

Wie weit können Gold und Goldaktien in einer Welt beispielloser wirtschaftlicher Stimuli steigen?

Ein Update zum Thema 'Goldsektor und die COVID-19-Krise'

Baker Steel Capital Managers LLP

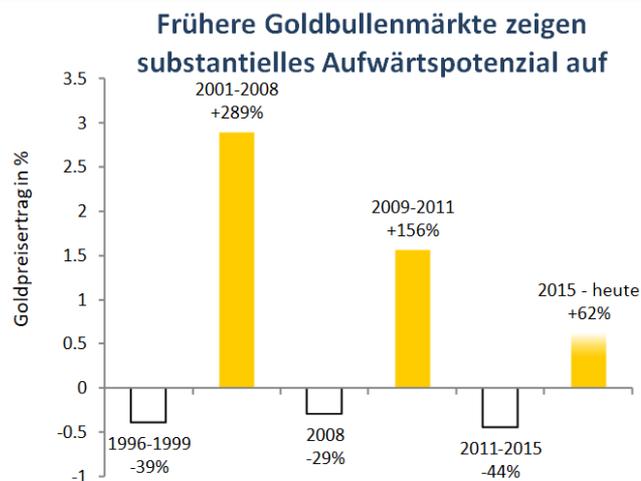
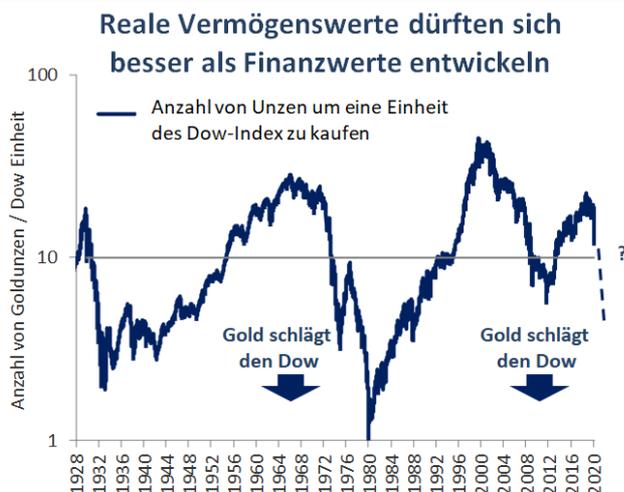
24. April 2020

Der Goldpreis ist in den letzten Wochen weiter gestiegen und notiert momentan bei etwas über 1.700 USD / Unze. Er erreicht damit ein Niveau, das seit 2012 nicht mehr erzielt wurde. Physisches Gold hat sich also, trotz der anfänglichen Volatilität des Metalls zu Beginn der COVID-19-Krise im März, als sicherer Hafen für Anleger erwiesen. Es gibt außerdem starke Signale dafür, dass Gold eher noch am Anfang eines großen Aufwärtszyklus steht, wenn frühere Zyklen ein maßgeblicher Indikator sind. Goldaktien, die in der Regel einen operativen Hebel für einen steigenden Goldpreis bieten, haben sich seit den Tiefstständen des Sektors im letzten Monat ebenfalls stark erholt und die allgemeinen Aktienmärkte übertroffen. Die Bewertungen bleiben jedoch im Vergleich zu Gold weit unter dem historischen Niveau.

Die Spanne zwischen Goldaktien und dem Goldpreis hat ein extremes Niveau erreicht, wobei die Aktienkurse der Goldproduzenten weitgehend immer noch die gleichen waren wie zu dem Zeitpunkt, als der Goldpreis lediglich 1.400 USD / Unze betrug. Wir sehen eine Chance für Investoren, da dieser noch recht günstige Sektor in den kommenden Monaten mit hoher Wahrscheinlichkeit neu bewertet wird. Die Goldminenbranche ist im Großen und Ganzen in guter finanzieller Verfassung, was bedeutet, dass eine Auswahl von Goldunternehmen nicht nur die COVID-19-Krise überstehen wird, sondern auch erheblich von der Margenausweitung und der genannten möglichen Neubewertung profitieren wird.

