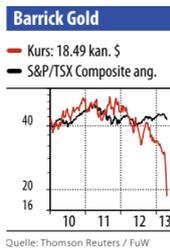


AKTIENTIPPS

## Branchenprimus

**Barrick Gold** Barrick Gold ist der grösste Goldförderer der Welt und weist eines der besten Reservenprofile der Branche aus. Ende 2012 besass der Konzern bewiesene Vorräte von 140,2 Mio. Unzen. Barrick betreibt 22 Goldminen und zwei Kupferminen auf vier Kontinenten. Nachdem in den vergangenen Jahren (zu) kräftig expandiert wurde, sollen jetzt mit Verkäufen nachrangiger Aktiva Schulden abgebaut werden. Die durch ein chilenisches Gericht aus Umweltschutzgründen erwirkte **temporäre Suspendierung der Bauarbeiten an der Pascua-Lama-Mine**, die im Vollbetrieb den Goldausstoss von Barrick 11% steigern soll, zeigt die Risiken von Minenprojekten auf.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Gefüllte Kasse

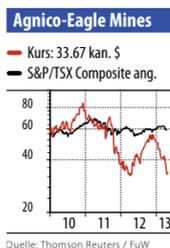
**Yamana Gold** Yamana Gold ist ein Goldproduzent mit gefüllter Kasse für Zukäufe. Das Unternehmen betreibt sieben Minen und besitzt Entwicklungs- oder Ausbauprojekte vorwiegend in Südamerika. Dabei handelt es sich um **kleinere bis mittlere Vorhaben, die sich einfacher managen lassen als komplexe Grossprojekte**. Die Projektpipeline ist voll finanziert, was Yamana die Fortsetzung ihrer Politik steigender Dividenden erlauben sollte. Die Gesellschaft hat sechs Jahre ununterbrochen die Reserven ausweiten können. Yamana **überzeugt auch durch Produktionswachstum**: 2014 sollen 1,75 Mio. Unzen Goldäquivalent gefördert werden – 48% mehr als 2012.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Weltklasse-Depot

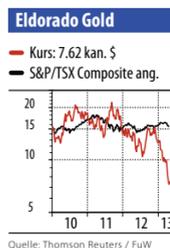
**Agnico-Eagle Mines** Agnico-Eagle Mines ist Besitzer der La-Ronde-Mine in Kanada, dem **global zweitgrössten goldhaltigen Massiv-Sulfid-Depot**. Im Jahr 2012 gab es 160 874 Unzen Gold her. Insgesamt förderte Agnico-Eagle im vergangenen Jahr 1,04 Mio. Unzen Gold, daneben noch Silber, Zink und Kupfer. Das Unternehmen hat den Fehler von Branchenossen vermieden, durch teure Grossakquisitionen zu wachsen. Stattdessen **erwarb Agnico-Eagle kleine Anteile an erfolgversprechenden Projekten** und baute diese dann aus, wenn sich der Erfolg bestätigte. Dass das Unternehmen clever geschäftet, zeigt sich auch daran, dass seit 31 Jahren ununterbrochen eine Dividende ausgeschüttet wird.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Tiefe Cashkosten

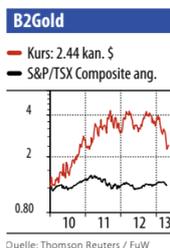
**Eldorado Gold** Eldorado Gold ist ein solide finanziertes mittleres Förderunternehmen mit niedrigen Produktionskosten. Ende 2012 wies das Unternehmen Barmittel von 817 Mio. \$ und einen Cashflow von 448 Mio. \$ aus, was die **Finanzierung von Projekten weitgehend mit eigenen Geldern** erlaubt. Eldorado operiert konstant mit Cashkosten im untersten Quartil der globalen Kostenkurve. Im vergangenen Jahr **betrogen die Cashkosten durchschnittlich 558 \$ pro Unze**. Diese sollen gemäss unternehmens-eigenen Prognosen in den nächsten fünf Jahren 33% sinken, während die Goldförderung durch die Inbetriebnahme neuer und den Ausbau bestehender Projekte 158% steigen soll.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Wachstumsstark

