

Welche Goldaktien locken

INTERNATIONAL Trotz Goldpreisflaute gibt es noch Anlagemöglichkeiten in der Branche.

MARTIN GOLLMER

Gold hatte 2015 einen schlechten Lauf. Der Preis für das gelbe Metall sank 10,4%. Wenn der Goldpreis nachgibt, sinken in der Regel – meist überproportional – auch die Kurse der Aktien von Goldunternehmen. So verlor der Nyse Arca Exchange Gold Bugs Index im vergangenen Jahr 32,2%. Für 2016 sind die Prognosen bestenfalls verhalten. Von der «Finanz und Wirtschaft» befragte Experten halten einen Anstieg des Goldpreises auf 1200\$ pro Unze für möglich, schliessen aber auch ein weiteres Nachgeben um bis zu 10% nicht aus. Am Dienstagmittag notierte das Edelmetall bei 1080,58\$ pro Unze. Die Richtung, die der Goldpreis nehmen wird, gibt auch die Entwicklung der Kurse der Goldaktien vor.

Seit dem Höchst von 1900,20\$ pro Unze im September 2011 sinkt der Goldpreis mehr oder weniger stetig. Das war auch 2015 nicht wesentlich anders. Immerhin: Seit Juli bewegt sich die Notierung – abgesehen von einem Aufbäumen im August und im Oktober – seitwärts. Rob McEwen, Gründer und CEO von McEwen Mining, der wiederholt durch seine sehr optimistischen Goldpreisprognosen auffiel, meint deshalb: «Wir sind in der Nähe des Bodens.»

Förderung sinkt

Damit schliesst McEwen ein weiteres Nachgeben der Goldnotierung – um bis zu 10%, wie er meint – zwar nicht aus, wenn der Dollar noch stärker werden sollte. Doch diese Entwicklung hält McEwen für eher unwahrscheinlich. Seiner Meinung nach wird der Goldpreis Ende 2016 bei 1200\$ pro Unze stehen. Minenprojekte seien wegen des gesunkenen Goldpreises auf Eis gelegt oder zusammengestrichen worden – das Sorge dafür, dass weniger Gold auf den Markt komme.

Peter Frech, Manager des Quantex Strategic Precious Metal Fund, will sich nicht auf eine quantifizierbare Goldpreisprognose einlassen. Er sagt: «Gold gilt als Inflationsschutz. Wenn die Wirtschaft gut läuft und Inflation wieder ein Thema wird, dann wird Gold ein gutes Jahr haben. Wenn die Inflation aber ausbleibt, wird es schwierig für Gold.»

Heinz Isler, unabhängiger Berater institutioneller Investoren und langjähriger Beobachter der kanadischen Goldminenszene, spielt auf die Rolle von Gold als sicherer Hafen in Krisenzeiten an. «Das Stadium, in dem die Leute zweifeln, dass die Regierungen die Lage noch im Griff haben, ist noch nicht erreicht. Das Aufwärtspotenzial für Gold ist deshalb zurzeit nicht sehr gross.» Isler sieht den Goldpreis Ende 2016 bei 1180\$ pro Unze stehen. Dass die Notierung für das gelbe Metall noch weiter fallen könnte, glaubt er nicht.

Der Goldpreiserfall der vergangenen Jahre hat die Explorations- und Förderunternehmen in eine schwierige Lage gebracht. Viele Firmen machten gegenwärtig «Überlebensübungen», sagt Isler. «Es gibt viele Unternehmen, in denen das Management am Rudern ist», meint auch Quantex-Mann Frech. Der niedrige Goldpreis zwingt die Firmen, «den Gürtel enger zu schnallen». Sie würden die Investitionen zurückfahren und beim Unterhalt der Anlagen sparen. Eine weitere Massnahme sei die Konzentration der Förderung auf Minen mit höheren Goldgehalten. Das ergebe pro gefördert Unze niedriger Produktionskosten.

Bei der Anpassung an den niedrigen Goldpreis sei auch der Kontext wichtig, sagt Minenexperte Isler. «Unternehmen, die in Ländern mit schwacher Währung – etwa Kanada, Mexiko oder Südafrika – arbeiten, haben es leichter. Bei ihnen fällt ein Grossteil der Förderkosten in Landeswährung an, während die Goldverkäufe in Dollar abgerechnet werden.»