Das Investment-Argument für Gold und Goldaktien hat sich seit circa fünf Jahren langsam aufgebaut und wird durch die langfristigen Trends der Geldentwertung, der anhaltend niedrigen und negativen Realzinsen, der Ausweitung der Staatsverschuldung und der inflationären Fiskalpolitik gestützt. Diese Treiber für den Goldsektor werden jetzt durch die COVID-19-Krise, in der die weltweite Ausbreitung des Virus und das wirtschaftliche Herunterfahren, welches Arbeitsplätze, Lebensgrundlagen und ganze Branchen bedrohen, rasch beschleunigt. Um ihre Volkswirtschaften gegen diese Krise zu verteidigen, haben Regierungen und politische Entscheidungsträger alles darangesetzt, die öffentlichen Ausgaben anzukurbeln, die Kreditkosten zu senken und Unternehmen zu unterstützen. Während der Weg zur Erholung der Weltwirtschaft von der COVID-19-Krise weiterhin getrübt ist, ist die Richtung der Fiskal- und Geldpolitik in den wichtigsten Volkswirtschaften völlig klar. Wir glauben, dass die positiven Auswirkungen auf den Goldsektor ebenfalls immer deutlicher werden.

Wie weit kann der Goldpreis steigen?



Quelle: Bloomberg. Stand: 16. April 2020.

Gold ist ein realer Vermögenswert, der keine Rendite zahlt, aber die Kaufkraft und das Vermögen der Anleger im Laufe der Zeit schützt und in Krisenzeiten wertvolle Vorteile für die Diversifizierung eines Portfolios bietet. Frühere Marktzyklen zeigen, dass die Goldbullenmärkte aufgrund der unterstützenden makroökonomischen Bedingungen zu längeren Perioden führen, in denen Gold und Goldaktien im Vergleich zu breiteren Finanzanlagen eine ebenfalls längere Outperformance aufweisen. Der derzeitige Aufwärtstrend von Gold baut auf dem Tief von Ende 2015 auf, was auf sinkende Realzinsen, anhaltende wirtschaftliche und politische Spannungen und wachsende Bedenken der Anleger hinsichtlich monetärer Ungleichgewichte zurückzuführen ist. Frühere Goldbullenmärkte deuten darauf hin, dass der Markt noch viel weiter zulegen muss, und wie in früheren Zyklen würden wir erwarten, dass in den kommenden Monaten neue Höchststände für den Goldpreis erreicht werden.

