

Edelmetalle

Erfolg mit wenig Risiko

Ein Update zu Royalty & Streaming

E. B. Tucker, der amerikanische Investor, Buchautor und Ankeraktionär von **Metalla Royalty & Streaming** (WKN: A2PW66) (IK), erzählt immer wieder gerne, wie einst die Erfolgsgeschichte von **Franco-Nevada** (WKN: A0M8PX) begann: Die Beteiligungsgesellschaft kaufte 1986 für 2 Mio. USD eine Umsatzbeteiligung (Royalty) auf ein Stück Wüstenland auf dem Carlin Trend in Nevada und erzielte damit in den Folgejahren über 1 Mrd. USD an Einnahmen – eine Vervielfachung des eingesetzten Kapitals und Geld, mit dem das Unternehmen den Aufstieg zur Nummer eins in diesem Sektor finanzierte. **Barrick Gold** (WKN: 870450) machte auf dem Franco-Nevada-Gelände den größten Goldfund der Welt außerhalb von Südafrika. Barricks Goldstrike-Mine förderte von 1987 bis 2018 44 Mio. Unzen des Edelmetalls. Franco-Nevada kassierte – ohne einen weiteren Cent zu investieren – 4% vom Umsatz.

Das Beispiel erklärt gut die Optionalität dieses Geschäftsmodells: Die Beteiligungsgesellschaft erwirbt über eine Einmalzahlung eine Royalty auf ein Minengelände und erhält dafür einen bestimmten Prozentsatz aller dort in der Zukunft erzielten Umsätze. Alle weiteren Kosten und Risiken – von der Exploration bis zum Bau und Betrieb der Mine – trägt der Betreiber.

In **Wheaton Precious Metals** (WKN: A2DRBP) (siehe auch Musterdepot auf S. 58) oder **Royal Gold** (WKN: 885652) fand Franco-Nevada erfolgreiche Nachahmer. Über die letzten zwei Jahre hat sich dieses Branchensegment jedoch ziemlich radikal geändert.

Die Großen an den Grenzen des Wachstums

Bis etwa 2011, als Goldproduzenten um jeden Preis wachsen wollten, waren Royalties, aber auch Streaming beliebte Vehikel dafür, einen Teil der oft gigantischen Baukosten einer Mine zu finanzieren (bei Streaming erhält der Geldgeber statt einer Umsatzbeteiligung das geförderte Metall weit unter Marktpreis). In der 2011 einsetzenden Baisse waren es Wheaton Precious Metals und Franco-Nevada, die mit milliardenschweren Royaltyvereinbarungen die überschuldete Glencore vor dem Konkurs retteten bzw. den Bau einer riesigen Kupfermine in Panama ermöglichten. Und heute? Weitgehend Flaute. Von den großen Drei war Wheaton Precious Metals mit drei kleineren, wenn auch nicht sehr attraktiven Deals noch am aktivsten. Die Drei leben von dem, was sie haben – damit bleiben sie für konservative Anleger attraktiv. Viel Wachstumsdynamik besteht nicht.

Abgesehen von wenigen kleinen Ausnahmen ist Minenfinanzierung durch Royalty und Streaming derzeit praktisch tot. Warum? Goldproduzenten von Barrick bis **Yamana** (WKN: 357818) (IK) tilgen nach den Exzessen vergangener Jahre vor allem Schulden. Wachstum gibt es meist nur über den Ausbau bereits vorhandener Minen, und das mit Geld, das man auch hat. Die meisten Juniors brauchen Royalty und Streaming auch nicht: Ihnen wird das Geld bei Private Placements geradezu nachgeworfen.

Ein Boom bei den Kleinen

Bei Royalty und Streaming lässt sich aktuell nur mit zwei Geschäftsmodellen Wachstum generieren: Die Beteiligungsgesellschaft kauft bereits vorhandene Royalties – davon gibt es wohl einige Tausend, sowohl in den Portfolios von Minengesellschaften als auch im Besitz privater Prospektoren-, oder ein Royalty- oder Project-Generator schafft selbst neue Royalties, wobei es hier auch hybride Geschäftsmodelle gibt.

