

AMG Gold – Minen & Metalle

Jahresbericht 2011

Der Rückblick

Edelmetalle

Gold: Nach markanten Avancen sämtlicher Edelmetalle im 2010 konnte im abgelaufenen Jahr nur noch Gold (+12%, im 10. Jahr in Folge) eine positive Performance präsentieren. Gold hatte Anfang September in USD ein Allzeithoch von 1'921 pro Unze erreicht, stolze 600% höher als zu Beginn der Gold-Hausse im 2001 (Abb.1). Kaum ein Investment hat über die letzten 10 Jahre ähnliche Renditen erzielt und es ist erstaunlich, wie sich die Investmentgemeinschaft nach wie vor vehement gegen diese Anlage stellt. Goldanlagen repräsentieren immer noch weniger als 1% des globalen Investmentvolumens. Gold ist und bleibt ein hoch emotionales Thema und die Meinungen derjenigen die das gelbe Metall lieben und derjenigen die es hassen könnten nicht weiter auseinander liegen.

Abb. 1: Goldpreis Trend 1999-2011 (logarithmische Skala, Monatsdaten)



Quelle: Bloomberg

In Zeiten von chronischer Unsicherheit bleibt Gold ein sicherer Hafen. Die offensichtliche Schuldenproblematik und die damit verbundene Vertrauenskrise in vielen Ländern auf dieser Welt, aber insbesondere die Zuspitzung der Lage innerhalb von Europa in diesem Jahr, hat dem Goldpreis zusätzliche Unterstützung gegeben. Auch Käufe von Zentralbanken, früher auf der Verkäuferseite, lassen keine Zweifel offen, dass Gold seinen monetären Status zurückgewinnt. Die Skeptiker werden jedoch nicht müde dem Laien zu erklären, warum Gold keine Berechtigung im heutigen Finanzsystem mehr hat. Die Versechsfachung in 10 Jahren spricht eine andere Sprache.

Silber: Eine richtiggehende Berg- und Talfahrt hat Silber in diesem Jahr hinter sich. Panikkäufe im April trieben den Preis auf über USD 49 pro Unze, nahe an die absoluten Höchstkurse von 1980. Darauf folgten scharfe Korrekturen, welche die Preise gegenüber dem Vorjahr marginal ins Minus brachten. Das Gold/Silber-Verhältnis von 54x bleibt attraktiv und liegt weit über der geologischen Ratio von 17x. Es ist wahrscheinlich, dass die Höchstkurse von 2011 in absehbarer Zeit nochmals getestet werden.

Palladium/Platin: Die beiden Industriemetalle Palladium (-23%) und Platin (-19%) haben zusammen mit vielen anderen Rohstoffen stark korrigiert. Von einer erwarteten Wirtschaftsabschwächung wird hier sicher viel vorweggenommen.

Edelmetallaktien

Goldminen: Bei Edelmetallaktien stand das 2011 im Zeichen der Konsolidierung. Trotz höherem Goldpreis konnten die Aktien einmal mehr nicht Schritt halten und der Discount hat sich über die letzten 12 Monate auf 30% ausgeweitet (Abb.2). Goldminentitel implizieren zurzeit einen Goldpreis um die

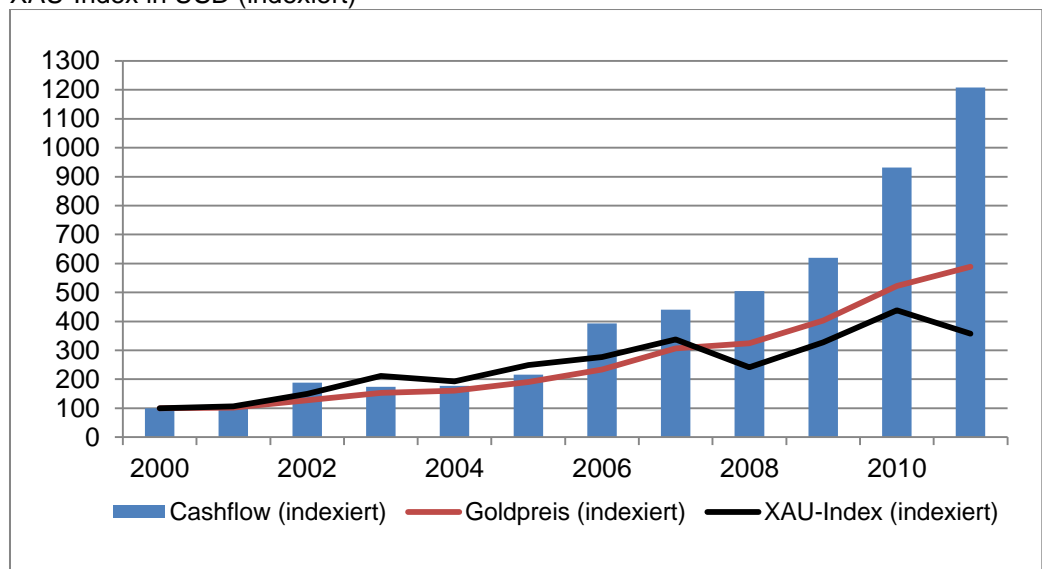
USD 1'200. Ob die Goldminentitel zu tief bewertet sind oder der Goldpreis zu hoch ist, wird sich zeigen.