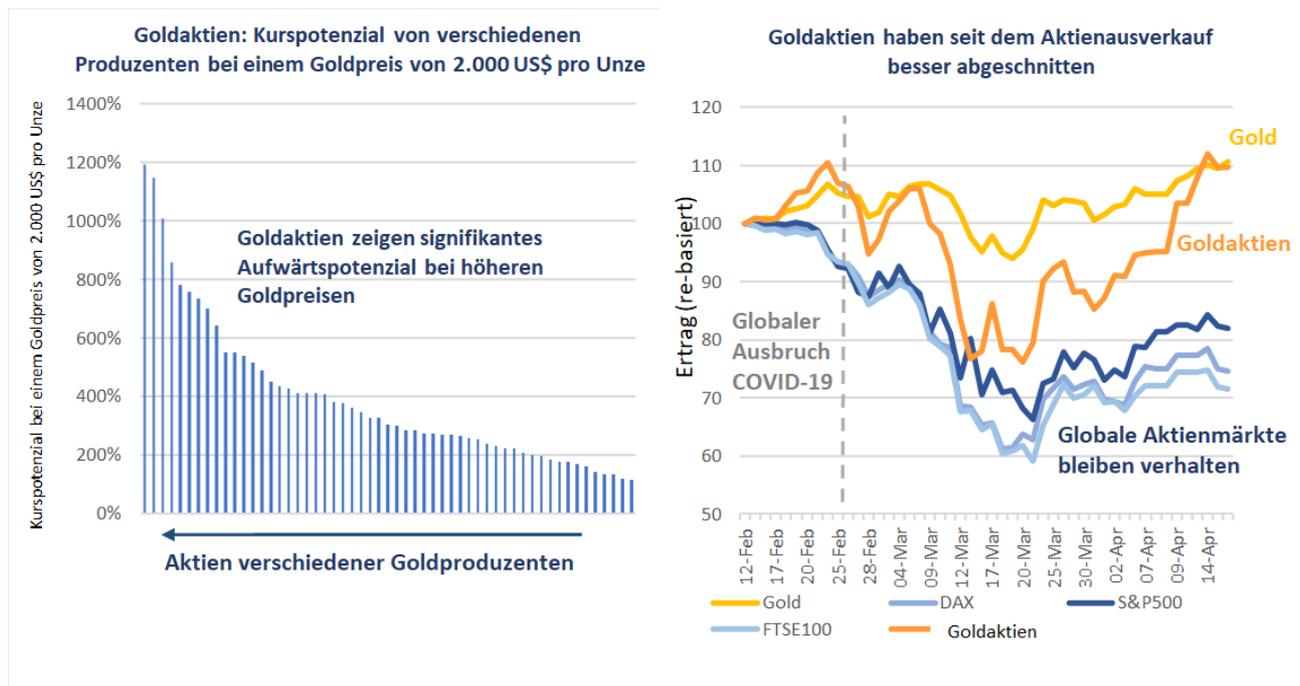
Während sich die makroökonomischen Bedingungen für den Goldsektor seit einiger Zeit verbessern, bietet die politische Reaktion auf die COVID-19-Krise eine Reihe wirtschaftlicher Katalysatoren für den Goldsektor. Der IWF berichtete letzte Woche, dass der „Great Lockdown“ die weltweite Wirtschaftstätigkeit um mindestens 3% schrumpfen lassen könnte, ein Ausmaß welches der Great Depression in den 1930ern Konkurrenz machen könnte. Während man sich eine rasche Erholung nach der Wiedereröffnung der großen Volkswirtschaften erhofft, wird die Volatilität in den kommenden Wochen und Monaten wahrscheinlich hoch bleiben, da die tatsächlichen Auswirkungen der Schließung von Unternehmen und Branchen deutlicher werden. Das Ausmaß der politischen Reaktion auf die wachsende Wirtschaftskrise ist wirklich beispiellos. In den USA soll diese Woche ein zusätzliches Konjunkturpaket in Höhe von 484 Mrd. USD umgesetzt werden, nachdem im letzten Monat 2 Billionen USD im Rahmen von Konjunkturpaketen ausgezahlt wurde, einschließlich Schecks, die direkt an die Bürger verschickt wurden („Helikoptergeld“). Vor circa einer Woche haben die europäischen Staats- und Regierungschefs ein ESM-Paket in Höhe von 540 Mrd. EUR zur Rettung der betroffenen europäischen Volkswirtschaften vereinbart. Zum Zeitpunkt des Schreibens verhandelten EU Regierungschefs weitere Hilfen, ggf. über Kredite hinausgehend, so dass das Gesamtvolumen der EU-Stimuli sich auf circa €1.5 Billionen (€1.500 Milliarden) belaufen würde. Dennoch bestehen nach wie vor erhebliche Bedenken, insbesondere hinsichtlich der Verschuldung innerhalb des Blocks.

In der Vergangenheit hat sich eine inflationäre Fiskalpolitik als Treiber für den Goldsektor erwiesen, ebenso wie eine rasche Ausweitung der Verschuldung von Staaten, Unternehmen und Haushalten. Angesichts der Tatsache, dass sich die Fundamentaldaten für den Goldsektor vor der COVID-19-Krise bereits einige Zeit verbessert hatten, scheinen die aktuellen wirtschaftlichen Bedingungen die bevorstehenden höheren Goldpreise zusätzlich zu unterstützen. Neben der fiskalischen Reaktion wird die Geldpolitik auf absehbare

Zeit in den meisten großen Volkswirtschaften auf einem historischen expansiven Niveau bleiben. QE, niedrige Zinssätze und insbesondere niedrige und negative Realzinsen sind für steigende Goldpreise in der Regel sehr förderlich.

Wie weit können sich Goldaktien während des Goldbullenmarktes erholen?