Konkurrenzkampf um vorhandene Royalties

Musterbeispiel für die erste Variante ist **Maverix Metals** (WKN: A2PK94) (IK). 2016 lagerte **Pan American Silver** (WKN: 876617) seinen Bestand an Royalties in dieses Unternehmen aus. Es folgten Royaltypakete von **Gold Fields** (WKN: 856777), **Newmont** (WKN: 853823) und **Kinross** (WKN: A0DM94). Für beide Seiten von Vorteil: Maverix ist durch diese Akquisitionen in den letzten Jahren stark gewachsen. Als Minipositionen im Portfolio eines Minenriesen waren die Royalties mehr oder weniger wertlos. Mit den Aktien von Maverix, die das Unternehmen im Austausch erhält, wurden Kursgewinne erzielt. Gold Fields und Pan American Silver haben in Blockdeals bereits größere Positionen an Maverix-Aktien mit über 100% Kursplus an institutionelle Investoren verkauft. ▶

Edelmetallpreise, -indizes und -ratios

	Kurs				Veränderung seit		
	16.4.21	19.3.21	31.12.20	2.1.06	Vormonat	31.12.20	2.1.06
Gold in USD	1.782,50	1.749,60	1.897,70	516,88	+1,9%	-6,1%	+244,9%
Gold in EUR	1.487,50	1.469,66	1.550,54	437,30	+1,2%	-4,1%	+240,2%
Silber in USD	25,97	26,39	26,46	8,87	-1,6%	-1,9%	+192,8%
Silber in EUR	21,67	22,17	21,62	7,61	-2,3%	+0,2%	+184,8%
Platin in USD	1.205,50	1.199,00	1.075,50	966,50	+0,5%	+12,1%	+24,7%
Palladium in USD	2.780,00	2.638,50	2.451,00	254,00	+5,4%	+13,4%	+994,5%
HUI (Index)	289,31	279,29	299,64	298,77	+3,6%	-3,4%	-3,2%
Gold/Silber-Ratio	68,64	66,30	71,72	58,27	+3,5%	-4,3%	+17,8%
Dow Jones/Gold-Ratio	19,21	18,65	16,13	21,20	+3,0%	+19,1%	-9,4%
Dollarkurs (EUR/USD)	1,1983	1,1905	1,2239	1,1819	+0,7%	-2,1%	+1,4%

Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

Ein mit IK gekennzeichnetes Wertpapier wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 65).

Kein Erfolg ohne Nachahmer

Nomad (WKN: A2P5FN), gegründet von der Investmentgesellschaft Orion Partners, schnappte sich die Royalties von Yamana; **Elemental Royalties** (WKN: A2QAAE) (IK) kam bei **South32** (WKN: A14QLH) zum Zug. Yamana machte auf Anfrage kein Geheimnis daraus: Für deren Paket von Umsatzbeteiligungen gab es mehrere Interessenten. Bekommen hatte sie der Höchstbietende. Die Preise werden so in die Höhe getrieben. Maverix hat deshalb 2020 nur einen einzigen Deal getätigt, nämlich den Erwerb eines weiteren Royaltypakets von Großaktionär Newmont.

Elemental Royalties dürfte das vermutlich beste der jungen Royaltyunternehmen sein, die in den letzten Monaten an die Börse gingen. CEO Frederick Bell erzählte im Interview mit Smart Investor, dass der Kontakt zu South32 (einem Ableger von **BHP Billiton** (WKN: A2N9WV)) schon mehrere Jahre bestand. Beim IPO Ende Juli 2020 wollte das Unternehmen als Aktionär dabei sein, um von zukünftigen Kursgewinnen zu profitieren, verkaufte deshalb gegen Aktien und Bargeld an Elemental sein Royaltypportfolio. Die Royalties des Unternehmens sind von überwiegend hoher

