

Nachhaltige Wertschöpfung aus Spezialmetallen

Investition in Recyclinganlagen für Spezialmetalle

Baker Steel Capital Managers LLP

Investment Manager of the BAKERSTEEL Electrum Fund

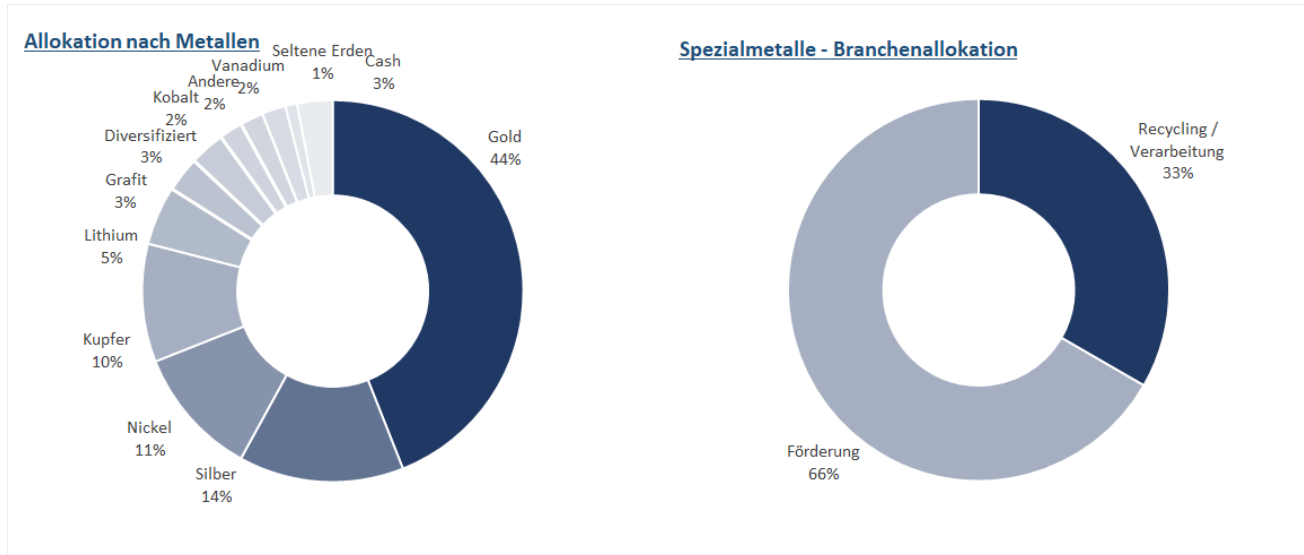
5. Juni 2020

Es ist allgemein bekannt, dass die bevorstehende „Grüne Energie Revolution“ auf einer Reihe von Technologien wie Windkraftanlagen, Sonnenkollektoren, Netzspeichern, Elektrofahrzeugen und kohlenstoffarmen Stahl beruht. Was jedoch unterschätzt wird, ist das Ausmaß, in dem diese Technologien auf geologisch knappen Metallen oder zumindest auf untererforschten Metallen beruhen. Angesichts der politischen Entscheidungsträger, insbesondere in Europa, die sich nach der COVID-19-Krise für eine „grüne Erholung“ aussprechen, erwarten wir in den kommenden Monaten und Jahren fiskalische Konjunkturmaßnahmen zur Unterstützung grüner Energie und Technologie. Eine solche Politik wäre ein wesentlicher Treiber für bestimmte Spezialmetalle und bietet Anlegern in diesem Sektor eine Vielzahl von Möglichkeiten. Der Recycling- und nachgelagerte Teil dieses sich schnell entwickelnden Sektors dürfte das Interesse von Investoren und anderen Marktteilnehmern wecken, da die Bedeutung dieser Spezialmetalle immer deutlicher wird. Wir halten es daher für wichtig, näher darauf einzugehen, wie sich der Investitionsprozess von Baker Steel im Bereich Recycling und Weiterverarbeitung von der Primärextraktion unterscheidet.

Angesichts der erwarteten Adaptionsgeschwindigkeit, der verwendeten Metallintensität, des Niveaus der Primärproduktion und der begrenzten bekannten Reserven solcher Metalle werden große und anhaltende Marktdefizite prognostiziert. Der BAKERSTEEL Electrum Fund („Electrum“) ist ein aktiv verwalteter Minenaktienfonds, der sich auf „zukunftsorientierte“ Metalle konzentriert und seinen Kunden durch selektive Investitionen in hochwertige Unternehmen ein Engagement in diesen Metallen ermöglicht. Die Anlagephilosophie bei Baker Steel basiert auf detaillierten, fundamentalen Bottom-up-Research und Due Diligence. Unser Team besucht im Zuge dieser Arbeit eine Großzahl von Metallproduzenten, trifft sich mit dem jeweiligen Management, überprüft Bilanzen und Jahresabschlüsse und analysiert mittels des bewährten Baker Steel Value-Investmentprozess relevante Minenunternehmen und deren Aktivitäten.

