

Marge wichtiger als Förderung - Goldminenwerte glänzen trotz COVID-19

Edelmetallaktien: Detaillierter Bericht zu Quartalszahlen Q2 2020

Baker Steel Capital Managers LLP

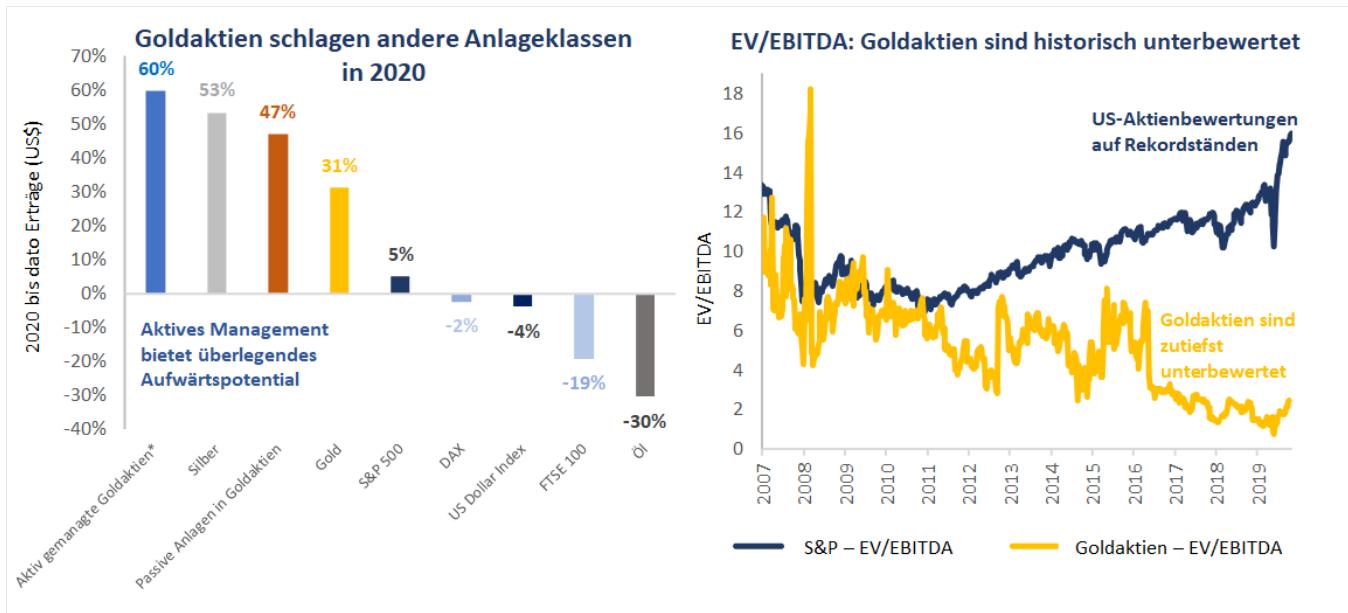
3. September 2020

Es ist mehr als sechs Monate her, seit die COVID-19-Pandemie ausbrach, die Geschäftstätigkeit in nahezu allen Sektoren aus den Fugen gerat und Volkswirtschaften weltweit in eine Rezession drängte. Für die Edelmetallbranche hat COVID-19 sowohl Herausforderungen als auch Belohnungen gebracht. Minenunternehmen hatten aufgrund der Pandemie mit operativen Schwierigkeiten zu kämpfen, während die Rentabilität mittels steigender Metallpreise, einschließlich neuer Rekordhöhen für den Goldpreis, gesteigert wurde. Die in den letzten Wochen veröffentlichten Unternehmensergebnisse für das zweite Quartal 2020 zeigen, dass die Minenunternehmen die Herausforderungen von COVID-19 inzwischen weitgehend gemeistert haben und viele für den neuen Bullenmarkt für Edelmetalle gut positioniert sind. Die Margen der Produzenten steigen, da höhere Gold- und Silberpreise die Einnahmen wachsen lassen, während die Kosteninflation verhalten bleibt. Zu den ermutigenden Neuigkeiten gehörten Ankündigungen von Dividendenerhöhungen bei Goldminenunternehmen.