Royalty-Unternehmen aus dem Edelmetallbereich

Name*	WKN	Kurs akt. (EUR)	Börsenwert**	Perf. 3 J. in %	Perf. seit Hoch 2020 in %
Die großen Drei und zwei Mid-Tiers					
Franco-Nevada [CA]	A0M8PX	113,10	21.478	105,64	-19,21
Wheaton Precious Metals [CA]	A2DRBP	35,31	15.833	107,71	-26,44
Royal Gold [US]	885652	93,50	6.134	31,69	-25,20
Osisko Gold Royalties [CA]	A115K2	10,13	1.596	28,23	-8,74
Sandstorm Gold Royalties [CA] (IK)	A1JX9B	6,40	1.245	68,42	-28,89
Wachstum durch den Kauf von Royalties					
Maverix Metals [CA] (IK)	A2PK94	4,71	564	126,00	-1,87
Nomad Royalty [CA]***	A2P5FN	0,66	373	NA	-42,11
Metalla Royalty & Streaming [CA] (IK)	A2PW66	7,85	308	161,50	-1,94
Gold Royalty [US]****	A2QPLC	3,89	159	NA	NA
Elemental Royalties [CA] (IK)	A2QAAE	1,02	70	NA	NA
Saifish Royalty [VG]***	A2G84C	0,86	64	NA	-14,67
Vox Royalty [KY]	A2P881	1,51	49	NA	-47,06
Star Royalties [CA] (IK)***	A2QP1Z	0,37	26	NA	NA
Royalty- und Project-Generators, hybride Geschäftsmodelle					
EMX Royalty [CA] (IK)	A2DU32	2,64	222	276,43	-2,41
Abitibi Royalties [CA] (IK)	A1JHDN	14,50	181	133,87	-19,44
Ely Gold Royalties [CA] (IK)	A2JSL0	0,72	116	800,00	-46,67
Golden Valley Mines [CA] (IK)	A2QAQM	4,52	61	182,50	-16,30
Strategic Metals [CA] (IK)	A2DTHV	0,29	30	2,14	-42,80
Empress Royalty [CA]***	A2P862	0,29	21	NA	NA
Xtierra Inc. [CA]	A0Q93E	0,09	15	NA	-40,00
Zum Vergleich					
Goldpreis in USD		1.744,10		29,19	-16,52
Goldminen-ETF GDX	A12CCL	31,04		63,37	-22,40

*) in der jeweiligen Gruppe nach Börsenwert geordnet; **) in Mio. EUR;

) Kurs von CAD in EUR umgerechnet; *) Kurs von USD in EUR umgerechnet

Quellen: AktienCheck.de, Ariva.de, Websites der Unternehmen; Daten vom 11.4.2021

Qualität; es werden auch schon Einnahmen erzielt. Elemental wurde Mitglied der erfolgreichen Discovery Group, ein Zusammenschluss mehrerer überaus erfolgreicher Minenunternehmen. Die **Deutsche Balaton** (WKN: A2LQT0) ist 12%-Aktionär bei Elemental und hat sich an den letzten drei Finanzierungsrunden beteiligt. Die Aktie ist nach den üblichen Kennzahlen wie Kurs/NAV, Kurs/Umsatz und Kurs/EBITDA noch günstig bewertet, was für sie spricht.

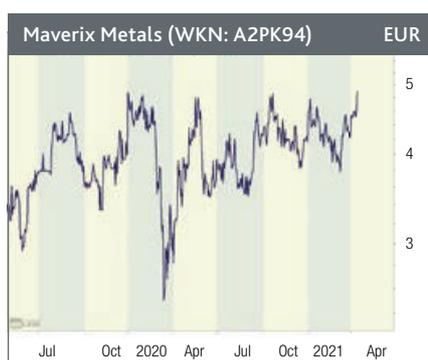
Die eingangs erwähnte Metalla ist geografisch fokussiert auf den US-Bundesstaat Nevada sowie die Abitibi-Region in Kanada und war in den letzten Jahren so etwas wie der Senkrechtstarter in diesem Bereich. Der Börsenwert des Unternehmens stieg in fünf Jahren von 0 auf 500 Mio. CAD.

