



## Minen – ein Buch mit 7 Siegeln?

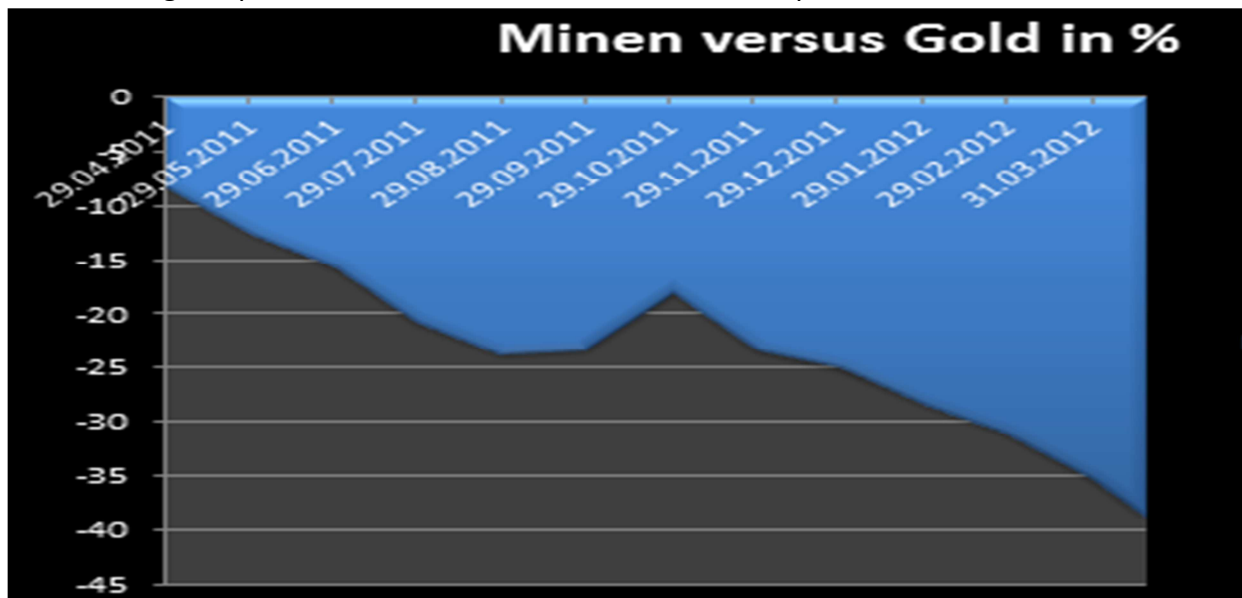
Teil 12

Johannes Forthmann

### Sitting on a Pretty Penny

Die aktuelle Entwicklung der größten Gold- und Silberminen lässt sich an mehreren Indices darstellen. Zwei der bekanntesten sind der Amex Gold Bugs Index(HUI) und der Philadelphia Gold and Silver Sector Index (XAU). Vergleicht man diese Indices mit der Preisentwicklung von Gold in USD, dann hinken diese seit Monaten dem Goldpreis hinterher. Damit erhebt sich die Frage, ob „Gold im Boden“ in Form von belegten Reserven und geschätzten Ressourcen im Gegensatz zu vorhandenem Gold stark unterbewertet ist. Dieses Mißverhältnis wird aktuell besonders offensichtlich, wenn man den Hui Index mit der Kaufkraft pro Unze Gold darstellt. Hier zunächst die Performance des XAU Minenindex im Vergleich zum Goldpreis.

