteht vor allem aufgrund des enormen Schuldenbergs. Angesichts des deutlich höheren Goldpreises traut die Börse dem Unternehmen nun zu, ohne einen Ausverkauf der Assets zu Schleuderpreisen durch die Krise zu kommen. Unter den großkapitalisierten Goldminen zählt nach wie vor **Goldcorp** (IK) zu unseren Favoriten, mehr dazu lesen Sie im Musterdepot auf S. 68. Für Stock Picker deutlich interessanter dürften jedoch die Mid Caps des Sektors sein, die durch starke Fundamentaldaten auffallen.

Kennzahlen der vorgestellten Metall-Aktien

Unternehmen	WKN	Kurs	MCap*	Umsatz 15*	EpS 15	EpS 16e	KGV 15	KGV 16e	Div. 15e	Div.-Ren. 15e
Anglo American [GB]	AOMUKL	6,39	9,0	20,7	0,56	0,24	11,4	26,6	0,04	0,6%
Argonaut Gold [CA]	A1C70D	1,08	0,2	0,2	neg.	-	neg.	-	-	-
BHP [GB]**	908101	9,99	21,1	40,2	0,32	0,14	31,2	71,4	0,39	3,9%
First Majestic Silver [CA]	A0LHKJ	5,17	0,8	197,4	-0,76	-0,11	neg.	neg.	0,00	0,0%
Franco Nevada [CA] IK	AOM8PX	54,04	9,6	0,4	0,53	0,58	102,0	93,2	0,77	1,4%
Glencore [JE]	A1JAGV	1,79	26,1	153,4	-0,33	0,05	neg.	35,8	0,00	0,0%
Goldcorp [CA] IK	890493	14,30	11,9	1,3	-0,09	0,08	neg.	178,8	0,13	0,9%
Pan American Silver [CA]	876617	9,12	1,4	0,6	-0,34	-0,18	neg.	neg.	0,08	0,9%
Regis Resources [AU]	A0B8RA	1,56	0,8	0,3	0,09	0,12	18,2	12,7	0,07	4,7%
Rio Tinto [GB]	852147	24,34	34,4	31,3	-0,42	1,13	neg.	21,5	1,20	4,9%
Royal Gold [US]**	885652	42,39	2,8	0,3	0,92	0,90	46,1	47,1	0,80	1,9%
Silver Wheaton [CA] IK	A0DPA9	15,05	6,1	0,6	0,49	0,57	30,7	26,4	0,21	1,4%
Sprott [CA]	A0Q0AG	1,49	0,4	0,1	-0,11	0,07	-13,9	20,2	0,08	5,4%
Tahoe Resources [CA]	A1CORA	8,67	2,0	0,5	-0,35	0,39	neg.	22,4	0,16	1,9%

\*) in Mrd. EUR; \*\*) GJ 2014/15 und 2015/16 alle Angaben in EUR; Quellen: OnVista, Geschäftsberichte, Analystenstudien

### Solide Zahlen und kompetentes Management

Kompetentes Management, keinerlei Verschuldung und auch zu heutigen Edelmetallpreisen profitable Minen sind starke Argumente für die Aktie von **Regis Resources**. Mit drei australischen Projekten, die über eine hervorragende Kostenstruktur verfügen, produziert das Unternehmen ca. 300.000 Feinunzen im Jahr. Für das Geschäftsjahr 2015/16 darf ein operativer Cashflow von rund 140 Mio. AUD erwartet werden. Gleichzeitig wird Regis lediglich rund 15 bis 20 Mio. AUD in die Erweiterung der bestehenden Minen stecken. Mit einer geplanten Ausschüttungsquote von rund 60% des Nachsteuerergebnisses lässt das Management die Aktionäre unmittelbar an den prosperierenden Geschäften partizipieren. Die jährliche Dividendenrendite liegt bei im Branchenvergleich beachtlichen 4%. Angesichts von ca. 50 Mio. EUR operativem Cashflow im Quartal und einer Netto-Cash-Position von knapp 100 Mio. AUD dürfte in Zukunft sogar Spielraum für Dividendenhöhungen bestehen. Peter Frech vom Schweizer Asset-Manager Quantex favorisiert unterdessen generell australische Unternehmen, in Kanada dagegen sieht er eine „Klassengesellschaft“ unter den Aktionären, da die Großaktionäre durch Gratis-Warrants aus Platzierungen häufig besser gestellt werden als Kleinanleger. „Trotzdem gibt es auch in Kanada gute Unternehmen, wenn man sehr selektiv vorgeht, z.B. Tahoe Resources“, so Frech.