Bei Goldaktien gibt es zwei hauptsächliche Wertetreiber: Margenausweitung und Neubewertung des Aktienkurses basierend auf dem Kursumsatzverhältnis (KUV). Da die Goldproduzenten nach Jahren der Reformen höhere Renditen zahlen und eine verbesserte Kapitaldisziplin demonstrieren, hat der Sektor unserer Meinung nach noch nie so attraktiv ausgesehen.



Stand: 20. April 2020.

Quelle: Bloomberg, Baker Steel intern.

Bitte beachten Sie: Basierend auf interne Kalkulationen, wobei Kurs/Umsatzverhältnis von 5 bei einem Goldpreis von 2.000 US-Dollar und ein Kurs/Umsatzverhältnis von 60 bei Silber angenommen wird.

Goldminenaktien gerieten zunächst in den Abwärtstrend des allgemeinen Marktabverkaufs um COVID-19. Investoren verkauften aufgrund der Unsicherheit, wie sich die Pandemie auf den Goldpreis auswirken würde und ob Minen schließen müssten. Margin Calls, u.a. des Leveraged Gold Mining Equity ETFs verstärkten den Verkauf und brachte die Aktien in einen Tailspin.

Seit der Goldpreis seinen Aufwärtstrend wieder aufgenommen hat und trotz der Ankündigung, dass einige Minen aufgrund staatlicher Beschränkungen schließen würden, haben sich die Goldaktien erholt, wobei der EMIX Global Mining Gold Index gegenüber seinen Tiefstständen im März (in USD) zu diesem Zeitpunkt um über 45% gestiegen ist. Viele Anleger haben einige Minenstillstände zur Kenntnis genommen, waren aber der Ansicht, dass die Aussicht auf bessere Margen bei höheren Goldpreisen und möglicherweise niedrigeren Kosten (z.B. Energiepreise) als wichtiger einzuschätzen sind. Insbesondere der Energiepreisfaktor ist diese Woche in den Vordergrund getreten, als der (WTI) Ölpreis kurzzeitig in den negativen Bereich fiel. Die Frage für die Anleger ist nun, wie sich der Goldsektor von hier aus darstellen wird. Bei der Prüfung, wie gut sich Goldaktien als Reaktion auf dieses wirtschaftliche Umfeld entwickeln können, betrachten wir verschiedene Bewertungskennzahlen, darunter:

- Margin & NAV-Analyse
- Kurs-Umsatz-Verhältnis („KUV“)
- Dividendenpotential

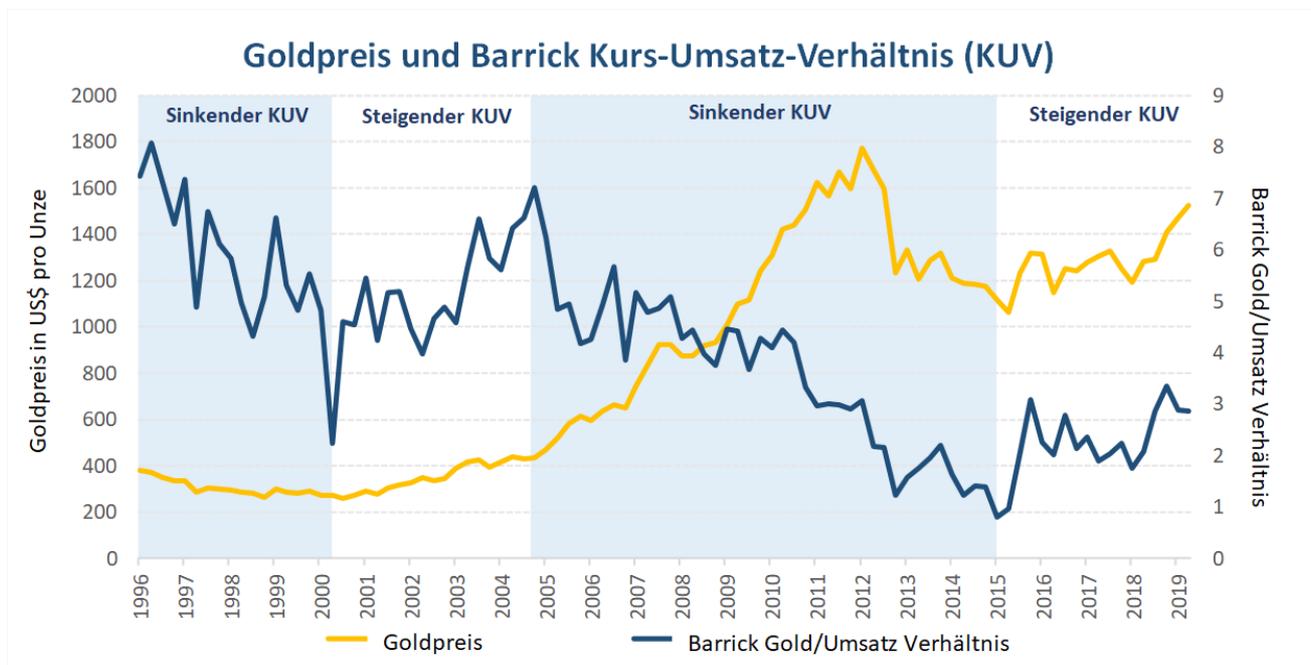
Wie das Investmentteam von Baker Steel mehrfach argumentiert hat, erwirbt man beim Kauf einer Goldminenaktie die Marge über die Lebensdauer der Goldmine und die Option, diese Marge zu erhöhen, wenn der Goldpreis steigt. Die Ermittlung dieser Marge ist angesichts der großen Anzahl natürlicher und menschlicher Variablen, die sich auf diese Marge auswirken können, die Herausforderung für den Fondsmanager. Hier kommt unser umfassendes Branchenwissen und unsere detaillierte Modellierung ins Spiel. Zum Beispiel integrieren wir viele dieser Variablen in unser proprietäres GenVal-Bewertungstool, das durch mehrere andere Bewertungsmetriken ergänzt wird.