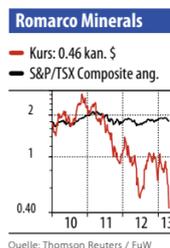
**B2Gold** B2Gold gilt als Unternehmen mit **einem der besten Produktionsprofile in der Branche**. Die Goldförderung soll von 158 000 Unzen im Jahr 2012 gemäss den Prognosen der Analysten von Canaccord auf 550 000 Unzen in 2015 und 750 000 Unzen in 2017 steigen. **Die Produktionsausweitung bis 2015 ist weitgehend bewilligt und finanziert**, die Entwicklungsrisiken sind somit gering. Dem Kostendruck im Sektor kann B2Gold dank Explorationserfolgen durch Verwendung höhergradigen Erzes (was einen höheren Ertrag pro Unze generiert) und durch Optimierung des Minenbetriebs begegnen. Weiter überzeugt das Unternehmen mit Minen und Projekten in Lateinamerika und einer starken und flexiblen Bilanz.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Viel Prominenz

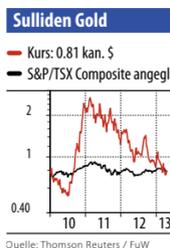
**Romarco Minerals** Noch fördert Romarco Minerals kein Gold und trotzdem zählt das Unternehmen mit **BlackRock, Franklin Templeton Investments, J.P. Morgan und Toronto Dominion bereits mehrere prominente institutionelle Anleger** zu seinen Aktionären. Das darf wohl als Zeichen dafür gewertet werden, dass das Haile-Projekt von Romarco im US-Bundesstaat South Carolina vielversprechend ist. Das Depot weist einen hohen Goldgehalt aus, erfordert keine hohen Investitionen und erlaubt tiefe Produktionskosten. **Das zurzeit einzige Problem ist die Betriebsbewilligung**, die nicht wie erwartet im August vorliegen wird, nachdem die Behörden noch hydrologische Abklärungen verlangt haben.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Im Auge des Adlers

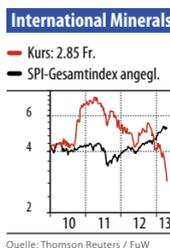
**Sulliden Gold** Agnico-Eagle Mines haben in der Vergangenheit mit ihren Beteiligungen schon mehrmals bewiesen, dass sie über ein **Gespür für erfolgversprechende Projekte** verfügen (siehe oben). Für Anleger interessant könnte deshalb das jüngste Investment sein: Sulliden Gold. Das Explorationsunternehmen, in das Agnico-Eagle Anfang April 24 Mio. \$ investiert hat und nun einen Anteil von 10% hält, entwickelt das Shahuindo-Gold-Projekt in Nordperu. Zurzeit läuft der Bewilligungsprozess, **die Produktionsaufnahme ist für 2015 geplant**. Finanzierungsverhandlungen mit den Grossbanken Barclays und Credit Suisse für den Bau der Mine, die 132 Mio. \$ kosten soll, befinden sich im Endstadium.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Schweizer Basis

**International Minerals** International Minerals ist (auch) in der Schweiz kotiert, operiert aber in Peru und in den USA. **Partner in Peru ist Hochschild Mining**, die an den Projekten Pallancata und Immaculada mit 60% beteiligt ist. Pallancata gab im letzten Jahr 25 000 Unzen Gold und 7,4 Mio. Unzen Silber her. Sie gilt als reife Mine, eine Produktionsausweitung ist nicht geplant. **Wachstum soll dagegen von Immaculada kommen**, deren jährlicher Ausstoss auf 125 000 Unzen Gold und 4 Mio. Unzen Silber geschätzt wird. Die Betriebsaufnahme ist für die zweite Hälfte 2014 vorgesehen. Vom Projekt in Nevada, für das 2014 die Finanzierung sichergestellt werden soll, wird eine Förderung von 65 000 bis 75 000 Unzen Gold erwartet. **MG**



Quelle: Thomson Reuters / FuW



Die Pueblo-Viejo-Goldmine in der Dominikanischen Republik wird von einem Joint Venture aus Barrick Gold und Goldcorp betrieben.

# Wandel der Goldförderer macht Aktien interessant

INTERNATIONAL Qualität wird wichtiger als Quantität – Viele Projekte aufgeschoben oder eingestellt

MARTIN GOLLMER

Der Goldcrash von Anfang vergangener Woche hat auch die Aktien von Goldexplorations- und -produktionsunternehmen in die Tiefe gerissen. Die ohnehin schon miese Performance von Goldtiteln seit Jahresbeginn ist damit noch schlechter geworden.