Grafik 1: Negativspread XAU Index in Unzen Gold in % von April 2011 bis 2012

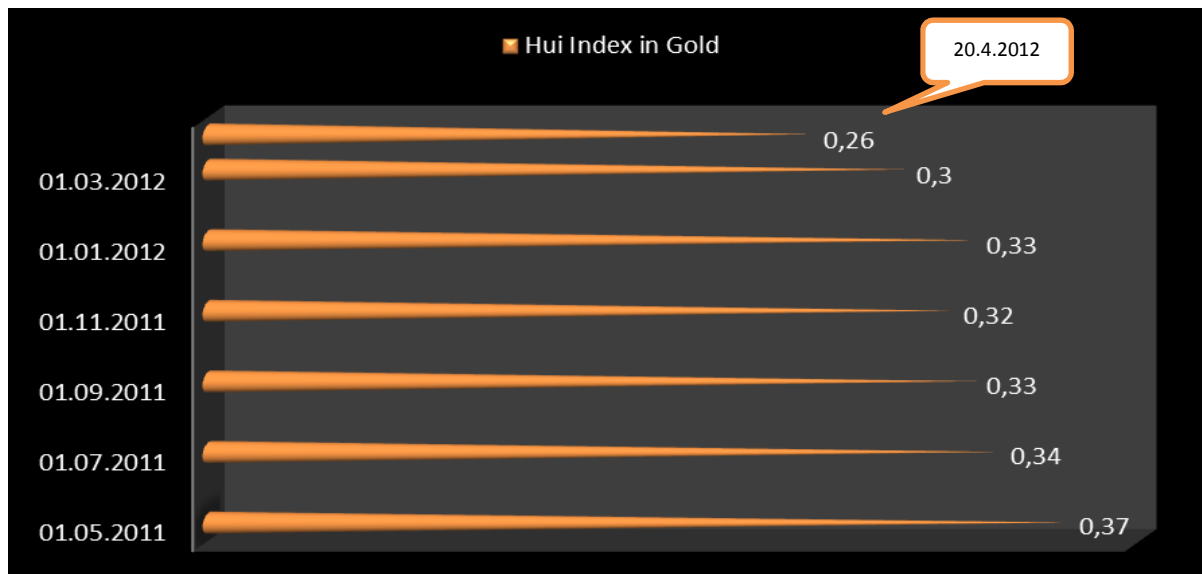


Quelle: JF-Research.com

Legt man den April 2011 als Beginn eines Vergleichszeitraumes zugrunde, dann macht die prozentuale Underperformance im Vergleich zu Gold mittlerweile fast 40 % aus. Ein solches Mißverhältnis gab es meines Erachtens nur bei den Tiefstständen von Gold und Minenindices im Oktober 2008. Damals lag Gold bei 723 \$, während der HUI Index mit 201 Punkten notierte. Den gesamten Index konnte man zum damaligen Zeitpunkt für 0.28 Unzen

Gold kaufen können. Heute beträgt dieses Verhältnis sogar 0.26. Dieses wird anhand der folgenden Grafik dargestellt.

Grafik 2: Hui Index in Gold pro Unze



Quelle: JF-Research.com

Gründe für eine solche Unterbewertung sind vielschichtig und wurden in einem der letzten Teile dieser Essayreihe bereits kommentiert. Ein weiterer Grund ist vielleicht auch darin zu suchen, dass Minen ihre Zahlen quartals- oder halbjahresmässig angeben und diese Lücke auf fundamentaler Ebene irgendwann verzögert vom Markt geschlossen wird. Viele Unternehmen „sitzen“ auf hohen Gewinnen in Form von cash oder akkumulieren physische Bestände. Einige kündigen Aktienrückkäufe oder Aquisitionen im weiteren Verlauf des Jahres an. Fest steht auf jeden Fall eines: Unter der Erde befindliche und von finanzstarken Unternehmen erschließungsfähige Edelmetalle sind knapp und stellen keine „Luftwerte“ dar, egal in welcher Währung man sie kauft oder berechnet.

