

Wie einfach es wäre, ließe ein Tief die Glocken erklingen!

Die extremen relativen Bewertungen von Goldminenunternehmen signalisieren eine bevorstehende Erholung



Baker Steel Capital Managers LLP

14. Dezember 2021

Für Anleger im Rohstoffsektor war eines der überraschendsten Merkmale des Jahres 2021 die Underperformance von Edelmetallen im Vergleich zu anderen Rohstoffen und den allgemeinen Aktienmärkten, trotz eines augenscheinlichen positiven makroökonomischen Hintergrunds für Gold und Silber. Faktoren wie anhaltend niedrige, bzw. negative Realzinsen und eine über den Erwartungen liegende Inflation sowie die rasche Ausweitung der US-Geldmenge und -Schulden haben die Edelmetallpreise in der Vergangenheit in die Höhe getrieben, doch Gold und Goldaktien verbrachten einen Großteil des Jahres damit, auf der Stelle zu treten.

Trotz der zuletzt glanzlosen Performance glauben wir, dass sich Gold in einem langfristigen Aufwärtszyklus befindet und sind der Ansicht, dass der Gegenwind, der den Sektor im vergangenen Jahr gebremst hat, nachlässt. Aber die Frage, wo wir uns in diesem Zyklus befinden, sowie der wahrscheinliche Zeitplan für den nächsten großen Ausbruch bleiben für Spekulationen offen. Während es nach einem Ausverkauf in der Mitte des Zyklus, wie wir ihn im letzten Jahr erlebt haben, fast unmöglich ist, den Boden vorherzusehen, deuten eine Reihe von Indikatoren darauf hin, dass eine Erholung dieses angeschlagenen Sektors bevorstehen könnte:

1. **Goldaktien sind stark unterbewertet** - Auf fundamentaler, relativer und historischer Basis ist der Sektor unbestreitbar attraktiv bewertet. Marktmultiplikatoren zeigen, dass die relativen Bewertungen von Minenaktien im Vergleich zu breiteren Märkten nahe an Rekordtiefs liegen, während das proprietäre „GenVal“-Tool von Baker Steel ein signifikantes fundamentales Aufwärtspotenzial selbst bei den jetzigen Goldpreisen erkennen lässt.
2. **Wir sehen Anzeichen dafür, dass der Sektor die Talsohle erreicht hat** - Kurzfristige Marktindikatoren, insbesondere das Preisverhältnis von Goldaktien zum breiten Aktienmarkt, signalisieren, dass der Markt die Talsohle erreicht hat und ein Wendepunkt nahe ist. Wir streben eine Erhöhung des Beta durch die Auswahl von Aktien an, die eine hohe Sensitivität gegenüber steigenden Goldpreisen sowie einen hervorragenden Wert aufweisen.
3. **Das langfristige bullische Bild für Gold ist unverändert** - Der Gegenwind für Gold und Goldaktien lässt nach, während die wichtigsten makroökonomischen Wertetreiber bestehen bleiben.

Stehen wir kurz vor dem Beginn einer Erholungsphase für Gold und Goldaktien?

Unser Team hat in den letzten Monaten aus guten Gründen optimistische Ansichten zum Goldsektor veröffentlicht (die Sie [hier](#) lesen können), insbesondere bei Goldaktien, die erheblich unterbewertet erscheinen und gleichzeitig einen operativen Hebel für höhere Goldpreise bieten. Die Konsolidierung von Gold in den letzten 15 Monaten hat sicherlich viele Anleger in dem Sektor entmutigt zurückgelassen, dennoch könnte ein Stimmungsumschwung nahe sein. Im letzten Monat kam es zu einer deutlichen Divergenz zwischen ausgewählten Goldaktien, eine Beziehung, die in den letzten Jahren ein großes Goldmarkttief signalisiert hatte und unser Team dazu veranlasst hat, zu untersuchen, was dies bedeuten könnte. Ein bemerkenswerter Indikator dafür ist das Verhältnis eines unserer bevorzugten Edelmetallminenaktien zum Nasdaq. Die nachfolgende Grafik zeigt, dass historisch extreme Niveaus dieses Verhältnisses einer scharfen Rallye der Goldminenunternehmen vorausgegangen sind.



Während die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung ist, deutet die jüngste Historie darauf hin, dass wir in den kommenden Wochen und Monaten eine gewisse Umkehr der Mittelwerte erwarten könnten. Immerhin handeln die größten globalen Goldproduzenten Barrick Gold und Newmont Mining jetzt mit Renditen, die mit US-Junk-Bond-ETFs konkurrenzfähig sind und, wenn historische Beziehungen bestehen, Renditen aufweisen sollten, die positiv mit der Inflation korreliert sind.