Geht man aber davon aus, dass der Goldcrash nur eine Korrektur innerhalb eines langfristigen Aufwärtstrends war und nicht eine Trendwende, bietet sich jetzt eine günstige Chance für den Einstieg in Goldtitel. Der Kauf von Goldvaloren ist auch deshalb wieder überlegenswert, weil in der Branche ein Umdenken stattgefunden hat: von Wachstum um jeden Preis auf Ertragsoptimierung und Wertsteigerung für Aktionäre.

### Appetit verloren

Der Goldpreis ist zwischen 2001 und 2011 fast ununterbrochen gestiegen. Seither war er leicht rückläufig – und hat dann An-

fang letzter Woche deutlich korrigiert. Der Kurs von Goldvaloren vermochte dem Goldpreis in der Aufwärtsphase allerdings nicht zu folgen, und als die Preiskorrektur nach unten einsetzte, reagierten die Aktienkurse noch mehr.

Woran liegt diese Unterperformance von Goldaktien? Ein Grund ist das Aufkommen der Exchange Traded Funds (ETF). Sie hätten den Anlegern «den Appetit auf Goldvaloren genommen», sagt Martin Murenbeed, Chefökonom von Dundee Wealth Economics und Autor eines wöchentlichen Goldmonitors. Mit ETF lässt sich in Gold investieren, ohne die operationellen Risiken zu haben, die Goldtitel kennzeichnen. Diese Risiken haben sich in den vergangenen Jahren akzentuiert: Viele Neu- und Ausbauprojekte für Goldminen waren von Kosten- und Zeitüberschreitungen gekennzeichnet, sodass die betroffenen Unternehmen vollmundige Wachstums- und Gewinnprognosen nicht einhalten konnten.

Murenbeed macht im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft» einen weiteren

Grund für die Abkehr von Goldaktien aus: «Goldunternehmen haben keine gute Arbeit geleistet in der Schaffung von Wert für die Aktionäre.» Sie hätten in der Vergangenheit die Zahl der Unzen zu maximieren versucht, statt den Gewinn pro Unze zu steigern. In der Tat: In den vergangenen Jahren akquirierten zahlreiche Goldunternehmen für teures Geld oft renditeschwache Projekte.

### Steuer herumerissen

Diese verfehlte Expansionsstrategie hat seit Anfang 2011 je nach Quelle bis zu 29 CEO von Goldunternehmen den Job gekostet. Die neuen Geschäftsführer haben nun das Steuer herumerissen: Qualität kommt neuerdings vor Quantität, statt auf Wachstum um jeden Preis wird jetzt auf ertragsstarke Projekte fokussiert. Das Resultat: Neu- und Ausbauprojekte im Gesamtumfang von rund 25 Mrd. \$ sind aufgeschoben oder gar ganz eingestellt worden, wie Sean Boyd, CEO von Agnico-Eagle Mines, am kürzlich in Zürich durchgeführten European Gold Forum sagte.

Wie Murenbeed ist auch Boyd der Meinung, dass der Goldpreis nur korrigiert hat und keine Trendwende eingetreten ist. Die fundamentalen Faktoren, die die Bewertung des Edelmetalls antrieben, seien weiterhin vorhanden (vgl. Seite 22). Boyd glaubt deshalb, dass Goldvaloren eine Zukunft haben, wenn auch keine einfache: «Die Herausforderung für Goldaktien ist, in der nächsten Aufwärtsphase den Goldbarren zu schlagen.»

### Für Anleger interessante Goldexplorations- und -produktionsunternehmen

	Kurs am 22.4.	Perf. seit 1.1. in %	Marktkap. in Mio.	Umsatz in Mio.			Gewinn/Verlust pro Aktie			KGV	Div.-Rend. 2013 in %
				2012	2013 <sup>a</sup>	2014 <sup>a</sup>	2012	2013 <sup>a</sup>	2014 <sup>a</sup>		
Barrick Gold	18.49	-46,9	18 511	14 540	14 501	15 583	-0,66	3,44	3,61	5	4,5
Yamana Gold	12.17	-28,9	9156	2336	2773	3323	0,59	0,99	1,33	12	2,1
Agnico-Eagle Mines	33.67	-35,4	5808	1917	1875	2161	1,81	1,69	2,34	23	2,6
Eldorado Gold	7.62	-40,5	5445	1147	1384	1606	0,44	0,45	0,61	15	1,9
B2Gold	2.44	-31,5	1577	259	623	695	0,13	0,30	0,43	9	-
Romarco Minerals	0.46	-40,9	266	0	-	-	-0,02	-0,01	-0,02	-	-
Sulliden Gold <sup>1</sup>	0.81	-12,9	197	0	-	-	-0,06	0,03	-0,03	-	-
International Minerals <sup>2</sup>	2.85	-31,3	335	0	0	0	-	0,07	0,19	20	4,3