Die zahlreichen Ergebnisse von Edelmetallproduzenten, die über das zweite Quartal 2020 berichten, sind für Investoren von besonderer Bedeutung und bieten einen Einblick in die Entwicklung der Branche seit dem Ausbruch der Pandemie im März 2020. COVID-19 hat Minenunternehmen vor eine Vielzahl von Herausforderungen gestellt. Von eingeschränktem Zugang zum Förderungsstandort und erhöhten Sicherheitsmaßnahmen für das Personal bis hin zu Bedenken hinsichtlich der Unterbrechung der Lieferkette und in einigen Fällen der von der Regierung vorgeschriebenen Schließung von Minen. Während die daraus resultierenden Betriebsverzögerungen und Auswirkungen auf die Produktion in diesem beispiellosen Zeitraum die Quartalsergebnisse getrübt haben, hat der Sektor diese Krise insgesamt gut gemeistert, und wir sehen bestimmte positive Trends:

- Die Margen haben erheblich zugenommen
- Mehrere Hersteller haben ihre Dividenden erhöht
- Immer mehr Produzenten quantifizieren ihre Dividenden besser, beispielsweise in US-Dollar / Unze Gold

Als Anlagespezialisten im Edelmetallsektor sind wir ermutigt, diese Entwicklungen zu beobachten, insbesondere angesichts der Unterbewertung des Sektors im Vergleich zu breiteren Aktienmärkten und im Vergleich zu historischen Niveaus.



Quelle: Bloomberg, BMO Capital Markets, Baker Steel Capital Managers LLP. Stand: 18. August 2020. *Aktive Goldaktien sind durch den BAKERSTEEL Precious Metals Fund repräsentiert. **Passive Goldaktienanlagen sind durch den EMIX Global Mining Gold Index repräsentiert.

Nachdem Goldminenunternehmen die Pandemie inzwischen weitgehend überstanden haben, wird das wirtschaftliche Umfeld für den Sektor zunehmend positiv. Sinkende Realzinsen, steigende Schulden und wieder auflebende protektionistische Politiken waren vor COVID-19 Wertetreiber für Gold und wurden durch die Reaktion der politischen Entscheidungsträger auf die durch die Pandemie ausgelöste Wirtschaftskrise verstärkt. Angesichts der anhaltenden Unsicherheit, des erhöhten Risikos und der potenziellen Volatilität der Anleger dürfte sich die Nachfrage nach Gold als „Safe-Haven-Anlage“ fortsetzen. Die Auswirkungen auf die Goldminenunternehmen sind erheblich, insbesondere angesichts der Reformen, die in den letzten Jahren von einer Auswahl von Unternehmen durchgeführt wurden, um die Kostenkontrolle und die Kapitaldisziplin zu verbessern, sodass diese Unternehmen im Zuge der Entwicklung des Bullenmarkts eine Outperformance erzielen können. Darüber hinaus gibt es positive Anzeichen für ein wachsendes allgemeines Interesse an Goldaktien, hervorgehoben durch Warren Buffetts Berkshire Hathaway, welche eine erhebliche Investition von ca. 500 Mio. USD in Barrick Gold, einen prominenten Goldmajor, getätigt hat, eine bemerkenswerte und hoch signifikante Änderung der Ausrichtung für einen der berühmtesten und vormals „gold-aversen“ Investor-Persönlichkeiten.

Mit steigenden Margen erhöhen die Goldproduzenten ihre Dividenden

Als aktiver Anleger steht bei Baker Steel die „Shareholder Return“-Politik von Minenunternehmen (d.h. Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe) im Mittelpunkt. Die Ertragsanalyse ist ein Schlüsselement unseres wertorientierten Anlageprozesses. Durch quantitative Bottom-up-Forschung mit einem proprietären GenVal-System in Verbindung mit der Analyse von Umsatzmultiplikatoren, Ertragspotenzialen und anderen Instrumenten hat unser Team im Vergleich zu unseren Mitbewerbern und passiven Anlagen im Edelmetallsektor durchweg überlegene risikobereinigte Renditen erzielt.