Während Edelmetall-, Spezial- und Industriemetallproduzenten eine Vielzahl überzeugender Möglichkeiten bieten, umfasst das Investmentuniversum von Electrum auch Recycling- und nachgelagerte Verarbeitungsunternehmen, ein entscheidendes Segment der Lieferkette für Wachstum und Nachhaltigkeit. Electrum ist einer der wenigen Rohstoffaktienfonds, die routinemäßig in Recycling- und nachgelagerte Metallverarbeitungsunternehmen investieren. In der Regel machen solche Anlagen zwischen 5 und 15% des Fondsvermögens aus, kann aber zeitweilig (so wie Stand Ende April) auch über 30% liegen. Diese Arten von Unternehmen erweitern nicht nur unser Anlageuniversum und erhöhen die Möglichkeiten zur einer verbesserten Wertschöpfung, sondern die Mischung aus Metallen und Gewinndynamik für diese Unternehmen kann wichtige Unterscheidungsmerkmale von reinen Bergbauunternehmen bieten.

Electrum investiert im gesamten Spezialmetallsektor, inklusive Recycling / Downstream / Verarbeitung



Quelle: Baker Steel intern. Stand: 30. April 2020.

Was sind die Vorteile von Recycling- / nachgeschalteten Verarbeitungsunternehmen?

- Betriebe können überall auf der Welt aufgebaut werden; es wird die Effizienz maximiert, indem eine Kombination aus guter Infrastruktur, niedrigen Stromkosten, geringerem politischem Risiko, geringeren Personalkosten und eine Nähe zur Altm Metallversorgung und zum Endverbraucher angestrebt wird.
- Das operationelle Risiko ist aufgrund des minimalen Personals und eines bewährten, industrialisierten Prozesses in der Regel geringer.
- Margen beziehen sich normalerweise auf den aktuellen Rohstoffpreis.
- Die Gründungskosten sind minimal und Anlagen können sehr schnell in Betrieb genommen werden.
- Recyclingprozesse produzieren in der Regel deutlich weniger CO₂ als die Primärgewinnung.
- Recyclinganlagen können schnell geschlossen und wieder geöffnet werden, und die Lagerkosten sind vergleichsweise niedrig.
- Es besteht die Möglichkeit eines geschlossenen Kreislaufs, bei dem die Hersteller über mehrere Lebenszyklen hinweg effektiv das Eigentum am Metallgehalt des Produkts behalten. Dies trägt dazu bei, die Vorabkosten für den Verbraucher zu senken und die Preisvolatilität für den Hersteller erheblich zu verringern.
- Aufgrund der Selektivität der Ressourcenquelle der Anlage und der Möglichkeit, den Standort zu bestimmen, ist es viel einfacher, den Wert des vorgelagerten Metalls im Produktzyklus zu erfassen. Dies eröffnet die Möglichkeit, die Metalle zu legieren oder auf eine viel höhere Reinheit zu raffinieren, als dies bei vielen Bergbaubetrieben möglich ist.

Wie kann Recycling die Entwicklung umweltfreundlicher Technologien ermöglichen?

Das Volumen der recycelten strategischen Metalle muss in den kommenden Jahrzehnten erheblich zunehmen, da es nicht die Ressourcenbasis gibt, um die erwartete Nachfrage zu befriedigen. Wir haben zuvor gesehen, wie wichtig das Recycling ist, um eine andere umweltfreundliche Technologie (Katalysatoren) zu ermöglichen, die auf einer übersehenen geologisch seltenen und geografisch konzentrierten Gruppe von Metallen beruht: Die Metalle der Platingruppe („PGM“).

1980 wurden weltweit etwa 1,8 Millionen Unzen von PGM-Metallen in Autokatalysatoren verwendet, wobei keines dieser Metalle aus recyceltem Material stammte. Im Jahr 2019 wurden über 12 Millionen Unzen benötigt, aber nur 5 Millionen kamen aus dem Recycling. Ohne einen dramatischen Anstieg der Primärproduktion und des Recyclings wären durch chronische Krankheiten, die durch Luftverschmutzung verursacht werden, viel mehr Menschenleben in Mitleidenschaft gezogen worden.