### Konsolidierungs-Profitteur

Mit der Akquisition des Konkurrenten Lake Shore Gold (IK) konnte **Tahoe Resources** exakt am Tiefpunkt des Marktes eine interessante Übernahme bekanntgeben. Allerdings wird diese Transaktion vollständig in eigenen Aktien abgewickelt, bringt für die bestehenden Aktionäre also auch eine Verwässerung mit sich. Dennoch scheint der Kaufzeitpunkt günstig, denn wie Regis ist auch Tahoe schuldenfrei und generiert auch zum heutigen Goldpreis laufend hohe Erträge. Allerdings werden die kanadischen Projekte des kombinierten Unternehmens signifikante Investitionen notwendig machen. Verglichen mit einigen der bekannten Branchenvertreter ist Tahoe solide finanziert und damit in einer idealen Position, um von einer zu erwartenden Konsolidierungswelle profitieren zu können. Bereits die Übernahme von Lake Shore sollte sich positiv auf die laufenden Cashflow- und Dividendenfähigkeiten auswirken.

### Zigarren-Aktien

Eine Aktie mit viel Substanz und einer blitzsauberen Bilanz ist auch die kanadische **Argonaut Gold**. Benjamin Graham, der Lehrmeister von Warren Buffett, würde das Unternehmen als „Cigar Stock“ bezeichnen: Vergleichbar einer Zigarre, die auf der Straße liegt. Sie mag nicht besonders gut schmecken, ist aber gratis und lässt noch immer ein paar Züge zu. Die Minen von Argonaut haben lediglich eine Restlebensdauer bis 2016 (El Castillo) und 2020 (La Colorada). Für die Zeit danach ist unklar, woher die Erträge kommen sollen. Allerdings notiert die Aktie auch zu einem Bruchteil des Buchwertes (KBV von 0,37) und ist zu rund einem Sechstel durch Cash gedeckt. Durch die Konzentration auf Minen mit niedrigen Produktionskosten im sogenannten Heap-Leach-Verfahren erwirtschaftet Argonaut hohe laufende Cashflows. Genug, um ohne große Verwässerung der Altaktionäre die drei aktuellen Entwicklungsprojekte in Produktion zu bringen. ▶

## BANKEN VERKAUFEN VERSPRECHEN...



## ...WIR VERKAUFEN ECHTE WERTE !



Störtebeker-Haus

Süderstraße 288 · 20537 Hamburg

Tel: 040/25799-106 · Fax: 040/25799-100

E-Mail: fraust@emporium-silberwerte.de

[www.silber-werte.de](http://www.silber-werte.de)

## Goldminen und Value-Investing – ein Widerspruch?

Warren Buffett hat in der Vergangenheit selten eine Chance ausgelassen, sich über die Sinnlosigkeit von Gold als Investment auszulassen. Für den großen Value-Guru überwiegt vor allem ein Aspekt: Die Tatsache, dass Gold ein unproduktives Asset darstellt. Zuletzt hat er dies 2012 in seinem Aktionärsbrief bildlich dargelegt: So könne ein Anleger statt des gesamten bisher in der Menschheitsgeschichte geförderten Goldes im Wert von 9,6 Bio. USD (zu Goldpreisen aus dem Jahr 2012 gerechnet) auch sämtliches Ackerland der USA sowie 16-mal Exxon Mobil, den größten Ölkonzern der Welt, kaufen. Neben den üppigen laufenden Erträgen seiner Anlagen würde dieser fiktive Investor auch noch rund 1 Bio. USD übrig haben. Für Buffett ist der 20 auf 20 Meter große Goldquader ganz offensichtlich das schlechtere Investment. Nun hat es sich bekanntlich selten gelohnt, gegen einen Warren Buffett zu wetten. Doch Buffett übersieht bewusst oder unbewusst einen entscheidenden Faktor: Um den von ihm konstruierten Vergleich geht es überhaupt nicht! Wenn Gold Geld ist, vielleicht sogar das bessere, dann sind eben keine profitablen Unternehmensbeteiligungen der Vergleichsmaßstab, sondern der Kaufkraftverlust der jeweiligen Währung. Und hier schlägt Gold den US-Dollar seit einem halben Jahrhundert um Welten.