Ein erneuter Fokus auf Dividenden ist ein bedeutender Trend für Goldaktien, insbesondere in einer Zeit, in der die Renditen in anderen Sektoren fallen. Die Kapazität für weitere Dividendenerhöhungen bei steigenden Margen ist ein wesentlicher Treiber für das Neubewertungspotenzial des Sektors in den kommenden Monaten und Jahren.

Ein wirklich herausragendes Unternehmen war Kirkland Lake, die zum Zeitpunkt des Schreibens die größte Beteiligung am BAKERSTEEL Precious Metals Fund („der Fonds“). Das Unternehmen gibt den Aktionären sowohl über Dividenden als auch über Aktienrückkäufe Geld zurück und hat gerade Folgendes gemeldet:

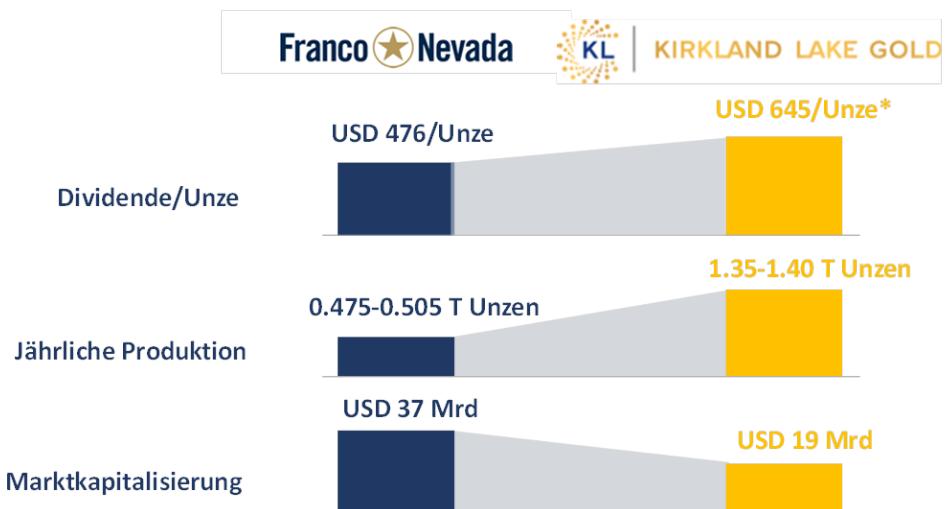
„Wenn wir den für Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen im ersten Halbjahr 2020 verwendeten Bargeldbetrag kombinieren, entspricht dies ungefähr USD 645 pro Unze Gold, das im Berichtszeitraum produziert wurde.“

Tony Makuch, CEO, Kirkland Lake Gold

Die Bedeutung dieser Aussage, die einige Momente in Anspruch nehmen kann, besteht darin, zu bestätigen, dass USD645 / Unze Produktion in irgendeiner Form an die Aktionäre zurückgegeben wurden. In dieser einfachen und leicht verständlichen Metrik hat Kirkland kurz und bündig mitgeteilt, dass die Margen des Unternehmens erheblich und nachhaltig sind und dass die Bilanz des Unternehmens stark genug ist, um diese Art von Rendite zu erzielen.

Dieses Beispiel aus Kirkland Lake zeigt, dass Goldminenunternehmen in der Lage sind, überlegene Qualitätsrenditen zu erzielen, die historisch nur Lizenzunternehmen wie Franco Nevada vorbehalten waren. Dies ist ein außergewöhnlich gutes Zeichen für die Zukunft des Sektors.

Kirkland Lane: Vergleich zu einem führenden Royalty-Unternehmen



Da die Margenausweitung für bestimmte Unternehmen in diesem Markt so bedeutend ist, könnten die Aktienkurse der Goldminenunternehmen in den kommenden Monaten und Jahren ähnliche oder höhere Ratings erzielen als die von Lizenzunternehmen.