<sup>a</sup>Schätzung <sup>1</sup>Geschäftsjahr per Ende April <sup>2</sup>Geschäftsjahr per Ende Juni Angaben in kan. \$, International Minerals in Fr. Quelle: Bloomberg

## Wichtige Kriterien bei der Wahl von Goldtiteln

«Es presst nicht», sagt Heinz Isler, auf Rohstoffaktien spezialisierter Verkaufsmanager der kanadischen Bank NBF International in Genf. **Der Goldpreis und mit ihm die Kurse von Goldaktien blieben noch ein paar Monate volatil** und könnten auch noch einmal fallen.

Er ist aber überzeugt, dass angesichts der aktuellen Bewertungen ein Einstieg in Goldvaloren ins Auge gefasst werden sollte, zumal vor allem der Kurs kleinerer Titel schnell 100% oder mehr zulegen könne, wenn der Goldpreis wieder anziehe.

Bei der Wahl der Goldaktien empfiehlt Isler, Sorgfalt walten zu lassen. Er präferiert Titel von **Unternehmen, die in Produktion sind und einen positiven Cashflow erwirtschaften**. Und die totalen Cashkosten müssten tiefer sein als der Goldpreis. Gemäss Bank of America gehören etwa Barrick Gold, Eldorado Gold und Yamana Gold zu den Top Ten der Förderer mit niedrigen Cashkosten.

Junior-Goldunternehmen, die noch am Explorieren sind, müssen gemäss Isler angesichts schwieriger Finanzierungsbedingungen **mindestens 10 Mio. \$ Barmittel** zur Verfügung haben und dürfen keine Schulden aufweisen. Das trifft etwa auf Romarco Minerals und Sulliden Gold zu. Apropos Schulden: Bei produzierenden Unternehmen sollten sie nicht zu hoch sein. «Die 12 Mrd. \$, die Barrick mitschleppt, sind eindeutig zu viel», meint Isler.

Als «Zeichen guter Geschäftsführung» wertet Sean Boyd, CEO von Agnico-Eagle Mines, **«eine regelmässige, gute Dividende»**. Kein Wunder, dass er dieses Auswahlkriterium für Goldaktien erwähnt: Sein Unternehmen schützt seit 31 Jahren Geld an die Aktionäre aus.

**Wachstumspotenzial** bleibt ein wichtiger Faktor für den Anlageentscheid bei Goldaktien, auch wenn in den vergangenen Jahren vielerorts zu sehr auf Mengen und zu wenig auf Ertrag geschaut wurde. In dieser

Hinsicht brillieren Eldorado Gold und B2Gold. Wichtig ist dabei, dass Expansionsprojekte nicht zu komplex sind, da sonst Kosten- und Zeitüberschreitungen drohen.

Auch der Goldgehalt der Reserven spielt eine Rolle. **«Mehr als 1 Gramm pro Tonne sollten es auf jeden Fall sein»**, sagt Isler. Dieses Kriterium erfüllen etwa International Minerals, Romarco Minerals und Sulliden Gold. Erz mit geringerem Goldgehalt sei bei sinkenden Goldpreisen nur mit Mühe wirtschaftlich auszubeuten.

«Die Lage des Projekts» sei ein weiterer Auswahlfaktor für Goldaktien, sagt Diane Garrett, CEO von Romarco Minerals. Sie meint damit die **Lage in einer bergbaufreundlichen, stabilen Jurisdiktion** und gute Anbindung an Infrastruktur wie Strassen, Energie und Wasser. Vorteilhaft für Goldprojekte sei Nordamerika, pflichtet Isler bei. Bei Ländern in Südamerika und Afrika empfehle sich dagegen genaues Hinschauen. **MG**