- *Der Markt zahlt einen höheren KUV für eine höhere nachhaltige Marge. Es ist wichtig zu erkennen, wann Unternehmen in diesen Zustand übergehen (oder diesen verlassen)*

Wie zu erwarten und durch unsere Analyse bestätigt, besteht ein starker positiver Zusammenhang zwischen der Marge, ihrer Nachhaltigkeit und dem, was der Markt für diese Marge zahlt. Während die Bewertung der nachhaltigen Marge eines Unternehmens der Kern unseres Bewertungsprozesses ist, besteht eine weitere nützliche Messgröße darin, den KUV des Unternehmens zu betrachten, da dies eine Kombination aus Margenerwartung widerspiegelt und das potenzielle Beta einer Aktie für den Goldpreis anzeigt.

In der gesamten Branche zahlt der Markt eine Vielzahl von verschiedenen KUV-Werten für verschiedene Unternehmen. So ist zum Beispiel der KUV für Royalty-Unternehmen besonders hoch. Im Fall von Franco Nevada notiert die Aktie beispielsweise beim 25-fachen des Umsatzes; dies spiegelt das Unternehmenswachstum sowie ein Geschäftsmodell wider, das eine hohe und nachhaltige Marge generiert. Am anderen Ende der Skala gibt es mehrere Produzenten, deren Aktienkurse bei einem einfachen KUV oder darunter liegen, was die Unsicherheit über die Marge und ihre Nachhaltigkeit widerspiegelt. Die Gelegenheit (und die Fähigkeit) besteht darin, ein Portfolio aufzubauen, in dem wir die Sicherheit der Marge mit dem Vorteil der Margenausweitung und damit der Mehrfachausweitung in Einklang bringen. Wir modellieren viele Szenarien hinsichtlich des Deltas (Änderungsrate) der Mehrfachexpansion für jedes Unternehmen und seiner Auswirkungen auf unser Gesamtportfolio.