Wir sehen vermehrt M&A-Aktivitäten im Minensektor, was uns ein erhöhtes Vertrauen innerhalb der Branche signalisiert. Die zu beobachtende höhere Inflation scheint alles andere als vorübergehend zu sein, während die Energiesicherheit, insbesondere im Winter, in der nördlichen Hemisphäre das Risiko von Panikkäufen erhöht hat. Zusammengenommen haben diese Signale unser Team dazu veranlasst, in bevorzugte unterbewertete Unternehmen zu wechseln, die ein überdurchschnittliches Beta aufweisen. Ob der Wendepunkt für den Goldsektor tatsächlich erreicht ist, wird sich allerdings erst mit der Zeit zeigen. Sollten die historischen Zusammenhänge jedoch stimmen, könnte die Glocke gerade rechtzeitig zur alljährlichen Santa Rallye geläutet worden sein.

Goldaktien – Ein unterbewerteter Sektor in guter Verfassung für eine Erholung

Die Unterbewertung von Goldminenaktien kann auf verschiedene Weise gemessen werden. Erstens bieten einfache Marktmultiplikatoren einen Anhaltspunkt für das Bewertungsgefälle zwischen Goldaktien und den breiteren Märkten. Wie aus der obigen Grafik hervorgeht, handeln Goldminenunternehmen, wie sie durch den XAU-Index der Large-Cap-Produzenten repräsentiert werden, mit einem aktuellen EV/EBITDA-Multiple von 9,1x mit einer operativen Marge von 31,1%. Dies steht in scharfem Kontrast zum NASDAQ, der derzeit bei 36,5x EV/EBITDA mit einer operativen Marge von nur 9,2 % gehandelt wird (Daten vom 6. Dezember 2021). Dieser scharfe Vergleich unterstreicht die attraktiven Bewertungen und die starke Rentabilität der Goldminenunternehmen.

Während Marktkennzahlen einen breiten Überblick über die relative Bewertung geben, versuchen wir als Value-Investoren, in fundamental unterbewertete Produzenten zu investieren und sehen hier überzeugende Chancen. Das unternehmenseigene Bewertungstool „GenVal“ von Baker Steel ermöglicht es unseren Fondsmanagern, Vermögenswerte und Unternehmen auf fundamentaler Ebene zu bewerten, basierend auf Daten und Forschung von über 20 Jahren. Derzeit weist GenVal für die Edelmetall-Aktienstrategie von Baker Steel zu Kassa-Goldpreisen ein geschätztes Aufwärtspotenzial von ca. 90 % zum Zeitpunkt des Schreibens aus, verglichen mit ca. 60 % für den Sektor. Dies sind im historischen Vergleich hohe Aufwärtsschätzungen, und wesentlich höhere Zahlen werden angezeigt, wenn das Portfolio gegen höhere Goldpreise getestet wird. Bei einem Goldpreis von 2.500 USD/Unze erreicht das theoretische Aufwärtspotenzial der Edelmetallstrategie von Baker Steel fast 300%*.

Insgesamt halten wir es für wahrscheinlich, dass der Goldsektor bereit ist für eine Phase der Outperformance, wenn historische Beispiele als Orientierung dienen. Gold und Silber sind zurzeit weit von ihren historischen Höchstständen entfernt und müssten sich um ca. +15% bzw. +120% (in USD) erholen, nur um diese Niveaus wiederzuerlangen. Letztendlich würden wir erwarten, dass diese früheren Höchststände im Zuge der Golderholung übertroffen werden.

Diese Schritte würden wahrscheinlich zu einer deutlich größeren Aufwertung der Aktienkurse der Minenwerte führen, während im Gegensatz dazu die wichtigsten US-Aktienindizes bereits auf oder um Allzeithochs liegen. Darüber hinaus befinden sich Goldminenunternehmen nach Jahren mit insgesamt besseren Goldpreisen und einem Fokus auf Kapitaldisziplin im Gefolge eines harten Jahrzehnts für den Sektor in einer gesunden Verfassung. Viele Goldproduzenten erzielen beachtliche Renditen und haben im Allgemeinen stärkere Bilanzen als je zuvor in den letzten Jahren. Selektivität bleibt jedoch der Schlüssel für erfolgreiche Investitionen, insbesondere da einige Produzenten in einem inflationären Umfeld mit höheren Investitionskosten konfrontiert sind.

Baker Steel – Erzielung überlegener risikoadjustierter Renditen durch aktives Management

Die heutige Situation des Goldsektors zeigt einige der wichtigsten Vorteile eines aktiven Investmentmanagers in diesem Sektor. Aktienauswahl, Bottom-up-Recherchen und fundierte Kenntnisse des Sektors sowie ein Verständnis der langfristigen zugrunde liegenden Makrotrends sind erforderlich, um die Unternehmen zu identifizieren, die am besten positioniert sind während der nächsten Etappe des Gold-Bullenmarktzylus erfolgreich zu sein. Mit Jahrzehntelanger Erfahrung in mehreren Zyklen verfügt das Team von Baker Steel über ein einzigartiges Maß an Branchenkenntnissen sowie quantitative Tools, insbesondere GenVal und unsere anderen internen Screening-Tools für Ertrag, Margen, Beta und ESG. Unser Ziel ist es, im Vergleich zu einer passiven Anlage in diesem Sektor überlegene risikoadjustierte Renditen zu erzielen.