Abb. 2: Gold (rot), Silber (blau) gegenüber Philadelphia Gold- und Silber Index (schwarz) über ein Jahr (indexiert)



Höhere Kosten, insbesondere CAPEX für neue Projekte, aber auch steigende Steuern und Gebühren belasten den Optimismus der Goldmineninvestoren. Die Risikoaversion gegenüber Aktien generell hat auch Spuren im Goldaktiensegment hinterlassen. So hat sich die Korrelation im Q3 und Q4 zwar erhöht, liegt aber mit 0.3 nicht weit vom langjährigen Durchschnitt von 0.2 entfernt. Die ermutigenden, fundamentalen Veränderungen bei den Goldproduzenten gaben den Aktien im Edelmetallsektor auch 2011 keine positiven Impulse. Bis 2007 haben sich die Preise der Goldaktien ähnlich wie die Cashflows entwickelt. Seit 2008 wachsen aber die Cashflows überproportional. Hat der Cashflow von den 8 grössten Goldminen 2007 zusammengefasst in absoluten Zahlen noch USD 6.8 Mrd betragen, so steht dieser Wert für 2011 bei geschätzten USD 18.4 Mrd. (Abb.3).

Abb. 3: Cashflow der 8 grössten Goldminenproduzenten über 10 Jahre gegenüber Goldpreis und XAU-Index in USD (indexiert)



Ein Teil dieses Cashs wird für neue Projekte und Schuldenrückzahlung verwendet. Der Rest dürfte den Aktionären als Dividende ausbezahlt werden. Die Senior Produzenten (Produktion von über 1Mio. Unzen Gold pro Jahr) übernehmen mit ihren Dividendenerhöhungen eine Führungsrolle in der Edelmetallindustrie. Die Ankündigung von Newmont Mining, ihre Dividendenpolitik an den Goldpreis zu koppeln, sorgte bei den Anlegern für Aufsehen. Über Jahrzehnte hatten sich die Aktionäre mit einem sehr kleinen Payout Ratio zufrieden geben müssen. Mit einer Dividendenrendite, die nun näher am Durchschnitt des Gesamtaktienmarktes liegt, werden Goldminenaktien auf einmal zu attraktiveren

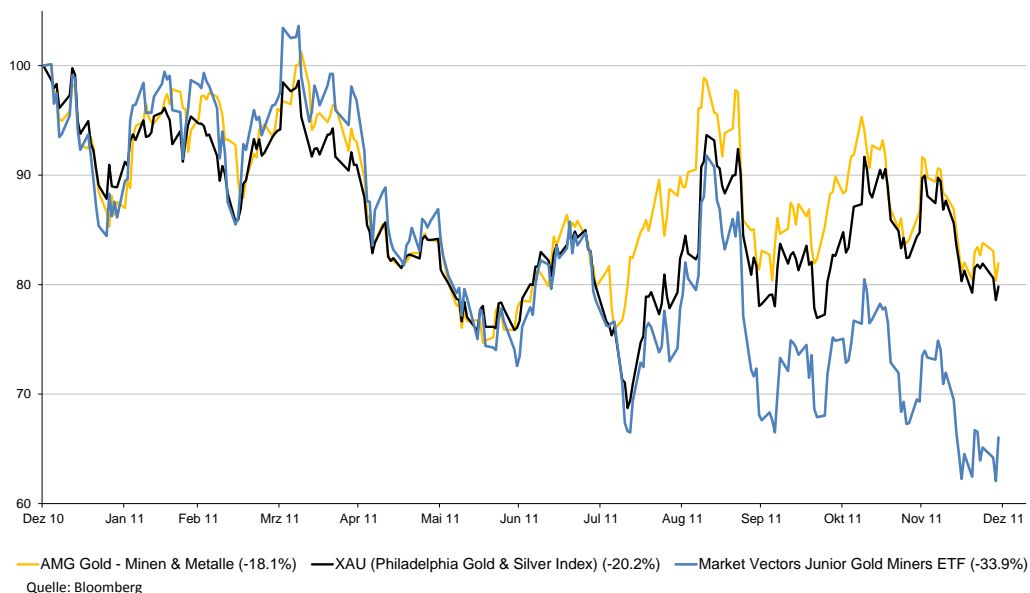
Renditepapieren. Die von vielen Investoren bevorzugten ETFs auf physisches Gold werden es in Zukunft mit ihrer negativen Rendite (Management Fee) schwerer haben, zu konkurrieren.