Highlights des zweiten Quartals 2020 für ausgewählte Edelmetallaktien

	B2Gold meldet starke Ergebnisse für das zweite Quartal 2020 und verdoppelt die vierteljährliche Dividende auf 0,04 USD pro Aktie; vierteljährlicher Rekord für Einnahmen aus Goldverkäufen und operative Cashflows; Cash-Betriebskosten und Gesamtkosten („AISC“), die unter dem Budget liegen.
---	---

BARRICK	Barrick Gold erklärte für das zweite Quartal 2020 eine Dividende von 0,08 USD pro Aktie, was einer Steigerung von 14% gegenüber dem Vorquartal entspricht. Die vierteljährliche Dividende hat sich seit der Barrick-Randgold-Fusion im Jahr 2018 mehr als verdoppelt.
Newmont	Q2 2020 Dividende von 0,25 USD pro Aktie. Rückgabe von > USD 2,0 Mrd. an die Aktionäre durch Dividenden und Aktienrückkäufe seit Januar 2019.
 KIRKLAND LAKE GOLD	Bis 2020 wurden 11,9 Millionen Aktien für 388,4 Mio. USD zurückgekauft (dies entspricht ca. 1,40 USD pro Aktie). Aktienrückkauf und Dividenden zusammen insgesamt 645 USD / Unze Gold, das im ersten Halbjahr 2020 produziert wurde. Ziel des Rückkaufs von 20 Mio. Aktien über einen Zeitraum von 12 bis 14 Monaten.
 Evolution MINING	Dividendenzahlungen basieren auf einem Cashflow von 50%. Rückgabe von AUD 365 / Unze in Dividenden. 732 Mio. AUD über 15 aufeinanderfolgende Dividenden.
YAMANA GOLD	Die Dividende wurde um 12% erhöht, die vierte im vergangenen Jahr angekündigte Dividendenerhöhung, was einer kumulierten Erhöhung um 250% entspricht.

Quelle: Baker Steel Capital Managers LLP, Company Reports.

Aber der Fluss an guten Nachrichten für Anleger im Goldaktiensektor hört nicht auf. Zum Beispiel berichtete Evolution Mining in den letzten Wochen, dass das Unternehmen im vergangenen Jahr 245 USD / Unze zu einem Goldpreis auszahlte, der um 285 USD / Unze niedriger war als heute, was darauf hinweist, dass wir ab dem nächsten Jahr von dieser Qualitätsfirma eine noch höhere Dividende erwarten sollten.

Eine nachhaltige und wachsende Marge ist der Schlüssel für die Aktenauswahl

Die oben beschriebenen Kennzahlen bieten wichtige Tools, mit denen unser Team das Portfolio des Fonds strukturieren kann, da wir uns bemühen, in diejenigen Produzenten zu investieren, die die beste nachhaltige und wachsende Marge aufweisen. Die Daten zu Dividenden pro Unze helfen uns zu verstehen, wie nachhaltig der Vorstand eines Unternehmens seine Margen hält. Während der Umsatz eine Seite der Margengleichung ist, sind die Kosten die andere, und hier wird es interessant. Jemand anderes, wie der Staat/die Zentralbanken oder Investoren, besitzt das Gold, aber die Aktionäre besitzen die Marge – oftmals lukrativer als das Kaufen und Verkaufen von physischem Gold.

Insbesondere die deflationären Auswirkungen niedrigerer Energiekosten haben dazu beigetragen, die Kosten von Goldproduzenten niedrig zu halten. Minenunternehmen können ihre Kosten pro Unze auch bestimmen, indem sie ihre Förderung auf den Goldgehalt pro Erzkörper abstimmen. Wenn sie höherwertiges Erz abbauen, sollten ihre Kosten pro Unze ceteris paribus sinken. Wenn sie das Verhältnis Goldgehalt/Erzkörper senken, steigen ihre Kosten pro Unze und folglich sinken ihre Margen bei gleichem Goldpreis.