Kann man angesichts der gedrückten Aktienkurse schon wieder in Goldunternehmen investieren? «Ja», sagt Edelmetall-Fondsmanager Frech. Allerdings müssten sich Anleger bewusst sein, dass die Industrie gegenwärtig in der Nähe der Gewinnschwelle arbeite. «In dieser Situation reagieren die Titel sehr empfindlich auf Goldpreisänderungen in beide Richtungen.» Schon mit einem geringen Gold-

preisanstieg könne man einen schönen Gewinn machen, umgekehrt aber auch mit einer kleinen Goldpreisreduktion einen erheblichen Verlust einfahren.

Genau hinschauen

Frech empfiehlt, bei der Selektion von Goldaktien sehr genau hinzuschauen. Er selbst bevorzugt Titel von Unternehmen mit einer guten Bilanz, in der eine Netto-Cashposition oder möglichst wenig Schulden zu finden sind. Wichtig sei auch ein positiver freier Cashflow. Weiter achtet Frech darauf, dass die Firmen von Währungsrückwind profitieren und Dividenden ausschütten.

In Centamin und Regis Resources hat Frech Goldunternehmen gefunden, die diese Kriterien erfüllen. Centamin ist ein mittelgrosser Goldförderer mit Produktion aus der Sukari-Goldmine in Südägypten. Die Gesellschaft besitzt zudem Explorations- und Entwicklungsprojekte in Burkina Faso, der Elfenbeinküste und

Äthiopien. Regis Resources ist ein Produktionsunternehmen, das im Westen und Süden Australiens Gold abbaut.

Die Aktien dieser beiden Unternehmen hatten 2015 eine positive Performance (vgl. Tabelle). Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für 2016 von 12 (Centamin) und 14 (Regis Resources) haben die Titel auch dieses Jahr noch Kurspotenzial nach oben. Ein richtiger High Flyer waren 2015 die Titel von Lake Shore Gold mit einem Plus von 43,6%. Das Unternehmen wächst schnell und fördert in drei komplett eigenen Anlagen im Timmins Gold Camp in Kanada. Mit einem KGV für 2016 von 20 sind die Aktien allerdings schon ziemlich ausgereizt. Zudem zahlt die Firma keine Dividende.

In grosse Goldunternehmen wie Goldcorp, Newmont Mining oder Barrick Gold ist Fondsmanager Frech nicht investiert. «Sie sind meist überschuldet und noch im Schrumpfmodus», sagt er. Entsprechend hatten ihre Aktien 2015 eine negative Performance.



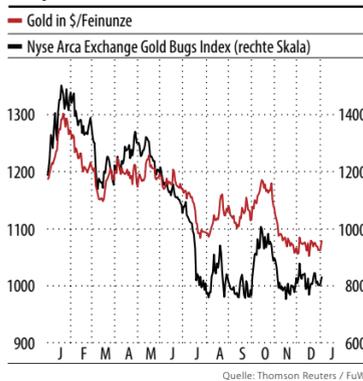
Beim Goldpreis ist eine Bodenbildung zu beobachten.

Wichtige Kennzahlen ausgewählter Goldunternehmen

| | Kurs am 5.1. | | Marktkap. in Mio. \$ | Umsatz in Mio. \$ | | | Gewinn/Verlust pro Aktie in \$ | | | KGV Div.-Rendite | |
|---|--------------|-----------|----------------------|-------------------|-------|-------|--------------------------------|-------|-------|------------------|-----------|
| | in LW | 2015 in % | | 2014 | 2015* | 2016* | 2014 | 2015* | 2016* | 2016 | 2016 in % |
| Grosse Goldförderer | | | | | | | | | | | |
| Goldcorp (kan. \$) | 16,54 | -25,5 | 9855 | 3436 | 4410 | 4307 | -2,66 | 0,15 | 0,14 | 56 | 2,1 |
| Newmont Mining (\$) | 18,44 | -4,8 | 9757 | 7292 | 7810 | 7576 | 1,10 | 1,09 | 0,82 | 25 | 0,5 |
| Barrick Gold (kan. \$) | 10,81 | -18,2 | 9036 | 10239 | 9070 | 8240 | -2,50 | 0,02 | 0,24 | 18 | 1,1 |
| Mittlere und kleine Goldförderer | | | | | | | | | | | |
| Centamin (£) | 0,66 | +9,3 | 1109 | 473 | 508 | 550 | 0,07 | 0,07 | 0,08 | 12 | 3,1 |
| Regis Resources (austr. \$) | 2,34 | +20,2 | 840 | 341 | 389 | 330 | n.v. | 0,15 | 0,13 | 14 | 3,6 |
| Lake Shore Gold (kan. \$) | 1,18 | +43,6 | 392 | 232 | 201 | 195 | 0,05 | 0,03 | 0,02 | 20 | - |

LW=Landeswährung A=Schätzung T=Geschäftsjahr per Ende Juni n.v.=nicht verfügbar Quelle: Bloomberg

Goldpreis und Goldaktien



Barrick Gold



Eine Übernahme von Kuoni rückt näher

SCHWEIZ Führung bestätigt Gespräche mit Interessenten.