### Produktive Edelmetall-Anlagen

Andererseits gäbe es natürlich eine Anlageklasse, die beide Welten vereinen könnte: Aktien von Gold- und Silberminen. Im Gegensatz zu den Edelmetallen sind diese tatsächlich Produktivvermögen, über einen Sicherheitsabstand zum inneren Wert (Margin of Safety) muss angesichts der beispiellosen Baisse in den vergangenen vier Jahren vermutlich kaum

diskutiert werden. Und dennoch: Mit wenigen Ausnahmen (z.B. Seth Klarman) können die bekannten Value-Investoren kaum etwas mit Minenaktien anfangen. Und dies, obwohl der Sektor für antizyklisch denkende Anleger derzeit wohl interessanter denn je ist. Könnte es gerade daran liegen, dass viele Value-Investoren Gold nach wie vor als unnützen Rohstoff betrachten, statt als die bessere Form von Geld? Doch sollte Gold Geld sein, sind Goldminen nichts anderes als „Geldproduzenten“, was die Einschätzung zu deren Geschäftsmodell signifikant verändern dürfte. Gerade aufgrund des historisch niedrigen Kursniveaus lohnt es sich, den gesamten Sektor anhand der typischen Kriterien der Value-Schule abzuklopfen.

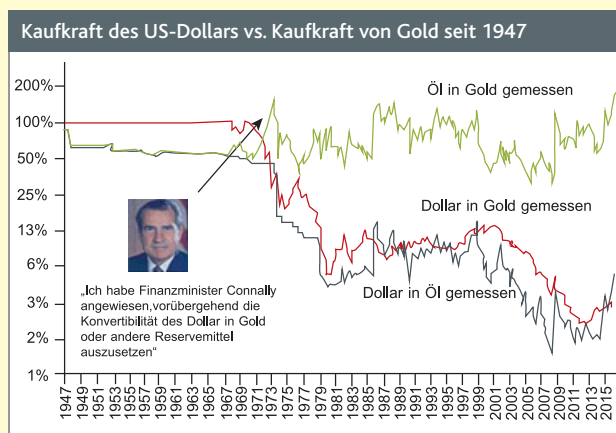
### Goldene Kriterien

Um es klarzumachen: Die Minen-Branche macht es Value-Fans nicht gerade leicht. Absolut prozyklisches Verhalten des Managements, hohe Kapitalintensivität und kontinuierliche Verwässerung der Altaktionäre sind an der Tagesordnung. Doch einzelne Unternehmen können sich durchaus völlig konträr zu diesen Gepflogenheiten verhalten. So betont Warren Buffett stets, vor allem in einfach zu verstehende Geschäftsmodelle investieren zu wollen. Was aber ist simpler als der Betrieb einer Mine? Ein sogenannter Burggraben (Moat) um das Geschäftsmodell ist dagegen schwer zu errichten. Denn weder Marke noch technologische Alleinstellungsmerkmale können am Ende das Produkt der einen Mine von dem einer anderen unterscheiden. Andererseits könnte in der günstigen Kostenstruktur einer Mine durchaus ein „Moat“ liegen. Denn wer eine Feinunze für 600 USD fördern kann, wird deutlich länger im Geschäft bleiben können als jemand, der für 1.200 USD produziert. Ersterer wird zudem auch beim heutigen Goldpreis über signifikante freie Cashflows verfügen. Idealerweise fließen diese zu großen Teilen an die Aktionäre und nicht vollständig in neue, kostenintensive Projekte. Über Preissetzungsmacht wird eine Mine dagegen niemals verfügen, in diesen sauren Apfel müssen Anleger beißen.

### Fazit

Anleger, in deren Brust sowohl das Herz eines Gold-Bugs als auch das eines Value-Fans schlägt, sollten also vor allem auf diese Faktoren achten: produzierende Minenunternehmen mit einer günstigen Kostenstruktur, die in der Vergangenheit eine hohe Kapitaldisziplin bewiesen haben und über überdurchschnittliche Cashflows verfügen. Ist dies der Fall, haben diese „Geldproduzenten“ durchaus das Zeug zur Value-Aktie!