Viele Goldunternehmen zeigen weiterhin Disziplin und verwenden weiterhin einen Goldpreis von 1.200 USD / Unze, etwa 40% unter dem Wert, mit dem das Metall heute für die Planung gehandelt wird. Während des letzten Goldbullmarktes, der im Herbst 2011 seinen Höhepunkt erreichte, senkten Minenunternehmen ihren Grenzwert beim Goldgehalt/Erzkörper („cut off grade“), um ihre Reserven zu erhöhen, starteten teure neue Projekte und gingen auf Akquisitionskurs, von denen sich ein Großteil als defizitär herausstellten als der

Goldpreis in den folgenden vier Jahren fiel. Die Änderungen sind in der nachstehenden Grafik deutlich dargestellt, in der der Umsatzmultiplikator (KUV) für Barrick im Vergleich zu einer vereinfachten Marge (Goldpreis abzüglich des für den Cut Off Grade verwendeten Goldpreises) durch den gelb schattierten Bereich dargestellt wird. In den späten 1990er Jahren, als Barrick mit seinen Terminverkäufen (+ 100 USD / Unze Prämie bis Spot) höhere Goldpreise verbuchte, spiegelte sein gesundes Rating das erwartete Produktionswachstum wider. Als dieses Wachstum Anfang der 2000er Jahre eintrat, spürte der Markt zu Recht, dass das Unternehmen begonnen hat, sich auf Unzenwachstum und nicht auf Margen zu fokussieren. Das KUV ging zurück, da das Margenwachstum nicht mit dem Wachstum des Goldpreises Schritt halten konnte. Seit dem Markttief im Jahr 2015 können wir deutlich sehen, dass sich das Unternehmen sich jetzt wieder auf Margen konzentriert, was sich in der Neubewertung der Barrick-Aktie widerspiegelt, gemessen an der Ausweitung seines Umsatzmultiplikators. **Ein Fokus auf Margen ist unserer Ansicht nach immer besser als ein Fokus auf Ausdehnung der Förderung.**

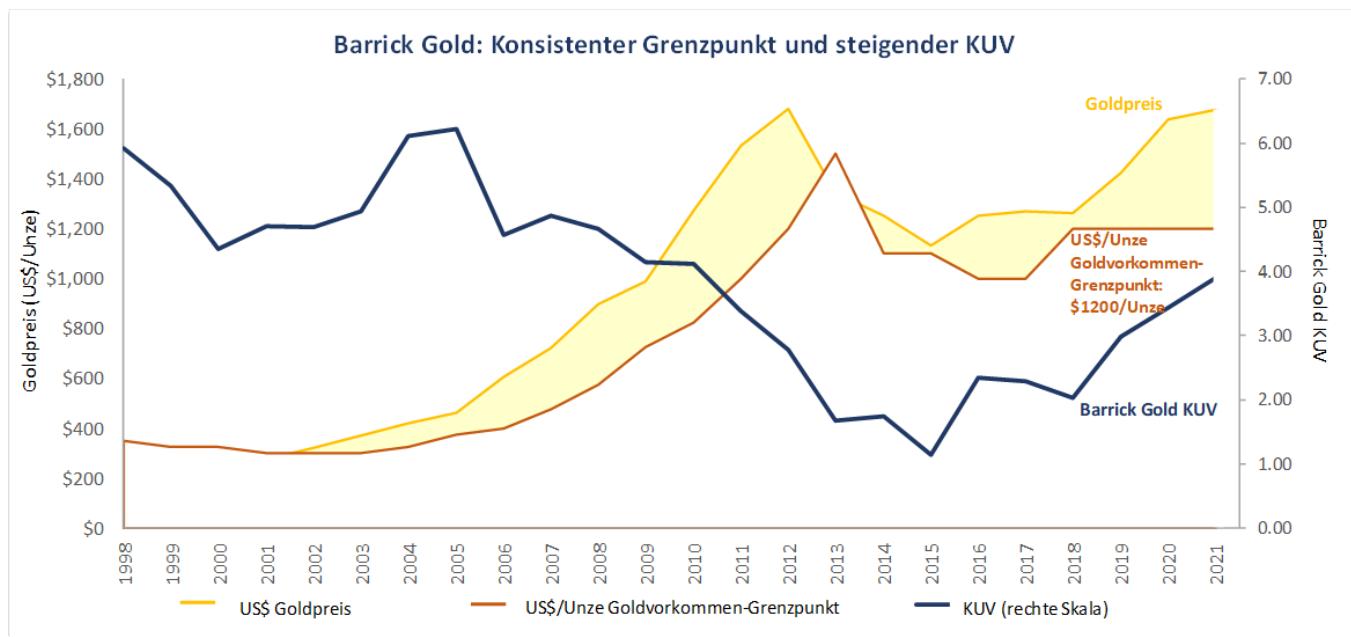
Während die meisten Unternehmen versuchen, diese Disziplin beizubehalten, haben wir einige gesehen, die sich entschieden haben, ihren Cut-Off zu senken und minderwertiges Erz abzubauen, teilweise um ihre Reservebasis zu erhöhen oder aufrechtzuerhalten. Wenn der Cut-Off- oder Grenzwert gesenkt wird, kann ein Unternehmen mehr Unzen abbauen, jedoch mit einer geringeren Marge. Was diese Unternehmen nicht erkennen oder wahrhaben wollen ist, dass die gesamte Branche im letzten Bullenmarkt von Investoren aus diesem Grund abgestraft wurde. Glücklicherweise scheint es diesmal eine andere Geschichte zu sein, aber das Auftauchen einiger Unternehmen, die diesen Trend brechen, zeigt die Bedeutung eines aktiven und selektiven Managements.