ANDREAS KÄLIN

Die Dinge beschleunigen sich im Fall Kuoni. Am Dienstag hat der Verwaltungsrat des Reiseunternehmens offiziell bestätigt, «dass es von Drittparteien zu ersten Kontaktaufnahmen kam in Bezug auf ein mögliches Kaufangebot» für die Gruppe und ihre Geschäftsfelder. Die Gespräche befänden sich im Anfangsstadium, und es gebe «zum heutigen Zeitpunkt keine Gewissheit», dass ein Angebot unterbreitet werde oder zu welchen Bedingungen.

Mit der Mitteilung hat der Verwaltungsrat unter Präsident Heinz Karrer auf aktuelle Medienspekulationen reagiert: Am Montagabend berichtete Bloomberg, mit der schwedischen Private-Equity-Gesellschaft EQT Partners sei ein weiterer starker Werber um die Kuoni-Gruppe aufgetaucht. Im Dezember hatte «Finanz und Wirtschaft» gemeldet, dass die Investmentbanken Credit Suisse und Morgan Stanley als Berater Kuonis Optionen prüfen; ein grösserer Kuoni-Aktionär bestätigte damals zudem, er habe von einigen Private-Equity-Gesellschaften schon Anrufe erhalten – vor allem Finanzinvestoren, die zurzeit über viel Geld verfügen, scheinen an der Touristikgruppe interessiert zu sein.

Erste Preisvorstellungen

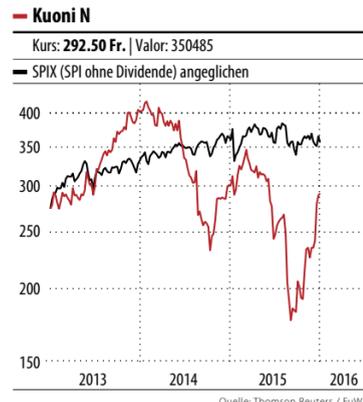
Bei den Managern des Classic Global Equity Fund, er ist seit dem Herbst mit einem Anteil von gut 3% ebenfalls einer der grösseren Kuoni-Aktionäre, haben sich die Private-Equity-Gesellschaften noch nicht gemeldet. Dies bestätigt Pascal Prüss, der beim Fonds für dieses Investment zuständige Analyst.

Ungeachtet dessen hat man beim Classic Global Equity Fund klare Preisvorstellungen zu Kuoni: Im Drittquartalsbericht wurde der faire Wert der Aktie auf 330 Fr. geschätzt. «Seither sind wir aber positiv überrascht worden», meint Prüss. Kuoni hat sich operativ insgesamt besser geschlagen als gedacht, im November mit Zubin Karkaria einen neuen CEO ernannt, der im Markt einen guten Eindruck hinterlässt, und ausserdem den Hauptsitz früher verkauft als erwartet.

Aus dieser Sicht sei der faire Wert heute etwas höher zu veranschlagen. Und wenn ein Käufer Kuoni übernehmen wolle, «müsste er noch ein bisschen mehr bieten», meint Prüss.

Kuoni hat drei Standbeine, die einzeln bewertet werden können. Kronjuwel der Gruppe ist das Visaverarbeitungsgeschäft VFS Global, das Prüss in Vergleich setzt mit Inspektionsgesellschaften wie SGS, die von der Börse hoch bewertet werden (Kurs-Gewinn-Verhältnis 2016 von über 20). Die Division GTD mit der Betten- und Matratzenbank hatte sich Kuoni mit einer Übernahme 2011 zum Preis von gut 650 Mio. Fr. aufgebaut. Etwa so viel müsste dafür heute ebenfalls zu fordern sein, so Prüss. Nicht viel verlangen lässt sich für die dritte Division, GTS, das Gruppenreisegeschäft, das rote Zahlen schreibt.

Ausgehend von einer Preisvorstellung für Kuoni von über 330 Fr. je Aktie zeigt sich, dass der Käufer eine Prämie von mindestens 15% zum aktuellen Kurs bieten müsste, um auf Gehör zu stossen.