Christoph Karl



Während mit Gold über Jahrzehnte die Kaufkraft erhalten werden konnte, ist dies beim US-Dollar nicht der Fall.  
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

# FÜR DIE BESTEN WERTANLAGEN NUR DIE BESTEN ADRESSEN

## Die Silberkarte spielen

Während Silber zu heutigen Preisen eher ein Beiprodukt bei der Gewinnung von Industriemetallen wie Kupfer oder Nickel ist, sind pure Silberminen eher rar gestreut. Mit den Aktien von **Pan American Silver** können Anleger dennoch auf den kleinen Bruder von Gold setzen. Mit einem erfreulichen Ausblick bezüglich der Produktionszahlen und einer niedrigen Kostenstruktur ist das Unternehmen für die Trendwende am Silbermarkt bestens positioniert, könnte jedoch gleichzeitig auch eine längere Durststrecke problemlos überstehen. Mit **First Majestic Silver** haben wir einen weiteren spannenden Silber-Titel im Musterdepot (mehr dazu auf S. 68).

## Finanzieren statt besitzen

Statt selbst eine Mine zu betreiben, agieren die diversen Royalty- und Streaming-Unternehmen als Finanziere diverser Rohstoffprojekte. Typischerweise wird bei einem Stream eine Upfront-Zahlung gewährt, im Gegenzug bekommt das Streaming-Unternehmen einen bestimmten Anteil der Produktion der Mine zu einem vorab definierten Kaufpreis. Bei einer Royalty handelt es sich dagegen um eine im Grundbuch festgeschriebene prozentuale Beteiligung am Umsatz einer Mine, unabhängig davon, in wessen Eigentum sich diese gerade befindet. **Silver Wheaton (IK)**, **Royal Gold** und **Franco-Nevada (IK)** zählen zu den größten Unternehmen des Sektors. Deren Kursentwicklung in der Baisse belegt das deutlich geringere Risikoprofil dieses Geschäftsmodells. Denn selbst zu niedrigsten Edelmetallpreisen können Royalty- und Streaming-Unternehmen dank günstiger Einkaufspreise (bei einem Stream) bzw. keinerlei Kosten (bei einer Royalty) positive Cashflows erzielen. Für risikoaverse Anleger mit einem Faible für Edelmetallaktien ist dieser Ansatz erste Wahl. Auch für Martin Mack von der Vermögensverwaltung Mack & Weise zählt Silver Wheaton zu den Basisinvestments für einen Edelmetallinvestor. „Was die seit letztem Jahr heiß diskutierte Steuerforderungen des kanadischen Staates betrifft, ist das letzte Wort noch nicht gesprochen. Die Aktie könnte daher in unseren Augen auch durchaus positiv überraschen“, so Mack.

## Goldenes Asset Management

Noch etwas indirekter als mit Streaming-Unternehmen und dennoch mit einem signifikanten Ertragshebel können Anleger über die Aktien spezialisierter Asset-Manager in den Sektor investieren. Dazu zählt vor allem die kanadische Investmentboutique **Sprott**. Der größte Teil des vom Unternehmen verwalteten Vermögens ist in Edelmetalltiteln investiert, dementsprechend hatte Sprott in den vergangenen Jahren unter Mittelabflüssen und dem Ausfall von Performance Fees zu leiden gehabt. Sollten die Minenwerte ihre Tiefststände gesehen haben, könnte sich dies nun umkehren. So konnten die Assets unter Management von 7,4 Mrd. CAD zu Jahresanfang bereits auf heute etwas mehr als 9 Mrd. CAD gesteigert werden. Vielleicht ein erster Vorgeschmack auf das, was ansteht, wenn der Markt erst einmal nachhaltig dreht.

## Fazit

Die Zeit zum Einstieg bei den Edelmetallaktien scheint nun gekommen zu sein. Die letzten Wochen kündigten eindrucksvoll an, welches Momentum dieser Markt entwickeln könnte. Und auch nach der ersten Euphorie gibt es noch Einzelaktien mit historisch einmaligen Fundamentaldaten. ■

*Christoph Karl*



142 Jahre Edelmetallerfahrung.

**ROBBE & BERKING**

SEIT 1874

[www.wertanlagen.robbeberking.de](http://www.wertanlagen.robbeberking.de)

Oder in:

Berlin, Kurfürstendamm 54 · Bremen, Katharinenklosterhof  
Düsseldorf, Königsallee 60a · Flensburg, Rote Straße 14  
Frankfurt, Steinweg 8 · Hamburg, Jungfernstieg 22  
Hannover, Luisenstraße 10/11 · Kiel, Dänische Straße 11  
München, Theatinerstraße 32 · Wien, Am Graben 26