

Im Bergbausektor nehmen Angebotsstörungen und Preisschwankungen zu

INTERNATIONAL Managementwechsel veranschaulichen die Schwierigkeiten des Minengeschäfts – Grosses und schnelles Nachfragewachstum und enge Märkte bei vielen Rohstoffen führen zu erhöhtem Stress in der Branche – Zugang zu Ressourcen wird immer umstrittener – Mehrere multinationale Konzerne sind weiterhin attraktiv für Anleger

MARTIN GOLLMER UND BEAT HONEGGER

Die Bergbaubranche steht vor grossen Herausforderungen. Stichworte sind hohe Volatilität der Preise, zunehmender Ressourcennationalismus, ungebremstes Wachstum der Nachfrage, immer weniger ausbaufähige Vorkommen (vgl. Grafik), schlechte Sozial- und Umweltbilanz der Rohstoffproduktion, hoher Regulierungsdruck. An Minentiteln interessierte Anleger sollten deshalb eine gehörige Portion Risikofähigkeit mitbringen – auch wenn sie in die Big Caps des Sektors investieren wollen.

Gleich zwei grosse Bergbaukonzerne haben seit Anfang Januar ihren Chef ausgewechselt: Rio Tinto hat vergangene Woche CEO Tom Albanese gefeuert und ihn durch Sam Walsh ersetzt, nachdem auf Investitionen, die Albanese initiiert hatte, Abschiebungen von insgesamt 14 Mrd. \$ vorgenommen werden mussten (vgl. FuW vom Samstag). Und die Woche davor wurde bei Anglo American Mark Cutifani zum Nachfolger von Cynthia Carroll berufen, der bei einem Grossprojekt in Brasilien die Kosten aus dem Ruder gelassen sind (vgl. FuW Nr. 2 vom 9. Januar).

Gnadenloses Geschäft

Die Managementwechsel, denen weitere im vergangenen Jahr vorausgingen, zeigen: Das Bergbaugeschäft ist brutal hart und bestraft Fehler gnadenlos. Und es wird nicht einfacher werden. Die britische Denkfabrik Chatham House hat in einer im Dezember publizierten 249-seitigen

Die zehn weltgrössten kotierten Metall- und Rohstoffproduzenten

Unternehmen	Marktkap. in Mrd. \$	Umsatz 2011 in Mrd. \$	Kurs am 22. 1. 2012/13	+/- in % 2012/13	Kurs-Gewinn-Verhältnis 2011	2012 ^a	2013 ^a	Rendite in % 2011	2012 ^a
BHP Billiton ¹	193,0	72,23	2081 p	+11,1	10	13	11	3,3	3,7
Rio Tinto	109,9	61,14	3555 p	+14,1	7	11	10	2,5	3,2
Vale	105,8	102,47	20,02 \$ ²	-6,7	5	5	5	7,2	5,9
Xstrata	54,9	33,88	1154 p	+19,4	9	15	13	2,2	2,3
Glencore	43,3	186,15	385 p	-4,4	8	11	9	2,5	2,7
Anglo American	41,8	30,58	1899,5 p	-19,8	6	15	11	2,4	2,6
Norilsk Nickel	38,5	14,12	20,19 \$ ²	+31,9	7	11	9	3,2	5,7
Freeport-McMoRan	31,9	20,88	33,64 \$	-8,6	7	10	7	3,5	3,6
Antofagasta	19,7	6,07	1264 p	+3,7	15	15	14	2,4	2,6
Fortescue Metals ¹	14,8	6,68	4,53 austral. \$	+6,3	10	11	7	1,8	1,8

^a Schätzung ¹ Geschäftsjahr per Ende Juni ² ADR 1 £ = 1,585 \$ 1 austral. \$ = 1,051 \$

Studie die Herausforderungen aufgelistet, vor denen die Branche steht. Gemäss dem Bericht wartet eine Periode mit erhöhtem Stress auf den Rohstoffbereich. Der Hauptgrund sind Umfang und Schnelligkeit des Nachfragewachstums insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften (Emerging Markets) bei gleichzeitig engen Märkten bei vielen Ressourcen.