Eine Analyse von Barrick Gold zeigt perfekt, wie der Markt die Margenausweitung in der Vergangenheit belohnt und die Margenkomprimierung bestraft hat. Wenn der Markt steigende Margen prognostiziert, steigt der KUV um ein Vielfaches, umgekehrt verringert sich das KUV wenn der Markt schrumpfende Margen prognostiziert. In der folgenden Tabelle sind vier verschiedene Zeiträume aufgeführt. In den 90er Jahren wurde die Barrick-Aktie mit einem hohen KUV gehandelt, was das hohe Unternehmenswachstum widerspiegelte. Danach aber schrumpfte der KUV um ein Vielfaches, da selbst Barricks hohes Umsatzwachstum einem fallenden Goldpreis nicht entgegenwirken konnte und erreichte mit einem Multiplikator von drei einen Tiefpunkt. Sobald der Bullenmarkt Anfang der Nullerjahre an Fahrt gewonnen hatte, erreichte Barricks Aktie einen Spitzenwert von dem 7-fachen den Umsatz. Als Barrick (und wohl der gesamte Sektor) 2005 den Fokus auf „Wachstum des Wachstums willen“ zum Nachteil von Margen verlagerte, wurde die gesamte Branche von den Aktionären mit niedrigeren Bewertungen abgestraft. Der Goldpreis erledigte den Rest, wobei der KUV 2015 mit einem Wert von eins seinen Tiefststand erreichte. Die Trendwende kam um das jüngste Tief des Goldpreises herum, als viele Unternehmen ihren Fokus auf Marge und Rendite verlagerten und dementsprechend die KUV-Werte gegenüber den Tiefstständen signifikant zulegten; im Falle Barricks um das Dreifache.



Quellen: Bloomberg, Baker Steel Capital Managers LLP. Stand: 31. Dezember 2019.

- *Warum sind Dividenden so wichtig?*

Der Markt sieht es als positiv an, wenn sich eine Produzentenmarge als nachhaltig herausstellt, da der Produzent beginnt, mehr von dieser Marge an die Aktionäre zurückzuzahlen (entweder in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen). Newmont zum Beispiel gibt 220 USD / Unze seiner Produktion zurück und setzt zusammen mit Barrick den Maßstab für die Rendite, von der wir glauben, dass andere diesem Standard folgen müssen. Wir sind der Meinung, dass die Aktien von Barrick und Newmont in diesem Zyklus mit einem 7-fachen Umsatz bewertet werden.

Unsere Chance, und damit die unsere Investoren, besteht darin, dass die Aktienkurse von vielen gut kapitalisierten Produzenten zurzeit recht niedrig notieren. Unserer Ansicht nach gibt es allen Grund zu der Annahme, dass Kurse von ausgewählten Produzenten weiter neu bewertet werden müssen, wenn sie dem Beispiel von Barrick und Newmont folgen. Immerhin ist eine Neubewertung von 1x auf 4x Umsatz ein erheblich größerer Aufwärtstrend als eine Neubewertung von 3x auf 7x Umsatz. So zeigt die erste Grafik auf Seite 2 die Hebelwirkung innerhalb des Sektors unter der Annahme eines Goldpreises von 2000 USD / Unze und eines angenommenen Markt-KUVs von 5x.

Angesichts der Tatsache, dass der globale Markt nach attraktiven Dividendenausschüttungen sucht und zur Zeit Aktien, die bisher dieses gewährleisteten unter Druck geraten, ist es besonders bedeutsam, dass viele Goldunternehmen nach mehreren Jahren umsichtigen Kapitalmanagements damit begonnen haben, verlässliche und transparente Richtlinien für die Aktionärsrendite einzuführen.

- *Wir betrachten Dividenden pro Unze Produktion*

Wie bereits erwähnt, gibt die Zahlung einer Dividende den Anlegern das Vertrauen, dass die Marge nachhaltig ist. Wir möchten die Produzenten auch ermutigen, die Kommunikation ihrer Dividende und damit ihrer Marge an die Aktionäre zu verbessern. Durch das Reporting von Aktionärsrenditen pro Unze Produktion (sowie der Dividenden pro Aktie) können Anleger nachvollziehen, wie viel von der Marge sie erzielen und welche Unternehmen den Aktionärsrenditen Priorität einräumen. Mit einem Goldpreis von rund 1.700 USD / Unze werden wir zuversichtlicher, dass Unternehmen, wie bei Newmont, mehr als ein Drittel dieser Marge an die Aktionäre zurückgeben können. Wenn dieser Fall einträte, wären die Anleger

angenehm überrascht hinsichtlich der Rendite unserer Portfoliopositionen, die für viele Unternehmen leicht über 5% und für mehrere Unternehmen im zweistelligen Bereich liegen könnte (obwohl natürlich eine Neubewertung der Aktienkurse automatisch die Dividendenrendite fallen lässt) Kontaktieren Sie uns gerne unter enquiries@bakersteelcap.com, um hierzu eine detaillierte Grafik zu erhalten.