Silberminen: Das Jahr war nur für diejenigen Silberminenaktionäre interessant, die zu den Höchstkursen im April verkauft haben. Die Performance über das zweite Halbjahr 2011 ähnelt eher einem Trauerspiel. Der negative Trend wurde von schlechten Q3 Zahlen der Silberproduzenten noch bestätigt. Produktionswarnungen und enttäuschende Gewinne waren das Motto. Fakt ist, dass die Silberproduzenten ihre Produktions- und Kostenstrukturen verbessern müssen.

Seniors gegenüber Juniors: Offensichtlich ist auch die Tatsache, dass sich die Aktien der Senior Produzenten gegenüber kleinen Unternehmen aus dem Explorations- und Juniorminenbereich seit 3 Monaten markant besser entwickeln. Steigende Kosten, die nun über den geplanten Budgets der ambitionierten Juniors liegen, werden von Investoren negativ gewertet. Das Segment der Explorer und Juniors liegt mit -35% gegenüber dem Vorjahr markant im Minusbereich.

(Abb. 4)

Abb. 4: Market Vectors Junior Gold Mining gegenüber XAU-Index und AMG Gold, Minen & Metalle 2011 (indexiert)



AMG Gold, Minen & Metalle Fonds

Gegenüber dem Benchmark, dem Philadelphia Gold- und Silber Index (XAU) in CHF, konnte auch im 6. Jahr eine Outperformance erzielt werden. Diese ist zwar nicht ganz so üppig wie in den zwei vorherigen Jahren ausgefallen, aber mit 3% dennoch positiv. In absoluten Zahlen, war das Jahr trotz Avancen im Goldpreis enttäuschend. Der Fonds schloss mit einem Minus.

Abb. 5: AMG Gold, Minen & Metalle gegenüber der Konkurrenz im 2011 (per 23.12.2011)