Aktienstatistik

| Bewertung | Na. |
|---|--------|
| Kurs am 5. Januar 2016, 17 Uhr, in Fr. | 292,50 |
| Rendite in % (per 2015), geschätzt | 2,1 |
| KGV 2015 | - |
| KGV 2016 | 20 |
| Kurs-Buchwert-Verhältnis | 2,3 |
| Börsenwert (in Mio. Fr.) | 1132 |
| Angaben pro Titel in Fr. | |
| Gewinn 2014 | 17,20 |
| Verlust 2015, geschätzt | -70,00 |
| Gewinn 2016, geschätzt | 14,30 |
| Dividende per 2014 | 7,50 |
| Dividende per 2015, geschätzt | 6,00 |
| Pay-out Ratio in % | 44 |
| Bedeutende Aktionäre: Kuoni und Hugentobler-Stiftung (25% der Stimmen, 6,25% des Kapitals), Schroders (4,98/6,2%), UBS Fund Mgt. (3,1/3,9%), Go Investment Partners (3/3,8%), Veraison Capital (3/3,8%), Classic Fund Mgt. (3/3,8%) | |

Festzuhalten ist da, dass die Kuoni-Titel als Folge der Spekulationen und durch Zukäufe seit Mitte Dezember gut ein Fünftel auf 292,50 Fr. zugelegt haben.

Die Rolle der Stiftung

Wer jetzt noch Kuoni-Aktien kauft, muss die Risiken gut abwägen – besonders die Möglichkeit, dass die Gespräche nicht in eine gültige Übernahmeofferte münden. Analysten weisen darauf hin, dass die Kuoni und Hugentobler-Stiftung mit ihrem Stimmrechtsanteil von 25% ein Wort mitzureden hat. «Durch einen Verkauf würde der Stiftungszweck obsolet», bemerkt die ZKB. Dazu kommt, dass ein Verkauf an eine der Private-Equity-Gesellschaften, die gern als «Heuschrecken» angeprangert werden, für die Stiftungsräte zu einem Problem werden könnte – mindestens die nun ins Spiel gebrachte EQT Partners hat aber den Ruf eines verlässlichen, seriösen Investors.

Anzufügen bleibt, dass die Stiftung unter Druck ist – von Kuonis Verwaltungsrat, der im November angekündigt hat, an der GV 2016 die Aufhebung der für alle übrigen Aktionäre geltenden Stimmrechtsbeschränkung von 3% zu beantragen. Die Stiftung hat sich zu diesem für sie heiklen Punkt noch nicht geäussert.

Kuonis Führung selbst hat in jüngerer Zeit erklärt, dass es für sie keine «heiligen Kühe» gebe, eine Übernahme kein Schreckensszenario sei. Wer die Aktien bereits hält, sollte zuwarten. Wer jetzt noch kaufen will, muss sehen: Nach dem jüngsten Kursanstieg ist das Chancen-Risiko-Verhältnis nicht mehr so günstig.

Alle Finanzdaten zu Kuoni im Online-Aktienführer: www.fuw.ch/KUNN



Kurz notiert

Eli Lilly stellt weniger Gewinn in Aussicht: Der US-Pharmakonzern ist weniger optimistisch als bisher: Je Aktie dürfte der bereinigte Gewinn 2015 zwischen 2,28 und 2,33\$ je Aktie gelegen haben, teilte das Unternehmen mit. Grund sei eine Gebühr, die in Zusammenhang mit dem Kauf der Rechte an einem Nasenspray stehe. Bislang hatte Eli Lilly 2,40 bis 2,45 \$ je Aktie vorhergesagt. Die Papiere gaben im vorbörslichen Handel nach. Auch für das laufende Jahr ist das Unternehmen weniger optimistisch als von Reuters befragte Analysten. Eli Lilly hatte zuletzt von der Übernahme der Tiergesundheitspartie von Novartis und neuen Krebs- und Diabetes-Arzneien profitiert.

Rekord im Börsenjahr 2015: An der Schweizer Börse wurde 2015 deutlich mehr gehandelt als im Vorjahr. Das teilte die Börsenbetreiberin SIX am Montag mit. Der Handelsumsatz nahm rund 20% auf 1372,5 Mrd. Fr. zu. Die Anzahl Abschlüsse stieg 33% auf 51,5 Mio. An einem durchschnittlichen Börsentag seien in 2015 205352 Abschlüssen gut 5,5 Mrd. Fr. umgesetzt worden. Der 15. Januar, der Tag, an dem die Nationalbank den Mindestkurs zum Euro aufhob, bildet den Ausreisser nach oben. Damals seien in 949988 Abschlüssen 27,7 Mrd. Fr. gehandelt worden – ein Rekord, wie die SIX mitteilt. Dieser Tag sei ein Stresstest gewesen, den die Börse bestanden habe.