Die Nachfrageexpansion wird befeuert von einem hohen Bevölkerungswachstum vor allem in den Schwellenländern. Enge Märkte sind entstanden, weil bei vielen Rohstoffen die einfachen, ergiebigen Vorkommen ihren Zenit bereits überschritten haben und Ersatzdepots einen immer geringeren Rohstoffgehalt aufweisen und mit immer mehr technischem und finanziellem Aufwand ausgebaut werden müssen. Dazu kommt, dass manche Vorräte nur beschränkt oder gar nicht genutzt werden können, weil es politische Zugangsrestriktionen gibt (Ressourcennationalismus). Chatham House prognostiziert deshalb vermehrte Angebotsstörungen, stark schwankende

Preise (hohe Volatilität, vgl. Grafik) und steigende politische Spannungen in Bezug auf den Zugang zu Rohstoffen, was sich schon in den vergangenen Jahren in einer zunehmenden Zahl von Schlichtungen bei Streitigkeiten zwischen Regierungen und Rohstoffunternehmen ausgedrückt hat (vgl. Grafik).

Die Bergbaubranche sieht sich aber auch einem steigenden Regulierungsdruck gegenüber. Hauptursachen sind (der Verdacht auf) Korruption bei Vergabe, Entwicklung und Betrieb von Projekten sowie die schlechte Sozial- und Umweltbilanz der Rohstoffförderung. Zu oft nutzen Unternehmen das in Entwicklungsländern oft noch wenig ausbaufähige Arbeits-, Sozial- und Umweltschutzrecht aus, um Minenarbeiter auszubeuten sowie Mensch, Natur und Klima gefährdende Förder- und Verarbeitungsanlagen zu betreiben.

Die grossen Rohstoffunternehmen haben auf die Herausforderungen reagiert. Der Sektor sollte zwar nicht übergewichtet werden, aber Bergbauteile dürften mittel-

fristig wieder vermehrt in die Gunst der Anleger gelangen. Besonders empfohlen werden können die grossen britisch-australischen Konkurrenten BHP Billiton und Rio Tinto. Lohnenswert könnte aber auch das Engagement in die Schweizer Glencore Xstrata sein (vgl. Texte unten).

Die Titel des weltgrössten Eisenerzproduzenten Vale mit einem Marktanteil von 35% haben sich im Zug der kräftigen Erholung der Eisenerznotierungen seit September gut geschlagen. Zur Vorsicht mahnt, dass die Preise überschossen haben könnten und sich in den nächsten Wochen abschwächen. Gegen Vale spricht zudem der grosse Einfluss des brasilianischen Staates, der aus wirtschaftspolitischen Gründen den operativen Geschäftsgang oft hemmt.

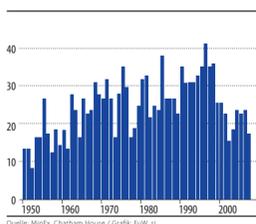
Anleger, die hoffen, dass der Eisenerzpreis stärker als erwartet steigt, sind mit Fortescue Metals besser bedient. Das australische Unternehmen konzentriert sich ausschliesslich auf die Eisenerzförderung und ist die Nummer vier des Bereichs nach Vale, Rio Tinto und BHP. Fortescue will die Produktion des Metalls in den nächsten beiden Jahren von 52 auf 155 Mio. Tonnen fast verdreifachen.

Lähmung überwunden

Aussenseiterchancen haben Anglo American. Die Aktien laufen seit Monaten schlechter als die anderer Grosser der Branche. Vieles wird davon abhängen, ob es dem neuen Chef gelingt, unwirtschaftliche Minen abzustossen und die Probleme des Konzerns aus der Welt zu schaffen. Das wird nicht rasch geschehen, vergrössert aber die Übernahmefantasie. Ein Engagement wert sind die Valoren Norilsk Nickel. Die jahrelange interne Lähmung scheint mit dem illustren Schlichter Roman Abramowitsch überwunden. Von der guten Kunde haben die Kurse jedoch schon viel vorweggenommen. Jetzt muss die neue Geschäftsleitung mit einem überzeugenden Resultatsausweis das Vertrauen zuerst rechtfertigen. Fraglich ist, ob sich die Diversifikation des Kupfer- und Goldproduzenten Freeport-McMoRan in den Öl- und Gassektor in den USA auszahlt. Als fast reiner Kupferförderer gut positioniert ist die chilenische Antofagasta, aber die Titel sind im Branchenvergleich bereits hoch bewertet (vgl. Tabelle).