Der Zeitpunkt für den nächsten großen Schritt bei Gold steht sicherlich zur Debatte, aber wir sind der Meinung, dass die Anzeichen zunehmend für eine beträchtliche Erholung des Sektors sprechen. Angesichts der verschiedenen Anzeichen einer Unterbewertung, die wir hier erörtert haben, ist es wichtig, darauf hinzuweisen, dass für Gold eine Reihe makroökonomischer Katalysatoren vorhanden sind, die möglicherweise tiefgreifende Auswirkungen auf den Sektor haben. In den letzten zwei Jahren hat ein beispielloses Geldmengenwachstum stattgefunden, und dieser Trend wird wahrscheinlich anhalten, da es zweifelhaft ist, die wirtschaftliche Stabilität ohne eine lockere Geldpolitik aufrechtzuerhalten. Zudem wird immer deutlicher, dass die Inflation dauerhaft höher bleiben wird als prognostiziert. Vor allem für Gold scheinen die US-Realzinsen negativ oder zumindest sehr niedrig zu bleiben, da immer deutlicher wird, dass die US-Notenbank angesichts des Risikos eines schweren Schadens für die US-Schuldensituation nur begrenzten Spielraum hat, die Nominalzinsen anzuheben. Gleiches gilt für Unternehmen und Verbraucher.

2021 mag für den Goldsektor ein Jahr der Konsolidierung gewesen sein, aber wie wir in früheren Zyklen gesehen haben, können sich Stimmung und Dynamik schnell ändern. Die Haupttreiber für Gold bleiben bestehen, während Goldaktien ein beträchtliches Wert- und Aufwärtspotenzial aufweisen. In der Zwischenzeit verblasst der Gegenwind, der den Sektor in diesem Jahr verfolgt hat, nämlich der Glaube an eine vorübergehende Inflation und das Gespenst eines restriktiven Zinserhöhungsprogramms, mit dem Einsetzen der neuen globalen wirtschaftlichen Realität.

Über Baker Steel Capital Managers LLP

*Baker Steel Capital Managers LLP managt einen im Vereinigten Königreich und einen in Australien aufgelegten Goldaktienfonds, den **BAKERSTEEL Precious Metals Fund**, **BAKERSTEEL Electrum Fund**, und einen an der Londoner LSE notierten Investment Trust.*

*Baker Steel hat eine starke Erfolgsbilanz bei der Outperformance im Vergleich zu seinen Mitbewerbern und relativ zu einer passiven Position in Gold oder Goldaktien. Die Fondsmanager Mark Burridge und David Baker wurden für **2021 mit zwei Sauren-Goldmedaillen** ausgezeichnet und wurden bei den **Mines & Money Awards 2020 und 2019** als Fondsmanager des Jahres ausgezeichnet.*

*Der BAKERSTEEL Precious Metals Fund ist zum vierten Mal in Folge ein Gewinner der Lipper Fund Awards im Jahr 2021, während der von Baker Steel gemanagte Investment Trust der Investment Week als **Investment Company of the Year 2021, 2020, 2019, Natural Resources**, ausgezeichnet wurde.*

Wichtig

Bitte beachten: Dieser Bericht ist ein Marketingdokument und wurde von Baker Steel Capital Managers LLP (eine Personengesellschaft mit beschränkter Haftung nach englischem Recht, eingetragen in England unter der Nr. OC301191 und zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority) als Information für eine begrenzte Anzahl von institutionellen Anlegern (im Sinne der Definition im Fondsprospekt) herausgegeben. 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 oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zur Zeichnung oder zum Kauf von Anteilen oder anderen Beteiligungen dar und ist auch kein Bestandteil eines solchen Angebots. Außerdem bildet 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 an Fonds von Baker Steel zu zeichnen, werden darauf hingewiesen, dass eine solche Zeichnung ausschließlich auf der Basis der Informationen und Meinungen erfolgen kann, die in den entsprechenden Prospekt oder anderen diesbezüglichen Angebotsunterlagen enthalten sind und den von den hier enthaltenen Informationen und Meinungen abweichen können. 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 einer Anlageberatung. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Hinweis für eine zukünftige Wertentwicklung. Die zukünftige Wertentwicklung kann gegebenenfalls wesentlich schlechter ausfallen als in der Vergangenheit und unter Umständen zu erheblichen Verlusten oder zum Totalverlust führen.