Die Volatilität kann in diesem Sektor zeitweise sicherlich hoch sein, doch im Laufe der Zeit hat sich gezeigt, dass unser disziplinierter Ansatz eine signifikante Outperformance liefert. Unser Team ist von den Chancen, die es derzeit im Goldsektor sieht, sehr überzeugt – was vor 2015 nicht unbedingt der Fall war. Viele Goldproduzenten sind seit einigen Jahren in ihrer stärksten Position und haben von Managementreformen, verbesserter Kostendisziplin, höherer Rentabilität und konstruktiven M & A-Transaktionen profitiert.

Wie hat sich COVID-19 auf Goldminenunternehmen ausgewirkt?

Baker Steel begann Ende Februar mit der Befragung von Minenunternehmen über ihre COVID-19-Pläne. Wir waren unter den ersten Investoren, die dies taten. Viele Faktoren bestimmen die Widerstandsfähigkeit der Goldproduzenten gegenüber COVID-19. So gehört zum Beispiel die Regierungspolitik der Länder in denen sich Minen der Produzenten befinden, nach wie vor zu den wichtigsten Faktoren in Bezug auf eine potenzielle Schließung von Minen. Bei der Beurteilung der Reaktion eines Unternehmens auf COVID-19 berücksichtigen wir auch betriebliche Faktoren wie die Art und Weise, wie Mitarbeiter von und zu Minenstandorten reisen, wie Schichtmuster organisiert sind, die Fähigkeit des Managements, separate Arbeitsgruppen zu trennen, und die Strenge der eigenen Tests, Rückverfolgung und Isolierung von Covid-betroffenen Mitarbeitern. Wir sind der Auffassung, dass Goldproduzenten immer zuerst Wert auf die Sicherheit und das Wohlergehen ihrer Mitarbeiter legen sollten.

Fast alle Goldunternehmen haben inzwischen tatsächlich umfassende Notfallpläne entwickelt. Darüber hinaus hat die Umstrukturierung, die in den letzten Jahren in der Branche stattgefunden hat, die Unternehmen in eine gute Verfassung gebracht, um die Auswirkungen von COVID-19 zu überstehen und ein positives Umfeld für Gold zu nutzen. Als aktiver Anlageverwalter sind wir in der Lage, Unternehmen mit guten Bilanzen auszuwählen, die über die finanziellen Mittel verfügen, um in diesem Fall eine wesentliche Betriebsunterbrechung zu überstehen. In der Zwischenzeit bleibt das wichtigste Asset offensichtlich da wo es immer war – im Boden. Darüber hinaus wollen wir uns im augenblicklichen Umfeld von massiven Konjunkturstimuli, die Gold sehr wahrscheinlich stark unterstützen, auf diejenigen Unternehmen konzentrieren, die davon in besonderer Weise profitieren können.

Baker Steel hat eigene Sicherheitsprotokolle eingeführt, um sicherzustellen, dass wir weiterhin sicher und effektiv wie gewohnt gemäß den Richtlinien der Regierung und unseren eigenen Risikomanagementprotokollen arbeiten können. Da jetzt alle Mitarbeiter im Home Office arbeiten, ist ein sicherer Fernzugriff auf alle unsere Systeme und Backups vorhanden, um Unterbrechungen zu vermeiden. Die Mehrheit unserer Mitarbeiter arbeitet bereits seit einigen Wochen außerhalb des Unternehmens. Reise- und Besprechungsbeschränkungen sind ebenfalls vorhanden. Gleichzeitig bleibt Baker Steel finanziell robust und ist gut positioniert, um die volatile wirtschaftliche Situation zu überstehen.