### Geopolitische Aspekte

Bei der Auswahl von Minenunternehmen nehmen geopolitischen Randfaktoren eine immer größere Bedeutung ein. Verführerisch niedrig klingende Förderungskosten pro Unze geben keine Garantie für erfolgreiche Investitionen. Ein typisches Beispiel gibt die Situation in Westafrika. Im Frühjahr konnte man in einer deutschen Tageszeitung folgende Schlagzeile nachlesen: „Schockwellen des Lybienkonflikts erreichen Westafrika“. Es folgten bürgerkriegsähnliche Unruhen und vor kurzem ein Militärputsch in Mali. Hui Index Mitglied Randgold sackte in nur einem Tag um 16% ab. Die Unsicherheit bleibt. Aus Argentinien kommen z. B. Meldungen von Devisenbeschränkungen und Verstaatlichungen. Dieses wirkte sich auch negativ auf einige der dort operierenden Minengesellschaften aus. Unternehmen in Staaten, die in erhöhtem Masse zu Instabilität neigen, können auch leicht zum Blitzableiter einer verfehlten Politik oder sozialen Problemen werden. Nicht von

ungefähr bezahlt man für Aktien von Minenunternehmen, die in politisch (relativ) sicheren Gebieten operieren eine „Versicherungsprämie“ in Form eines deutlich höheren Kaufpreises.

### Umweltfaktoren

Ein umweltschonender Abbau rückt berechtigterweise immer mehr in den Vordergrund. Unternehmen, die dagegen verstoßen, müssen sich mit Milliardenklagen auseinandersetzen oder bekommen Bergbaulizenzen entzogen. Junior Producer können gute Chancen in Bezug auf eine Hebelwirkung auf den EM Preis bieten. Man sollte sich jedoch darüber informieren, ob wirklich alle Auflagen erfüllt sind die notwendigen Lizenzen auch vorliegen. Dieses kann man beispielsweise dadurch prüfen, indem man den Namen des Unternehmens bei Google mit dem Zusatz „environmental issues“ eingibt.

### Cash is King

Explorer sind die Lotterielose unter den Minengesellschaften. Viele von ihnen bringen nicht die erhofften Ergebnisse und sind dann gezwungen sich neues Kapital zu beschaffen. Dieses geschieht meistens durch eine Verwässerung ihrer Aktien. Interessiert man sich für solche Unternehmen, dann sollte man die sogenannte Cashburnrate pro Monat oder Quartal unter die Lupe nehmen oder einfach das Unternehmen dazu befragen. Kosten für laufenden Betrieb und Investitionen kann man auch in der Bilanz nachlesen und mit dem „free cash on hand“ vergleichen. Auf diese Weise bekommt man eine Idee, wann eine nächste Kapitalerhöhung anstehen könnte. Auch sollte man die Anzahl der in Umlauf befindlichen Aktien und Optionen prüfen. Wird diese bei fallendem Aktienkurs zu gross, dann werden alte Aktien oft in einem Verhältnis von 6:1 oder mehr gegen eine neue getauscht. Ein solcher Schritt ist nur in wenigen Fällen von späterem Erfolg gekrönt und stellt eher ein Warnsignal dar. Je weniger rote Flaggen, desto höher die Aussichten auf Erfolg.

Bei Producern schadet es keineswegs, wenn man versucht sich einen Eindruck verschaffen, ob das Management auch wirklich cashorientiert ist und investorenfreundlich handelt. Ein typisches Beispiel ist Silberproduzent Hecla Mining. Der Kurs der Aktie lag Anfang 2008 bei 12 \$. Der Silberpreis konnte sich seitdem bis heute um mehr als 50% verbessern. Die Aktie notiert jedoch bei nur noch bei ca. 4 \$. Dabei hatte das Unternehmen geringere Förderungskosten pro Unze als viele Konkurrenten. Anstatt Priorität auf eine Kontinuität des positiven operativen cashflow zu legen verfolgte man anscheinend strategische, expansive Aspekte und vergrößerte die Schulden. Investoren hat diese Art von Unternehmenspolitik allem Anschein nach nicht gut gefallen, wie man an dem folgenden Chart sieht. Hiermit möchte ich nicht sagen, dass das Unternehmen schlecht ist. Die Lehre daraus könnte jedoch für das Management sein in Zukunft vielleicht ein bisschen „kundenorientierter“ zu handeln. Es ist leicht in diesem Geschäft Fehler zu machen.