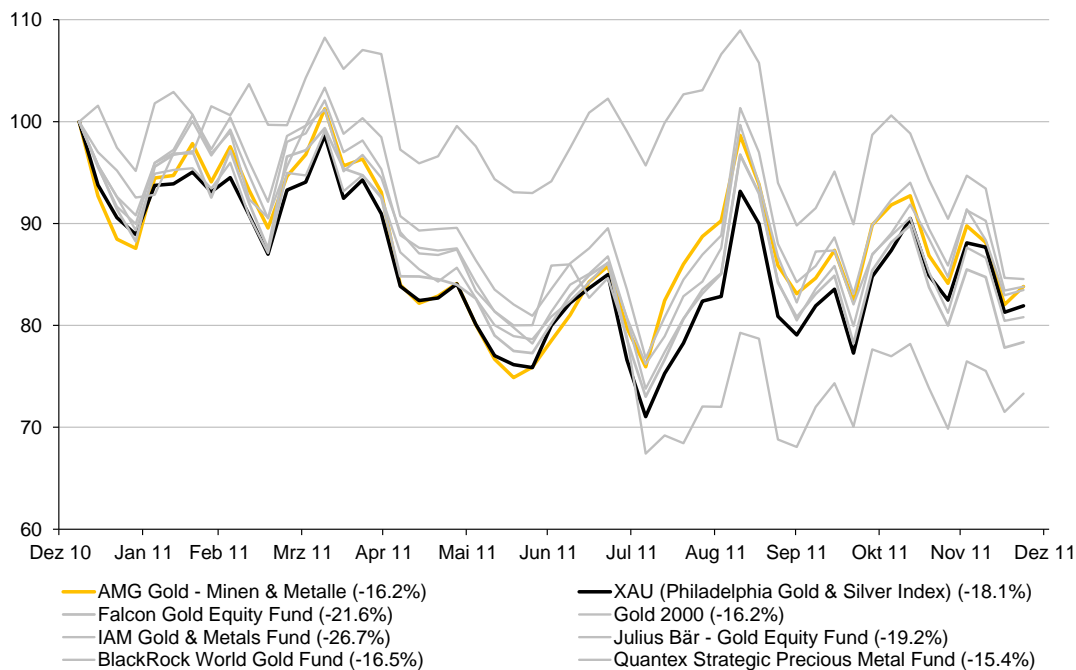
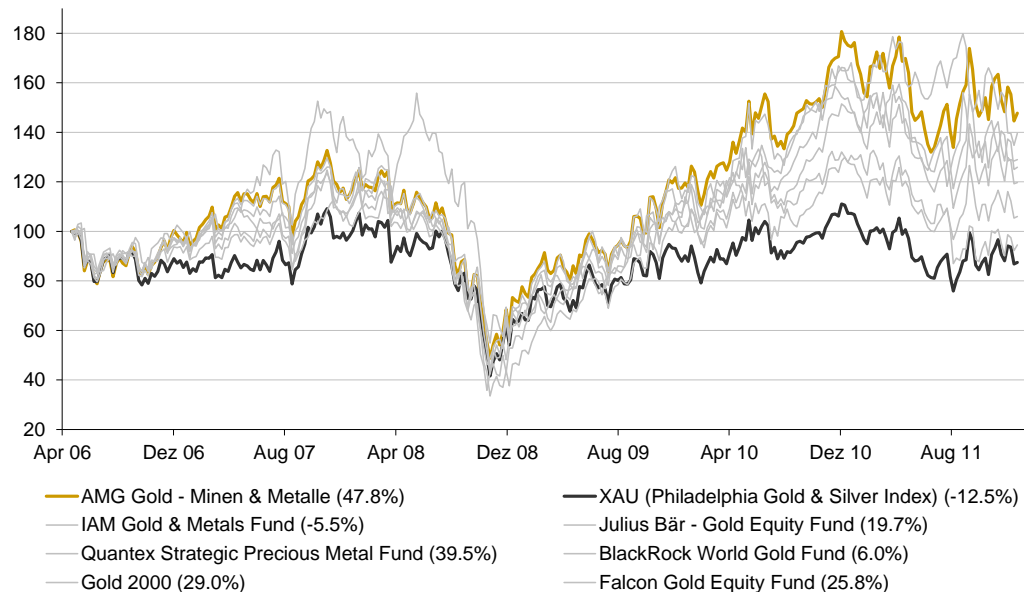


Abb. 6: AMG Gold, Minen & Metalle gegenüber Konkurrenz seit Start (per 23.12.2011)



Der Fonds generierte über die letzten Jahre Outperformance mit kleineren und mittleren Unternehmen, ein Segment, welches im Benchmark relativ niedrig gewichtet ist. Die Aktien der großen, gut etablierten Goldproduzenten wurden aber im Verlauf des Jahres 2011 markant günstiger. Sie handeln mit einem P/E 2012 von 12x, gegenüber P/E 17x für das abgelaufene Jahr. Das Portfolio wurde bereits im 1. Quartal 2011 in diese Richtung verändert.

Die Portfolio Veränderungen können in folgende Punkte zusammengefasst werden (Abb. 7).

- 1) Die Übergewichtung im Silber und Silberaktien wurde in den ersten drei Quartalen kontinuierlich reduziert und erst im Schlussmonat wieder erhöht.
- 2) Physisches Gold wurde zu Gunsten von den mit einem Discount gehandelten Goldaktien reduziert.

3) Eine große Anpassung wurde im Seniors Bereich vorgenommen. Bereits früh im Q1 wurde dieses Segment erhöht und im letzten Quartal nochmals ausgebaut. Mit knapp 60% Senior Produzenten im Portfolio weicht dieses recht stark von den meisten Konkurrenten ab, die ihren Schwerpunkt nach wie vor auf die kleineren Produzenten setzen.

Abb. 7: Portfolio Veränderungen 2011

Branchen-aufteilung	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Benchmark
Seniors	25.0%	46.2%	46.0%	46.2%	58.3%	88.8%
Intermediates	14.2%	3.7%	17.6%	25.5%	12.2%	4.8%
Juniors	10.4%	9.5%	8.0%	7.9%	5.1%	0.0%
Explorers	12.3%	8.2%	1.8%	3.5%	5.4%	0.0%
Silberaktien	19.3%	12.9%	17.9%	7.6%	9.2%	6.4%
Gold physisch	9.5%	8.9%	5.5%	3.5%	3.6%	0.0%
Silber	4.4%	0.0%	0.0%	5.3%	4.4%	0.0%
Palladium/Platin	0.0%	8.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash	4.9%	2.0%	3.2%	0.5%	1.8%	0.0%

Quelle: AMG

Der Ausblick

Der aktuelle Goldpreis ist fundamental gerechtfertigt und die Goldaktien dementsprechend günstig bewertet.