Das Royalty-Generator-Geschäftsmodell

Ein Royalty- oder Project-Generator ist ein Unternehmen, das sich – möglichst am Tiefpunkt einer Baisse – aussichtsreiche

Erzvorkommen sichert, um diese nach oberflächlicher Exploration an Partner abzugeben, die diese dann zu einer produzierenden Mine entwickeln. Der Partner trägt dabei alle zukünftigen Kosten. Um 100% des Projekts zu erhalten, gibt der Erwerber dem Verkäufer eine Royalty und/oder Cash bzw. eigene Aktien. **EMX Royalty** (WKN: A2DU32) (IK), **Golden Valley Mines** (WKN: A2QAQM) (IK) mit der Tochter **Abitibi Royalties** (WKN: A1JHDN) (IK) und **Strategic Metals** (WKN: A2DTHV) (IK) sind die ältesten Spieler auf diesem Gebiet, wobei sich ihre Vorgehensweisen durchaus voneinander unterscheiden.

EMX macht dieses Geschäft schon seit 17 Jahren und war auch 2020/2021 sehr aktiv. Gold, Silber und Industriemetalle sind im Aufwärtstrend – die Interessenten stehen daher bei EMX Schlange, um aus ihrem umfangreichen Portfolio ein Projekt zu erwerben. Eine relativ junge Erfolgsgeschichte ist hier **Ely Gold Royalties**



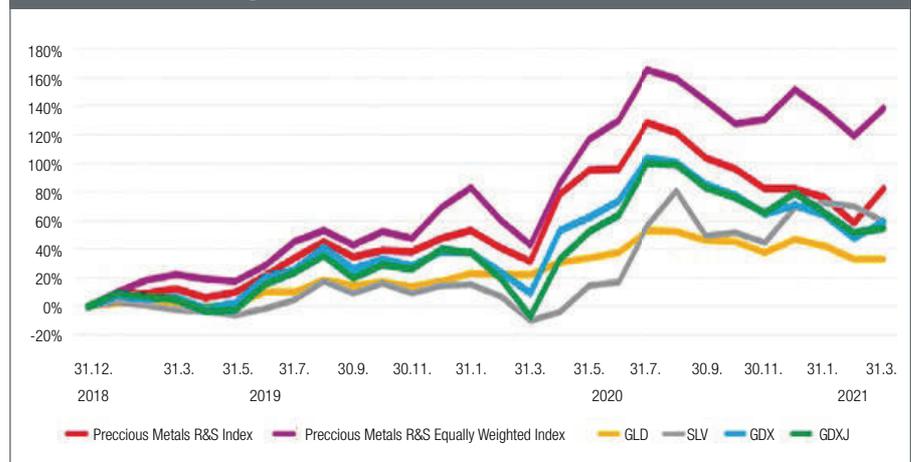
(WKN: A2JSL0) (IK) mit den geografischen Schwerpunkten Nevada und Kanada, wie Metalla. Nach der scharfen Kurskorrektur seit August 2020 sind deren Aktien zurzeit günstig zu haben.