"Jeder änderte ständig seine Cut-Off-Grenze und folgte dem Goldpreis"

Mark Bristow, CEO, Barrick Gold

"Diesmal wird der Schlüssel sein zu zeigen, dass die Branche ihre Disziplin nicht verloren hat."

Sean Boyd, CEO, Agnico Eagle

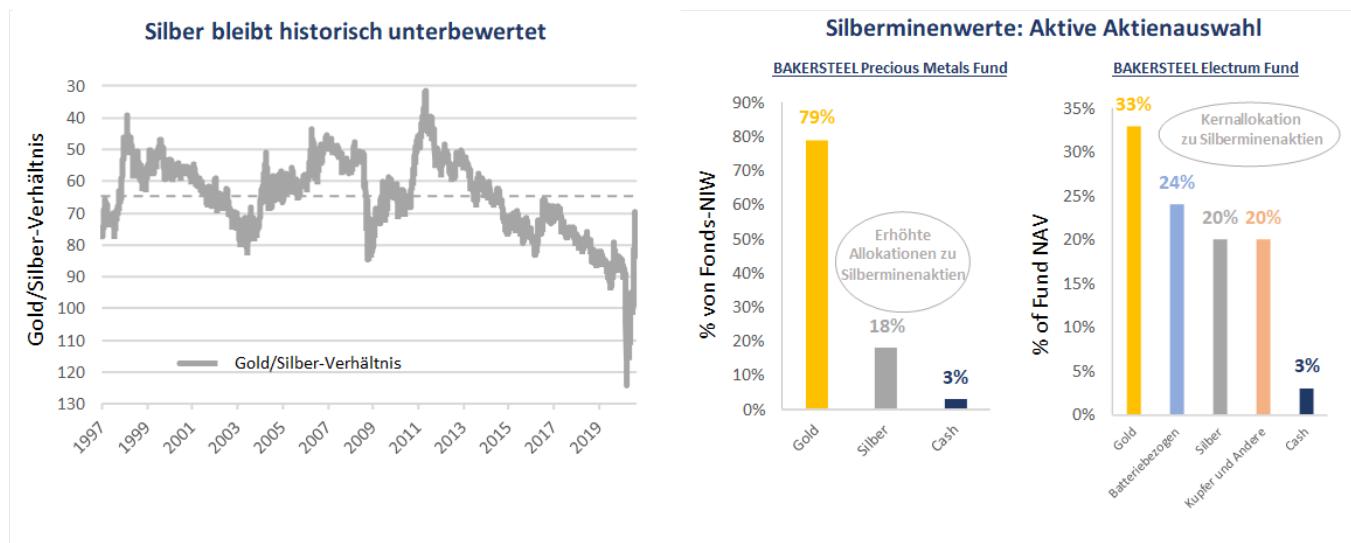


Quelle: Baker Steel Capital Managers LLP, Company Reports, Bloomberg.

Die Chance bei Silberaktien

Wie Anleger des BAKERSTEEL Precious Metals Fund vielleicht wissen, hat der Fonds kürzlich seine Gewichtung von Silberminenaktien vor dem jüngsten Anstieg der Silberpreise erhöht. Dies folgt auf eine turbulente Zeit für

Silberminenunternehmen im zweiten Quartal 2020, da das COVID-19-Risiko in einigen Ländern Auswirkungen auf die Silberproduzenten hatte und vorübergehend zu einer Reduzierung der Allokation im Fonds führte, bevor unser Team jedoch feststellte, dass die Managementteams der Unternehmen die Krise gut bewältigten. In den vergangenen Zyklen haben wir gesehen, wie Gold die Rallye anführte, bevor Silber schnell aufholte. Als ausgewählte Goldaktien überkauft wurden, sahen wir die Möglichkeit, auf bevorzugte Silberaktien umzusteigen, und in diesem Fall scheint unsere Entscheidung rechtzeitig gewesen zu sein.



Quelle: Bloomberg, Baker Steel Capital Managers LLP. Stand: 31. Juli 2020.

Grundsätzlich können Silberminenaktien oft teuer erscheinen, aber was für Investoren faszinierend ist, ist die Hebelwirkung der Silberproduzenten, insbesondere derjenigen, die auch Gold fördern, mit dem längerfristigen Wertetreiber einer potenziell erhöhten industriellen Nachfrage in Bereichen wie grüner Energie.

Aufbau einer Position in Goldaktien inmitten positiver Aussichten für Minenunternehmen

