

Edelmetalle

„Äpfel mit Birnen vergleichen“

Smart Investor im Gespräch mit dem Goldmineninvestor **Caesar Bryan** von Gabelli Funds über Qualitätsunternehmen der Branche und den blinden Fleck vieler Value-Investoren

Smart Investor: Einige unserer Leser dürften reich an negativen Erfahrungen mit Minenunternehmen sein. Gleichzeitig ist die Argumentation für den Sektor gerade in diesen Zeiten bestechend. Was macht Sie so sicher, dass die Branche auch diesmal keine Value-Falle ist?

Bryan: Nun ja, ich bin mir nicht sicher [lacht]. Niemand kann das wissen. Aber es gibt einige Indikatoren, die dafür sprechen, dass die Manager der Goldminenunternehmen heute einen sehr viel pragmatischeren und profitorientierteren Ansatz verfolgen. In der Vergangenheit ging es viel zu sehr um Wachstum, Kapital wurde sehr ineffizient allokiert. Bedingt durch den Goldpreistrückgang haben sich viele Investments als Fehlinvestitionen herausgestellt. Gleichzeitig gab es in anderen Bereichen des Kapitalmarktes gute Möglichkeiten, Geld zu verdienen. Der Goldpreis ist nun seit fünf Jahren in Summe unverändert, die Minen sind – in Relation dazu gesehen – sogar günstiger geworden. Können die Preise noch einmal nachgeben? Absolut. Allerdings gibt es eine veritable Chance, dass der Goldpreis nun in einem Aufwärtstrend ist und auch die Minen die Talsohle durchschritten haben. Zuletzt achten die Managementteams aber – auch bei den großen Übernahmen – enorm auf Effizienzgewinne. Das ergibt in Summe ein positives Bild.

Smart Investor: Sollte der Goldpreis steigen, wären allerdings eher die Aktien jener Minen mit den höchsten Kos-

ten diejenigen mit dem größten Hebel. Setzen Sie auf solche Namen oder auf die Qualitätsunternehmen, die auch zu niedrigen Goldpreisen hohe Cashflows verdienen?

Bryan: Schauen Sie: Gold ist eine Form von finanzieller Versicherung. Ich möchte meinen Kunden also tatsächliches Exposure in Gold geben. Das bedeutet für mich, dass ich zumindest eine Produktion, Cashflows oder bestehende Reserven haben muss. Würde ich in ein Explorationsunternehmen investieren, könnte der Goldpreis explodieren und ich am Ende trotzdem ohne irgendetwas dastehen, falls die Bohrungen nichts ergeben. Etwas anderes sind Unternehmen wie Northern Dynasty oder NOVAGOLD RESOURCES, die nachgewiesene Reserven haben, jedoch noch Jahre brauchen werden, um diese zu fördern. Dies ist wie eine langlaufende Option auf den Goldpreis. Für unser Portfolio balanciere ich das aus. Ich versuche, auf genügend Qualitätsaktien zu setzen, um auch eine mögliche Fortsetzung der Baisse überstehen zu können. Daneben packe ich ein paar Aktien mit einem gewissen Leverage zum Goldpreis in das Portfolio, um einen Kicker nach oben zu haben, wenn der Markt dreht.

Smart Investor: Jede Mine ist eine endliche Ressource. Die IRRs der potenziellen neuen Projekte liegen jedoch offiziell stets im zweistelligen Prozentbereich. Es sollte also möglich sein, Cashflows profitabel zu reinvestieren. ►



Caesar Bryan ist der verantwortliche Manager des Gabelli Gold Fund und des GAMCO International Growth Fund. Daneben ist er im globalen Investmentteam von weiteren Fonds der amerikanischen Value-Asset-Management-Firma Gabelli, wo er seit 1994 arbeitet. Zuvor war er beim Assetmanager Lexington Management für einen Edelmetallaktienfonds verantwortlich. Der Engländer begann seine Karriere 1979 bei der Londoner Merchant Bank Samuel Montagu und ist ein Absolvent der University of Southampton.

| Edelmetallpreise, -indizes und -ratios | | | | | | | |
|--|----------|----------|----------|--------|------------------|----------|---------|
| | Kurs | | | | Veränderung seit | | |
| | 19.7.19 | 21.6.19 | 31.12.18 | 2.1.06 | Vormonat | 31.12.18 | 2.1.06 |
| Gold in USD | 1.418,15 | 1.399,05 | 1.279,45 | 516,88 | +1,4% | +10,8% | +174,4% |
| Gold in EUR | 1.257,62 | 1.230,60 | 1.115,86 | 437,30 | +2,2% | +12,7% | +187,6% |
| Silber in USD | 16,21 | 15,59 | 15,49 | 8,87 | +4,0% | +4,6% | +82,8% |
| Silber in EUR | 14,38 | 13,71 | 13,51 | 7,61 | +4,9% | +6,4% | +89,0% |
| Platin in USD | 846,00 | 810,50 | 796,50 | 966,50 | +4,4% | +6,2% | -12,5% |
| Palladium in USD | 1.508,00 | 1.502,50 | 1.267,00 | 254,00 | +0,4% | +19,0% | +493,7% |
| HUI (Index) | 214,36 | 189,12 | 160,58 | 298,77 | +13,3% | +33,5% | -28,3% |
| Gold/Silber-Ratio | 87,49 | 89,74 | 82,60 | 58,27 | -2,5% | +5,9% | +50,1% |
| Dow Jones/Gold-Ratio | 19,15 | 19,10 | 18,23 | 21,20 | +0,3% | +5,0% | -9,7% |
| Dollarkurs (EUR/USD) | 1,1276 | 1,1370 | 1,1466 | 1,1819 | -0,8% | -1,7% | -4,6% |

Warum gelingt dies dennoch den wenigsten Unternehmen?