Wir sind der Ansicht, dass das Investmentteam von Baker Steel besonders belastbar ist, in drei verschiedenen Ländern ansässig ist und strenge Sicherheitsprotokolle einhält. Jeder unserer Fondsmanager kann aufgrund der Zusammenarbeit unseres Teams und des Anlagestils bei Bedarf einen unserer Fonds verwalten. Wir sind zuversichtlich, dass diese effiziente Teamdynamik neben unseren robusten operativen Systemen und dem Fokus auf Risikominderung und -kontrolle sicherstellen wird, dass Baker Steel nicht nur während der Entwicklung der COVID-19-Krise voll funktionsfähig bleibt, sondern dass wir auch unsere Portfolios so verwalten, um effektiv auf aktuelle Ereignisse zu reagieren.

Über Baker Steel Capital Managers LLP

*Baker Steel Capital Managers LLP verwaltet den **BAKERSTEEL Precious Metals Fund, BAKERSTEEL Electrum Fund** und den **Baker Steel Resources Trust**.*

*Baker Steel kann eine starke Outperformance im Vergleich zu seinen Mitbewerbern und im Vergleich zu einer passiven Beteiligung an Gold oder Goldaktien vorweisen. Die Fondsmanager **Mark Burridge und David Baker** wurden **2019 mit zwei Sauren-Goldmedaillen** und bei den **Mines & Money Awards 2019 als Fondsmanager des Jahres** ausgezeichnet.*

*Der BAKERSTEEL Precious Metals Fund ist der Gewinner des **Lipper Fund Award** für den besten Fonds 2019 über 3 und 5 Jahre vier Jahre in Folge, während der Baker Steel Resources Trust von Investment Week zur **Investmentgesellschaft des Jahres 2019 Natural Resources** ernannt wurde.*

Quellen: Bloomberg, IMF, Baker Steel Capital Managers LLP.

Wichtiger Hinweis

Bitte beachten Sie: Dieser Bericht wurde von Baker Steel Capital Managers LLP (eine Personengesellschaft mit beschränkter Haftung nach englischem Recht, eingetragen in England unter der Nr. OC301191 und reguliert durch die Financial Conduct Authority) für den BAKERSTEEL Precious Metals Fund („BSPM“) zur Information einer begrenzten Anzahl von institutionellen Anlegern (im Sinne der Definition im Fondsprospekt) erstellt. Er ist vertraulich und ausschließlich für die Verwendung durch die Person bestimmt, an die er adressiert ist. Dieses Dokument stellt kein Angebot zur Ausgabe oder zum Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zur Zeichnung oder zum Kauf von Anteilen oder anderen Beteiligungen dar und ist auch kein Teil eines solchen Angebots. Außerdem ist weder dieses Dokument noch die Tatsache, dass es veröffentlicht wird, die Grundlage für einen diesbezüglichen Vertrag und eine Berufung auf dieses Dokument im Zusammenhang mit einem Vertrag ist nicht möglich. Empfänger dieses Dokuments, die beabsichtigen, Anteile oder Beteiligungen im BSPM zu beantragen, werden darauf hingewiesen, dass ein solcher Antrag ausschließlich auf der Basis der Informationen und Meinungen erfolgen kann, die in dem entsprechenden Verkaufsprospekt oder anderen diesbezüglichen Angebotsunterlagen gemacht werden. Sie können von den in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen abweichen. Dieser Bericht darf nicht vervielfältigt oder einer anderen Person zur Verfügung gestellt werden und keine andere Person darf sich auf seinen Inhalt berufen. Die Veröffentlichung dieser Informationen stellt kein Angebot dar, sich an einem Investment zu beteiligen, und ist kein Bestandteil eines solchen Angebots. Dieser Bericht erhebt nicht den Anspruch, eine Anlageberatung irgendeiner Art zu erteilen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als verlässlicher Hinweis für eine zukünftige Wertentwicklung angesehen werden. Die zukünftige Wertentwicklung kann gegebenenfalls wesentlich schlechter sein als die frühere Wertentwicklung und führt unter Umständen zu erheblichen Verlusten oder zum Totalverlust. Einige Zahlenangaben sind Näherungswerte und dienen lediglich der Information. Sie wurden aus verschiedenen Quellen gewonnen. Sofern nichts anderes angegeben ist, beziehen sich Daten und Aussagen auf den Stand zum Ende des Berichtszeitraums.