Da der Goldpreis in den letzten Wochen etwas zurückgegangen ist, nachdem er im Juli neue Höchststände erreicht hat, dürfte eine weitere Schwäche in den kommenden Wochen eine gute Gelegenheit für Anleger sein, die eine Position in Goldaktien aufbauen möchten. Wir glauben, dass angesichts der günstigen Marktbedingungen und eines zunehmend unterstützenden makroökonomischen Umfelds nach der COVID-19-Krise neue Rekordhöhen für Gold bevorstehen. Die Goldaktienstrategie von Baker Steel konzentriert sich weiterhin auf Qualität und Wert. Wir gehen davon aus, dass dieser Ansatz im Vergleich zu passiven Anlagen in Gold und Goldaktien im kommenden Bullenmarkt überlegene risikobereinigte Renditen bieten wird.

Insgesamt zeigen die Ergebnisse des zweiten Quartals 2020, dass eine Auswahl von Gold- und Silberproduzenten in der Lage ist, in den kommenden Monaten starke Renditen zu erzielen und dass viele Produzenten wachsende Margen und steigende Dividenden bei einem höherem Goldpreis bieten werden. Angesichts der Dynamik im Goldsektor wird ein aktives Management für die nächste Phase des Bullenmarkts von entscheidender Bedeutung sein, um den fundamentalen Wert des Sektors zu identifizieren, sich auf Unternehmen mit einer starken Aktionärsrenditepolitik zu konzentrieren und vor allem Produzenten mit schwachen und nicht nachhaltigen Margen zu meiden.

Die Branche der Goldproduzenten hat noch nie so gesund ausgesehen.

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 Ressources von dem Fachmagazin Investment Week ernannt.*

Quellen: Bloomberg, BMO Capital Markets, Company Reports, 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.