Entdeckungen von NE-Metalldeps

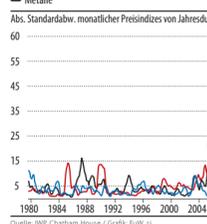
Anzahl grosse Entdeckungen von 1950 bis 2008



Quelle: MIRA, Chatham House / Grafik: FuW.de

Volatilität von Rohstoffpreisen

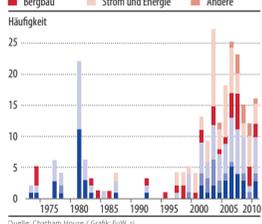
Strom und Treibstoffe, Metalle, Nahrungsmittel



Quelle: IWF, Chatham House / Grafik: FuW.de

Streitschlichtungen im Rohstoffsektor

Öl, Bergbau, Gas, Strom und Energie, Öl und Gas, Andere



Quelle: Chatham House / Grafik: FuW.de

Wette auf Ivan Glasenberg

SCHWEIZ Zusammenschluss von Glencore und Xstrata schafft Vorreiter



Quelle: Thomson Reuters / FuW

In den nächsten Wochen dürfte die Verschmelzung des Rohstoffhändlers Glencore mit dem Bergbaukonzern Xstrata zu einem Börsenkollaps mit einer Marktkapitalisierung von knapp 100 Mrd. \$ endlich vollzogen werden. Es fehlt nur noch die Genehmigung der chinesischen Kartellwächter. Sie wird höchstwahrscheinlich ohne grössere einsideinliche Aufregung erteilt werden.

Nach einem schwierigen und langwierigen Start ins Eheleben mit vielen Irrungen und Wirrungen entsteht damit ein neues Modell für die Rohstoffbranche. Mit Argusaugen werden die Konkurrenten und die Anleger beobachten, ob die Integration der beiden Unternehmen mit Hauptsitz in der Schweiz und Förder- und Verarbeitungsanlagen in 33 Ländern gelingt. Und vor allem, ob sich die Grössenvorteile und die bessere Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette für Rohstoffe in einer höheren Profitabilität niederschlagen.

Befürchtungen, dass sich insbesondere zahlreiche Manager von Xstrata, denen die Aktionäre die versprochenen grosszügigen Halteprämien verweigert haben, absetzen, haben sich bislang nicht bewahrheitet. Verabschieden werden sich ein halbes Jahr nach dem Vollzug des Zu-

GLENCORE xstrata

sammenschlusses CEO Mick Davis und Finanzchef Trevor Reid. Seinen Rücktritt bekanntgegeben hat auch der designierte Chairman John Bond, nachdem er im Verlauf der Fusion zweimal arg desavouiert worden war. Wichtig, um das Vertrauen der Aktionäre zu gewinnen, wird es sein, dass der starke Mann und neue Chief Ivan Glasenberg eine glaubwürdige Persönlichkeit als Chairman findet, die ein Gegengewicht zu den Glencore-Aktionären – zumeist Angestellte des Unternehmens – bildet.

Nähere Angaben zum Fusionsprozess wird es im Februar geben, wenn die beiden Schweizer Konzerne ihre Jahresresultate vorlegen. Die Prognose sei gewagt, dass es Glasenberg gelingt, das Xstrata-Management mit finanziellen Anreizen zu motivieren, und die Kostenersparungen durch die Synergien mehr als die veranschlagten 500 Mio. \$ jährlich betragen werden. Das wird den neuen Titeln schmecken. Ein Risiko ist, dass der gewählte Händler mit der höheren Finanzkraft Akquisitionen wie Anglo American, ENRC oder First Quantum wagt.