New York City: 1973 vs. 2013



Quelle: EPA

Fallstudie Recycling / Weiterverarbeitung 1: Oxide von Metallen seltener Erden

Im vergangenen Jahr wurde unserem Team angesichts der eskalierenden Handelsspannungen zwischen den USA und China klar, dass die weltweite Abhängigkeit von China für Oxide von Metallen seltener Erden („REO“ = rare earth oxides) wieder öffentlich sichtbar werden würde. REOs sind eine Gruppe von 17 Elementen, die häufig zusammen auf der Erde vorkommen. Viele von ihnen werden in einer Vielzahl strategischer und umweltfreundlicher Energietechnologien eingesetzt, von Magneten, die Motoren antreiben, bis hin zu Nachtsichtbrillen.

China macht den größten Teil der primären REO-Produktion und einen noch größeren Prozentsatz der raffinierten Produktion aus (100% für einige der strategischsten Elemente werden in China raffiniert). Ende Mai letzten Jahres wurde Premier Xi Jinping in einer REO-Verarbeitungsanlage fotografiert. Die Botschaft an die USA und die Welt war klar: "In einem Handelskrieg werden wir die Versorgung mit diesen Elementen als Waffe verwenden." Die Anleger erkannten die Auswirkungen und die Möglichkeit eines weiteren Anstiegs der REO-Preise, wie er Ende der 2000er Jahre zu beobachten war.

Unsere Analyse führte dazu, dass wir in ein diversifizierteres Recycling- und Verarbeitungsunternehmen investierten, das im Rahmen seines Geschäfts große REO-Lagerbestände vorrätig hielt und das der einzige Hersteller außerhalb Chinas eines bestimmten REO-Magneten ist. Wir waren uns darüber im Klaren, dass das Unternehmen kurzfristig von einem Anstieg der REO-Preise und langfristig von einem On-Shoring der Lieferketten für kritische Materialien profitieren würde. Entscheidend war, dass die Bewertungsmodellierung unseres Teams implizierte, dass das Unternehmen auch einen überzeugenden Investitionsgrund zu Spot-REO-Preisen hatte.

Die Aktien reagierten im Laufe des Jahres gut und ermöglichten eine umsichtige Gewinnmitnahme. Wir erhöhten darauf folgend die Position im Fonds, da das kurzfristige Anlegerinteresse nachließ. Während die Aktien des Unternehmens nicht die explosiven Gewinne verzeichneten, die einige der Aktien von Junior-Minenunternehmen in dieser Zeit erzielten, haben wir „nachts gut geschlafen“, nachdem wir in ein qualitativ hochwertiges Unternehmen investiert hatten, ohne zu versuchen, den Einstieg perfekt zu treffen.

Wichtig ist, dass der Fonds in ein solides Unternehmen investiert hatte, das nicht nur Wachstumspotenzial in einem strategischen Bereich, sondern auch das Potenzial hatte, von einem kurzfristigen thematischen Trend zu profitieren. Da dieser Trend seinen Lauf nahm, konnten wir Gewinne mitnehmen, bevor wir später wieder investierten (als zusätzlichen Vorteil erzielte der Fonds einige Dividendenerträge).

Fallstudie Recycling / Weiterverarbeitung 2: Rhodium

Nach dem Volkswagen Diesel-Skandal im Jahr 2016 wurde dem Markt klar, dass die Tests und Standards unter Realbedingungen für die NOx-Emissionen weltweit strenger werden würden. Wie diejenigen mit einem besonderen technologischen Interesse vielleicht wissen, besteht der effektivste Weg zur Reduzierung dieser Emissionen darin, den Rhodiumgehalt im Katalysator des Fahrzeugs zu erhöhen.

Unser Team hatte daher kurz- und mittelfristig eine deutliche strategische Verschiebung der Rhodiumnachfrage festgestellt. Zum Zeitpunkt unserer Analyse wurde Rhodium für etwa 1.000 USD/pro Unze gehandelt und sein Nutzungswert betrug ein Vielfaches davon für den Endverbraucher. Darüber hinaus stellten wir fest, dass es ein hohes Maß an Preisunelastizität gab.

Das Problem war, dass Rhodium nur als Nebenprodukt in einem Korb anderer PGM-Metalle vorkommt und daher eine gezielte (indirekte) Investition in dieses Metall über ein traditionelles Minenunternehmen problematisch war.

In den nächsten sechs Monaten suchten wir daher aktiv nach Möglichkeiten, in Minen mit relativ hohem Rhodiumgehalt im Erz zu investieren. Da jedoch keiner der entsprechenden Förderer eine ausreichend hohe Rendite erzielen oder unsere anderen Investitionskennzahlen erfüllen konnte, investierten wir letztendlich nicht und identifizierten stattdessen ein alternatives Engagement durch Sekundärversorgungs- und Lageroptionen.