Grafik 3: Hecla Mining(blau) und Silber (grau) von 2008 bis 2012



Quelle: JF-Research.com

### Trading mit Microcaps

Mitunter liest man über Empfehlungen gering kapitalisierter Minenunternehmen. Dabei gewinnt man manchmal den Eindruck, man könnte diese Aktien am laufenden Band kaufen und in kurzer Zeit mit großem Gewinn wieder verkaufen. Dieses mag in seltenen Perioden von allgemeiner Euphorie zutreffen wie Ende 2010(siehe Grafik 3). Begibt man sich in ein solches Segment, dann sollte man folgende Aspekte berücksichtigen:

- es gibt Hunderte dieser Aktien
- hohe An- u. Verkaufsspreads,
- oft illiquider Handel
- Gefahr von Kursmanipulationen bei geringen Umsätzen
- möglicher Totalverlust

Diese Art von Aktien können auch Vorteile bieten, allerdings nur unter bestimmten Szenarien. Kauft man sie nach dem Wurfpeilprinzip breit diversifiziert extrem günstig und lässt sie einfach liegen, dann könnten manche davon im Falle eines EM Hypes oder einer Kaufpanik zu wirklichen Raketen werden. Eine andere Möglichkeit im Marktsegment der Micro-u. Smallcaps bieten einige in Toronto gehandelte Originalwarrants von Minenunternehmen mit 2-3 jähriger Laufzeit. Was immer man in diesem Bereich tut, es ist mit bedeutend größeren Risiken verbunden als der Kauf einer Aktie einer dividendenorientierten Midcap Gesellschaft, die unter Value Aspekten ausgewählt wurde.

Jeder Investor sollte mit Bedacht sein eigenes Risikoprofil auswählen. Kennt man sich selbst nicht gut genug, dann ist der Handel mit Minenaktien der denkbar schlechteste Weg dieses herauszufinden. Die jetzige Phase eignet sich gut dazu erste Bestände von günstig bewerteten Qualitätsminenaktien aufzubauen.

Grafik 4: Technische Kurzanalyse Silber (ein Preisstab = 1 Woche)



Quelle: JF- Research.com

Silber befindet sich seit ca. 12 Monaten in einem Abwärtstrendkanal. Der Abwärtstrend wurde im August 2011 an den Bollinger Bändern gestoppt. Eine Trendumkehr scheiterte im Februar 2012 an der eingezeichneten Abwärtstrendlinie und BB( rot). Zur Zeit befinden wir uns in einer neutralen Phase, in der weder positive noch negative Tendenzen auszumachen sind. Diese werden sich in den nächsten Wochen anhand von kurzfristigeren Konstellationen offenbaren. Positiv ist die Tatsache zu werten, dass Silber in den letzten Jahren dazu neigte, von weiter zurückliegenden älteren Widerstandszonen Unterstützung zu bekommen. Diese Zone( A) liegt knapp unter dem jetzigen Niveau bei 31.20. Auch die gekennzeichnete Kongestionszone B gibt Silber im Moment ein weiteres Fundament für eine mögliche Trendumkehr. Die wichtige zu durchbrechende Marke liegt bei 35. Erst dann kann man von einer Trendumkehr sprechen. Weiterhin ist zu beobachten, ob Silber den typischen aktuellen saisonalen Einflüssen widerstehen kann. Wenn ja wäre dieses ein weiteres positives Signal für einen baldigen Aufwärtstrend. Langfristindikatoren geben zur Zeit noch keine Signale einer unmittelbar bevorstehenden Umkehr. Erinnern wir uns vielleicht einmal an das Jahr 2009/10. Ab August 2009 trudelte Silber 12 Monate lang lustlos auf und ab, bevor es im Ausbruch. Auch die jetzige Seitwärtsphase begann im August(2011).



Johannes Forthmann ist deutscher Wirtschaftswissenschaftler. Einige der in diesem Artikel beschriebenen Analysen basieren auf eigenen Verfahren und Datenquellen. Es wird keine Garantie für deren Richtigkeit übernommen. Webseite [www.jf-research.com](http://www.jf-research.com)