BHP Billiton grundsätzlich

AUSTRALIEN Breit diversifizierter Branchenprimus



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Der weltweit mit Abstand grösste Rohstoffkonzern BHP Billiton ist wieder zum Favoriten im Sektor aufgerückt. Für den australisch-britischen Minenriesen sprechen die schiere Grösse und die marktdominierende Position. Der gut geführte Konzern ist dank der breiten Diversifikation weniger abhängig von einzelnen Rohstoffen als viele Konkurrenten. Im Vergleich sticht die starke Stellung des Gas- und Ölsektor heraus, des zweitstärksten Geschäftsbereichs, in dem im laufenden Jahr rund 30% des operativen Gewinns erzielt werden dürfen.

Die grösste Division ist die Eisenerzförderung (39%), in der BHP zu den Top drei hinter Vale und Rio Tinto gehört. Rund ein Viertel des operativen Ertrags erwirtschaftet der Konzern mit Basismetallen (vor allem Kupfer). Wichtig ist darüber hinaus der Kohlebereich (6%). Daneben produziert BHP auch Mangan, Aluminium, Edelmetalle, Uran und ab 2015 auch Kalisalz.

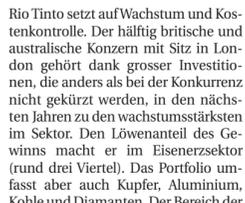
Mit dem Timing für den Ausbau der Aktivitäten im Energiebereich lag der Konzern falsch. 2011 investierte er rund 20 Mrd. \$ in das amerikanische Schiefergeschäft. Im Zug der dann einsetzenden Gasschwemme, die die Preise für den Energielieferant markant reduziert hat, musste der Wert der Schiefergasfelder um 2,8 Mrd. \$ berichtigt werden. Mittelfristig dürfte sich der Ausbau des Energiebereichs aber bezahlt machen.

Hohe Energiepreise scheinen nachhaltiger und weniger schwankungsanfällig als Basismetallnotierungen. Zudem zeichnet sich die Division durch hohe Margen aus. Die Reisleine gezogen hat BHP für Investitionen. Expansionsprojekte im Umfang von 50 Mrd. \$ wurden auf Eis gelegt. Sie werden bis Mitte Jahr mit neuen Renditeberechnungen auf ihre Profitabilität überprüft. Gleichzeitig sind auch die Kostenstraffungenbemühungen nochmals verstärkt worden. Zudem setzt sich die Portfolioberreinigung fort. Ganz abgestossen wurden das Diamantengeschäft, Uranerbergbau und Offshore-Gasfelder vor der Küste Australiens.

Für den Kauf von BHP-Titeln spricht die hohe Wahrscheinlichkeit, dass ein neues Aktienrückkaufprogramm lanciert wird. Zudem werden die Anleger von einer weiteren Erhöhung der Dividende profitieren können.

Fehlkauf belastet Rio Tinto

GROSSBRITANNIEN Erneuter Milliardenabschreiber auf Aluminiumtochter Alcan



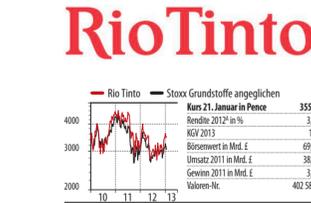
Quelle: Thomson Reuters / FuW

Rio Tinto setzt auf Wachstum und Kostenkontrolle. Der häufig britische und australische Konzern mit Sitz in London gehört dank grosser Investitionen, die anders als bei der Konkurrenz nicht gekürzt werden, in den nächsten Jahren zu den wachstumsstärksten im Sektor. Den Löwenanteil des Gewinns macht er im Eisenerzsektor (rund drei Viertel). Das Portfolio umfasst aber auch Kupfer, Aluminium, Kohle und Diamanten. Der Bereich der edlen Glitzersteine wurde im März zum Verkauf ausgeschrieben. Geschätzt wird der Wert des Diamantensbereichs auf 2 Mrd. \$. Ein Verkauf ist Rio aber noch nicht gelungen.