Solange die realen Zinsen tief oder sogar negativ sind, gibt es keinen Grund, sich vom Goldthema zu verabschieden. Zusätzlich wechselten die Notenbanken auf die Käuferseite, was dem Goldpreis tendenziell weitere Unterstützung bieten wird. Länder der BRIC Staaten, aber auch Thailand, Bolivien, Kasachstan, Kolumbien oder Mexiko, Namen, die man nicht auf der Käuferseite erwartet, dürften weiterhin in Schwächephasen ihre Positionen ausbauen. Die Asiatischen Länder werden zweifelsohne zu diesem Thema die Schlüsselrolle spielen. China verfügt offiziell über 1054 Tonnen Gold. Man kann aber davon ausgehen, dass China bereits über größere Bestände verfügt und in Anbetracht der expansiven Geldmenge diese auch im 2012 weiter ausbauen wird. China als grösster Goldproduzent wird nicht nur seine eigene Produktion, sondern bei günstigen Gelegenheiten auch im Weltmarkt Gold kaufen. Zusätzlich empfiehlt der Chinesische Regierungsapparat den Bürgern, dem zu folgen.

In der Analyse von Angebot und Nachfrage gibt es eine Variable, die Altgoldverkäufe, sogenannte Scrap Sales, welche nur geschätzt werden können. Mit 1'500 Tonnen macht diese Quelle mehr als die Hälfte der jährlichen Minenproduktion aus. Bei stagnierendem oder sinkendem Goldpreis wird dieses Angebot tendenziell zurückgehen. Man kann davon ausgehen, dass die Kleinkunden erst bei einem Niveau, das deutlich über den diesjährigen Höchstkursen steht, wieder aktiv werden.

Im Rückblick wurde bereits auf die Bewertungen der Goldminenaktien eingegangen. Dividendenrenditen von über 2% und P/Es nahe bei 10x hat es in diesem Sektor schon lange nicht mehr gegeben. Barrick Gold ist der Branchenführer und kann auch ohne Akquisitionen mit eigenen Projekten wachsen. Die grössten Aktionäre kommunizierten aber dem Barrick Gold Management unmissverständlich, dass der Weg der Mega-Projekte um die Produktionsziele von 9Mio Unzen bis ins 2015 zu erreichen nicht auf Kosten von Dividenden realisiert werden darf. Dividendenausschüttungen haben nun oberste Priorität. Dies verspricht in den kommenden Jahren überdurchschnittliche Kurssteigerungen. Dasselbe gilt für Goldcorp als Wachstumsfirma. Für 2012 sind diese grossen Werte eine interessante Anlagemöglichkeit im Goldsektor.

Teure Übernahmen von Explorer- und Juniorminen werden zu den jetzigen Preisen als schlechte Strategie gewertet. Der Beweis bringt die letzte Übernahme von European Goldfields durch Eldorado Gold. Die Aktie von Eldorado Gold brach nach der Ankündigung über 10% ein. CEOs werden sich auch im 2012 gut überlegen, ob sie ihre billigen Aktien und die grossen Cashflows für überbewertete Projekte oder für Dividendenzahlungen an die Aktionäre einsetzen wollen.

Ein Augenmerk sollte dem Silberpreis gewidmet werden. Für grosse, diversifizierte Minengesellschaften ist Silber ein Nebenprodukt, welches nach wie vor zum Grossteil im Forward Markt über Monate und Jahre im Voraus verkauft wird. Dementsprechend werden kurze Silberterminkontrakte an den Future-Märkten zu höheren Preisen gehandelt als Kontrakte die noch länger laufen (Backwardation). Spekulative Long Positionen und Lagerbestände sind markant gefallen und erneute Investitionen in dieses Metall könnten zu einem richtiggehenden Kursfeuerwerk führen. Der AMG Gold, Minen & Metalle Fonds hat den Silberanteil wieder leicht erhöht und würde bei einer Bestätigung des positiven Momentums diesen weiter ausbauen.

Die Portfoliogestaltung kann sich dank der guten Liquidität im Markt relativ flexibel verändern. Auch die Titel im Explorer- und Juniorbereich werden im Verlauf vom 2012 höchstwahrscheinlich wieder sehr attraktiv. Eine aktive Bewirtschaftung sollte dem Fonds auch im 2012 zu einer Outperformance verhelfen.