Bryan: Nicht alle dieser Machbarkeitsstudien sind falsch. Nehmen Sie ein Unternehmen wie Agnico Eagle. Die haben über Jahre hinweg einen guten Job gemacht. Bei einem Junior hingegen, der permanenten Kapitalbedarf hat, müssen Sie den Leuten eine Geschichte erzählen können, das kann man ihnen nicht übel nehmen. Mir hat ein bekannter kanadischer Minen-Promoter mal gesagt: „Caesar, zu Beginn hat der Promotor einen Traum und der Investor das Geld. Am Ende hat der Promotor das Geld und der Investor den Traum.“ Aber ich möchte nicht die ganze Branche in Grund und Boden reden. Irgendjemand muss diese Projekte finanzieren, und das ist eben riskant. Auch gute Unternehmen haben schon Projekte gekauft, bei denen sich anschließend Annahmen aus der Machbarkeitsstudie als falsch herausgestellt haben. Das ist ein extrem hartes Geschäft.

Smart Investor: Nicht wenige Anleger vertreten die Meinung, dass die Goldgehalte bei Minenprojekten ein entscheidendes Erfolgskriterium darstellen. Wie finden Sie solche Unternehmen?

Bryan: Es gibt so viele verschiedene Arten von Kosten, ich würde das nicht so eng sehen. Der Goldgehalt ist wichtig, aber nicht die alles bestimmende Determinante. Wir analysieren die öffentlichen Dokumente, sprechen mit dem Management und versuchen, ein ausgewogenes Portfo-

lio zusammenzustellen. Manchmal haben wir Erfolg, manchmal greifen wir enorm daneben. Schauen Sie: Wir haben in den letzten Jahren die eine oder andere schreckliche Erfahrung gesammelt. Aber das bleibt nicht aus, wenn man sich in einer so komplizierten Branche bewegt. Die Frage ist doch, ob das am Ende die entscheidende Frage ist. Wir leben in Zeiten abnormaler geldpolitischer Experimente. Aktuell ist der Goldminensektor dennoch ein Nischenmarkt, auf den kaum einer schaut. Doch das könnte sich schlagartig ändern. Wenn viel Geld in diesen kleinen Sektor drängt, wird es auch die schwachen Titel nach oben schwemmen.

Smart Investor: Warum ist Gold für viele Value-Anleger dennoch ein Fremdwort, sogar für jemanden wie Warren Buffett?

Bryan: Buffett ist unaufrichtig, wenn er über Gold spricht. Er nennt Gold ein schlechtes Investment, aber er weiß ganz genau, dass es in Wahrheit kein Investment ist. Es ist doch relativ simpel: Nehmen wir an, Sie hätten einem Ihrer Enkelsöhne Anfang der 1930er-Jahre einen 20-USD-Schein gegeben und dem anderen eine Unze Gold – die damals rund 21 USD gekostet hat. Hätten beide ihr „Asset“ in den Schrank gelegt und gewartet, besäße der eine noch immer 20 USD, der andere hingegen eine Unze Gold, die heute 1.400 USD wert ist. Der Enkel mit dem Geldschein hätte es investieren müssen, um seinen Wert zu erhalten. Er hätte also Ri-

siken eingehen und Aktien, Anleihen oder Immobilien kaufen müssen – und all diese Investitionen hätten schiefgehen können. Buffett selbst hat übrigens in der Vergangenheit Silber besessen, er versteht die Materie also sehr wohl. Er vergleicht Äpfel mit Birnen und weiß es.

Smart Investor: Zu den größten Positionen in Ihrem Fonds gehört mit Barrick Gold einer der Standardtitel der Branche. Hat sich dieses Unternehmen durch die Fusion mit Randgold zum Positiven verändert?

Bryan: Wir hatten ursprünglich eine größere Position Randgold im Portfolio und sind über diesen Umweg zu Barrick gekommen. Letztendlich hat hier eine „positive Verwässerung“ des Unternehmens stattgefunden. Barrick ist heute ein Low-Cost-Operator, der viele interessante Minen betreibt. Daneben besitzt Barrick eine hohe Optionalität auf höhere Goldpreise, so z.B. über die 50%-Beteiligung an der Donlin Gold Mine von Novagold. Durch das Nevada-Joint-Venture mit Newmont können sie einige Synergien heben. Der heutige CEO, Mark Bristow, war zuvor CEO von Randgold und hat dort einen sehr guten Job gemacht. Für ein Goldminenunternehmen ist seine Beteiligung von 5,5 Mio. Aktien – rund 77 Mio. EUR – am eigenen Unternehmen zudem beachtlich, das schafft gleichgerichtete Interessen. Der Chairman des Unternehmens ist ebenfalls im größeren Stil beteiligt.

Smart Investor: Auch Agnico Eagle haben Sie im Portfolio – einen Titel, den wir in unserem Musterdepot halten. Was gefällt Ihnen dort?

Bryan: Das Unternehmen hat über einen sehr langen Zeitraum kaum Fehler gemacht. Nachdem die jüngste Investitionsphase abgeschlossen ist, wird sich der freie Cashflow in den positiven Bereich drehen. Sollte der Goldpreis anziehen, wird das eine wahre Cashmaschine. Agnico ist quasi die Nestlé der Goldminenbranche. Absolute Qualität zu einem vernünftigen Preis.

Smart Investor: Mr. Bryan, besten Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Christoph Karl