Outperformance bestätigt

Peter Arendas veröffentlicht auf der Website Seeking Alpha ein monatliches Update zu allen hier genannten Unternehmen (und zu einigen mehr). Er hat daraus auch einen eigenen Index konstruiert. Das Ergebnis ist eindeutig: Mit riskanten Explorern lassen sich zwar im Einzelfall spektakuläre Erfolge erzielen – in der Gesamtheit haben Royalty und Streaming aber in der Performance sowohl die Minenaktien als auch den Gold- und Silberpreis deutlich geschlagen. In ihrer breiten Diversifizierung sind diese Unternehmen auch eine echte Konkurrenz für einen Minenfonds. ■

Rainer Kromarek

Abb. 1: Performance-Vergleich



Die Kleinen liefern besser als die Großen. Der Performancevergleich zeigt: Der Precious Metals R&S Equally Weighted Index von Peter Arendas (violett), in dem Juniors wie Ely oder Metalla genauso stark gewichtet sind wie die Branchenführer Franco-Nevada und Wheaton Precious Metals, hat seit Anfang 2019 mit +120% den nach Börsenwert gewichteten Index (rot; +80%) deutlich geschlagen. Royalty und Streaming liefern aber auch deutlich besser als die Minenaktien-ETFs GDX (blau) und GDKJ (grün; jeweils +60%), der Silberpreis (grau; +60%) oder der Goldpreis (gelb; +38%).
Chart: Peter Arendas, Seeking Alpha

Auf Stippvisite

KUYA SILVER

Die erst im Oktober 2020 an die Börse gegangene Kuya Silver (WKN: A2QELV), einer der wenigen nahezu reinrassigen Silberförderer, will nächstes Jahr in Peru die Produktion aufnehmen. Firmengründer, Präsident und CEO David Stein ist ein Geologe, der 20 Jahre als Analyst für Rohstoffunternehmen und Investmentbanken gearbeitet hat. Er entdeckte 2017 die Bethania-Silbermine in Peru, die 2016 geschlossen wurde, weil dem Betreiber, einem unterkapitalisierten Familienunternehmen, nach mehreren Jahren schwacher Silberpreise das Geld ausgegangen war. „First Majestic ist unser Vorbild, die haben 2005 auch mit einer heruntergewirtschafteten Mine angefangen“, erzählt er.

Stein beschaffte über private Beziehungen 13 Mio. CAD, um der peruanischen Familie die Mine abzukaufen. Bei dem IPO 2020 kamen noch einmal 4 Mio. CAD dazu.

Der peruanische Mineningenieur Christian Aramayo wurde als Vice President Operations angeheuert. Er entwarf einen neuen Minenplan mit deutlich höherer Produktion und niedrigeren Kosten. Im August 2020 erteilte die Regionalregierung die Umweltgenehmigung (EIA) für eine neue Erzverarbeitungsanlage für 350 Tonnen pro Tag. Es stehen noch einige Genehmigungen aus, aber der Kapitalbedarf für den Kauf der Anlage ist überschaubar. Stein ist guter Dinge, dass ab 2022 – sofern ein neuer Ausbruch von COVID-19 nicht alles verzögert – bei Kosten (AISC) von 12 USD je Unze Silber mit Blei, Zink, Kupfer und Gold als Beiprodukt produziert werden kann. Etwa 1,5 Mio. CAD werden in ein Bohrprogramm investiert, um die Lebensdauer der Mine von vier auf mindestens elf Jahre zu verlängern. Bei einer Jahresförderung von 2,5 Mio. Unzen Silberäquivalent und einem Silberpreis von

David Stein,
Präsident und CEO
Kuya Silver



25 USD würde ein jährlicher Cashflow von 32,5 Mio. USD erzielt – ein profitables Geschäft mit hohen Margen.

Auf längere Sicht bewertet Stein Kuya Silver als Wachstumsstory. Mit weiterer Exploration könnte die Produktion in Peru auf 750 oder gar 1.000 Tonnen pro Tag gesteigert werden – und das bei geringen zusätzlichen Kosten. In Kanada wurde von First Cobalt Corp. das Kerr-Projekt erworben, eine alte, stillgelegte Mine im Dornröschenschlaf, die nach dem Vorbild von Bethania in einigen Jahren zu neuem Leben erweckt werden könnte. Das sind alles ehrgeizige Pläne. Mit 66 Mio. USD ist Kuya Silver an der Börse trotz Kursverdoppelung seit IPO noch niedrig bewertet. ■

Rainer Kromarek