In der Rücksicht stellen wir fest, dass der Rhodiumpreis von 2016 bis 2019 von 1.000 USD pro Unze auf über 10.000 USD pro Unze gestiegen ist. Interessant ist jedoch, dass der Preis in der Zwischenzeit auf 650 USD pro Unze gesunken war - , obwohl sich bereits zu diesem Zeitpunkt ein offensichtliches Marktdefizit abzeichnete und alle entsprechenden Informationen öffentlich verfügbar waren. Wir stellen fest, dass die Minen, die unser Team besucht hat, alle bankrott gegangen sind und seitdem nie wieder geöffnet wurden.

Investitionen in Recycling / nachgelagerte Prozesse im Vergleich zu traditionellen Mineninvestitionen

Das gesamte Investmentteam von Baker Steel hat in der Bergbauindustrie gearbeitet, und wir alle verstehen den Optimismus eines Produzenten im Falle einer neuen Entdeckung. Wir sind auch der Ansicht, dass wir nachweislich „versteckte Werte“ in Metallvorkommen (sowie Probleme, die nicht ausreichend berücksichtigt wurden) identifizieren können. Unsere erste Präferenz ist daher, unsere Fähigkeiten für Investitionen im Minensektor einzusetzen, da hier normalerweise das beste Risiko-, Ertragsverhältnis bei den bekannteren Industriemetallen zu finden ist.

Wir werden niemals unsere Überzeugung aufgeben, dass alle Investitionen in Minenunternehmen eine Rendite zu Spot-Rohstoffpreisen erzielen müssen. Dazu sollten diese Produzenten mit einem Sicherheitsspielraum in Bezug auf fallenden Preise operieren. Bei bestimmten Nischenmetallen gibt es eine begrenzte Anzahl investierbarer Unternehmen, und wenn wir keinen Wert vor Ort finden, werden wir nicht investieren.

In Bezug auf Recyclingunternehmen ist besonders erwähnenswert, dass die Marktdynamik in mehrerer Nischenmetalle eine stärkere Integration der Wertschöpfungskette und eine einfachere Verfolgung der Metalle während der gesamten Lebensdauer des Produkts ermöglicht. Diese Fähigkeit bietet den Herstellern viele Möglichkeiten, das Eigentum an dem Metall auch über eine Produktlebensdauer von über 10 Jahren zu behalten.

Ob bei Recycling oder Primärproduktion: Wir suchen vor allem nach Unternehmen, die bei wesentlich höheren Rohstoffpreisen eine ungewöhnliche Gewinnspanne halten können, entweder durch eine technische, geografische oder kapitalbegünstigte Position. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen vorzugsweise über wertvolles geistiges Eigentum oder Verträge mit Kunden, die eine positive Preisbeteiligung ermöglichen. Diese eingebettete Option wird vom Markt häufig unterbewertet.

Baker Steel zielt auf Unternehmen mit hochwertigen Vermögenswerten und effektiven Managementteams zu attraktiven Bewertungen ab. Wir führen den größten Teil unseres Research selbst durch. Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren („ESG“) werden bei der Bestandsüberprüfung und Unternehmensanalyse in den Anlageprozess von Baker Steel einbezogen und bei Besprechungen und Vor-Ort-Besuchen direkt mit der Unternehmensleitung diskutiert. In den kommenden Wochen werden wir detaillierter über unseren Anlageprozess schreiben und einige der hier behandelten Themen genauer betrachten.

Nach einem erfolgreichen ersten Jahr der Wertentwicklung und des Wachstums für den BAKERSTEEL Electrum Fund möchten wir unseren Investoren und Partnern für ihre Unterstützung danken, während wir auf die Vielzahl von Möglichkeiten in diesem spannenden und sich schnell entwickelnden Sektor blicken. Eine Reihe von Anteilklassen bleibt offen für Neuinvestitionen. Bitte zögern Sie nicht, das Team von Baker Steel zu kontaktieren, um weitere Informationen zu erhalten.

Über Baker Steel Capital Managers LLP

*Baker Steel Capital Managers LLP verwaltet den **Baker Steel Gold Fund**, den **BAKERSTEEL Precious Metals Fund**, den **ES Gold & Precious Metals Fund** (allesamt Long Only Edelmetallaktienfonds), den **BAKERSTEEL Electrum Fund** und den **Baker Steel Resources Trust**.*

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

*Der **BAKERSTEEL Precious Metals Fund** ist der Gewinner des 2020 zum fünften Mal in Folge **des Lipper Fund Award** für den besten Fonds über 3 Jahre und 5 Jahre, Gold- und Edelmetalle im Aktiensektor, während der **Baker Steel Resources Trust** zur **Investmentgesellschaft des Jahres 2019**, Natural Resources von dem Fachmagazin *Investment Week* ernannt.*

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.