Klotz am Bein ist das Aluminiumgeschäft. Auf dem Höhepunkt des Booms 2007 hat Rio-Tinto-Chef Tom Albanese den damals grössten Aluminiumhersteller Alcan für 38 Mrd. \$ akquiriert. Die durch den Kauf entstandene Schuldenlast drohte den Konzern fast zu erdrücken. Nach einem Abschreiber von 8,9 Mrd. \$ auf das Aluminiumgeschäft 2011 musste Rio erneut zurückbuchstabieren. Letzte Woche wurden die Aktiva um weitere 10 bis 11 Mrd. \$ abgeschrieben, was CEO Albanese den Job kostete (vgl. FuW vom Samstag). Damit ist die Restrukturierung des Aluminiumbereichs nicht beendet. Gesucht werden Käufer für den grössten Teil der Aluminiumbeteiligungen in Australien und

Rio Tinto

abschreiber auf Aluminiumtochter Alcan



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Neuseeland. Auch für die Kohleinteressen in Mosambik, die gleichzeitig mit der Neubewertung im Aluminiumgeschäft um 3 Mrd. \$ abgeschrieben wurden, wird eine neue Lösung in Form einer Partnerschaft oder Veräusserung gesucht.

Rio Tinto wird 2013 dank der hohen Investitionen von 16 Mrd. \$ im vergangenen Jahr einen weiteren Sprung machen. Bis Ende 2013 soll die Eisenerzproduktion in der australischen Pilbara-Region von 230 Mio. Tonnen auf 280 Mio. und bis 2015 auf mehr als 350 Mio. gesteigert werden. Dieses Jahr dürfte auch die Förderung in der vielversprechenden mongolischen Kupfermine Oyul Tolgoi anlaufen. Für längere Sicht sind die Rio-Titel attraktiver als die von BHP. Nicht zuletzt, weil die Aktien im Vergleich mit denen des Rivalen mit einem Diskont bewertet werden. Er dürfte sich aber erst auflösen, wenn die Aluminiumprobleme endlich ausgeräumt sind. **HO**

Kleine Perlen im weltweiten Bergbaugeschäft

KANADA Aktien von Junior-Minengesellschaften verzeichnen oft spektakuläre Kursgewinne – Anleger müssen risikofähig sein



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Quartal 2015 pro Jahr 8000 Tonnen Eisenkonzentrat mit einem Eisengehalt von 65,2% zu Betriebskosten von 42,17 \$ pro Tonne produziert werden. Hebei hat sich bereits aus verpflichtet, 60% der Anfangsproduktion von Alderon abzunehmen.

Schon in Betrieb ist die Gibraltar-Mine von Taseko Mines in British Columbia. Bei Gibraltar handelt es sich um die zweitgrösste Tagbau-Kupfermine Kanadas. Soeben ist der Ausbau auf 160000 Pfund jährliche Produktionskapazität abgeschlossen worden. Damit kann die Kupfererzeugung bis zum Jahr 2014 rund verdoppelt werden. Daneben wird in dieser Mine auch noch Molybdän produziert. Zusätzlich zu Gibraltar besitzt Taseko das

Steel vorgegeben hat, um gegen einen Projektanteil von 25% einem Betrag von 120 Mio. \$ zur Realisierung des Vorhabens beizusteuern. Hebei hat sich bereits aus verpflichtet, 60% der Anfangsproduktion von Alderon abzunehmen.

Investition ausgelöst Der Bericht wird von den Analysten des kanadischen Wertschriftenhauses Dundee Securities als bedeutendes risikominderndes Ereignis in der Entwicklung des Kami-Projekts angesehen. Die Studie erfüllt insbesondere alle Kriterien, die der chinesische Stahlhersteller Hebei Iron and

Steel vorgegeben hat, um gegen einen Projektanteil von 25% einem Betrag von 120 Mio. \$ zur Realisierung des Vorhabens beizusteuern. Hebei hat sich bereits aus verpflichtet, 60% der Anfangsproduktion von Alderon abzunehmen.

Schon in Betrieb ist die Gibraltar-Mine von Taseko Mines in British Columbia. Bei Gibraltar handelt es sich um die zweitgrösste Tagbau-Kupfermine Kanadas. Soeben ist der Ausbau auf 160000 Pfund jährliche Produktionskapazität abgeschlossen worden. Damit kann die Kupfererzeugung bis zum Jahr 2014 rund verdoppelt werden. Daneben wird in dieser Mine auch noch Molybdän produziert. Zusätzlich zu Gibraltar besitzt Taseko das

Steel vorgegeben hat, um gegen einen Projektanteil von 25% einem Betrag von 120 Mio. \$ zur Realisierung des Vorhabens beizusteuern. Hebei hat sich bereits aus verpflichtet, 60% der Anfangsproduktion von Alderon abzunehmen.

Investition ausgelöst Der Bericht wird von den Analysten des kanadischen Wertschriftenhauses Dundee Securities als bedeutendes risikominderndes Ereignis in der Entwicklung des Kami-Projekts angesehen. Die Studie erfüllt insbesondere alle Kriterien, die der chinesische Stahlhersteller Hebei Iron and

Steel vorgegeben hat, um gegen einen Projektanteil von 25% einem Betrag von 120 Mio. \$ zur Realisierung des Vorhabens beizusteuern. Hebei hat sich bereits aus verpflichtet, 60% der Anfangsproduktion von Alderon abzunehmen.

Schon in Betrieb ist die Gibraltar-Mine von Taseko Mines in British Columbia. Bei Gibraltar handelt es sich um die zweitgrösste Tagbau-Kupfermine Kanadas. Soeben ist der Ausbau auf 160000 Pfund jährliche Produktionskapazität abgeschlossen worden. Damit kann die Kupfererzeugung bis zum Jahr 2014 rund verdoppelt werden. Daneben wird in dieser Mine auch noch Molybdän produziert. Zusätzlich zu Gibraltar besitzt Taseko das

Steel vorgegeben hat, um gegen einen Projektanteil von 25% einem Betrag von 120 Mio. \$ zur Realisierung des Vorhabens beizusteuern. Hebei hat sich bereits aus verpflichtet, 60% der Anfangsproduktion von Alderon abzunehmen.

Investition ausgelöst Der Bericht wird von den Analysten des kanadischen Wertschriftenhauses Dundee Securities als bedeutendes risikominderndes Ereignis in der Entwicklung des Kami-Projekts angesehen. Die Studie erfüllt insbesondere alle Kriterien, die der chinesische Stahlhersteller Hebei Iron and

Steel vorgegeben hat, um gegen einen Projektanteil von 25% einem Betrag von 120 Mio. \$ zur Realisierung des Vorhabens beizusteuern. Hebei hat sich bereits aus verpflichtet, 60% der Anfangsproduktion von Alderon abzunehmen.

Schon in Betrieb ist die Gibraltar-Mine von Taseko Mines in British Columbia. Bei Gibraltar handelt es sich um die zweitgrösste Tagbau-Kupfermine Kanadas. Soeben ist der Ausbau auf 160000 Pfund jährliche Produktionskapazität abgeschlossen worden. Damit kann die Kupfererzeugung bis zum Jahr 2014 rund verdoppelt werden. Daneben wird in dieser Mine auch noch Molybdän produziert. Zusätzlich zu Gibraltar besitzt Taseko das

Steel vorgegeben hat, um gegen einen Projektanteil von 25% einem Betrag von 120 Mio. \$ zur Realisierung des Vorhabens beizusteuern. Hebei hat sich bereits aus verpflichtet, 60% der Anfangsproduktion von Alderon abzunehmen.



Ein Radlader kippt in der SOB-Mine in Sambia frisch gesprengtes Kupfererz in einen Transportzug. Die rund 1,5 Kilometer unter der Erde gelegene Anlage gehört zu den Mopani Copper Mines. An MCM besitzt der schweizerische Rohstoffhändler Glencore die Aktienmehrheit.

PHOTO: MERRILL LYNCH