

Schoellerbank Analysebrief

Ausgabe Nr. 391, Oktober 2020

Presseinformation

Wien/Salzburg, 23. Oktober 2020

Wir behandeln folgendes Thema:

Aktien: Chancen und Risiken rohstoffgebundener Titel

- Nach dem Corona-Tief im März gehörten Goldminenaktien zu den großen Gewinnern bei der Aufwärtsbewegung an den Börsen – die Aktien der Unternehmen entwickelten sich sogar noch deutlich besser als das Edelmetall selbst
- Doch auch Goldpreiskorrekturen wirkten sich in der Vergangenheit oft stärker auf die Aktienkursentwicklungen der Minenbetreiber aus
- Während derzeit viele Anleger auf Gold setzen, verlieren der Rohstoff Öl und die großen Ölunternehmen immer mehr an Wert
- Die Ölkonzerne stehen langfristig vor großen Herausforderungen und werden sich zumindest teilweise neu erfinden müssen. Sollte sich die Wirtschaft jedoch erholen, könnten davon kurz- bis mittelfristig auch der Ölpreis und die zugehörigen Ölkonzerne profitieren
- Kurzfristig können Unternehmen mit Rohstoffbindung mittels Absicherungsgeschäften diverse Schwankungen des Rohstoffs ausgleichen, langfristig können sie sich jedoch dessen Bewegung nicht entziehen – was Chancen, aber auch Risiken birgt
- Bei einem direkten Rohstoff-Investment sollte bedacht werden, dass keine Dividenden fließen und bei physischem Besitz unter Umständen Lagerkosten anfallen. Der faire Wert eines Unternehmens kann jedenfalls wesentlich besser ermitteln werden, als dies bei Rohstoffen der Fall ist
- Rohstoffunternehmen können sich theoretisch neu erfinden und mit Innovationen sogar eine Preisfestsetzungsmacht erlangen

Gold beliebt wie kaum jemals zuvor

Das Erstaunen war groß, als der US-amerikanische Starinvestor Warren Buffett im Sommer bekannt gab, erstmals in einen Goldminenbetreiber zu investieren. Überraschend ist das Investment vor allem deshalb, weil sich Buffett in der Vergangenheit eher wenig positiv über Edelmetalle geäußert hat. Ein legendärer Spruch vom Orakel aus Omaha lautete zum Beispiel: „Es ist besser, eine Henne zu haben, die auch Eier legt, als eine, die man nur anschaut und für die man noch Versicherungsprämien und Lagergebühren zahlen muss.“ Weitaußer weniger überraschend ist deshalb Buffetts investitionstechnischer Umweg über ein Unternehmen, um an einem möglichen steigenden Goldpreis zu partizipieren. Auch der faire Wert eines Unternehmens kann wesentlich besser ermitteln werden, als dies bei Rohstoffen allein der Fall ist.

Chancen von Rohstoffaktien gegenüber Direktinvestments

Steigende Rohstoffpreise und Absicherungen

Steigende Rohstoffpreise sorgen bei den entsprechenden Unternehmen naturgemäß für steigende Einnahmen und Gewinne. Darüber hinaus hat ein Unternehmen die Möglichkeit, durch geschicktes Management ein bestimmtes Niveau an Absicherung einzugehen, womit man nicht direkt an den Rohstoffpreis gebunden ist. Die einfachste Variante, um einen Preis abzusichern, ist ein Waretermingeschäft: Dabei wird für eine Lieferung zu einem definierten Zeitpunkt ein fester Preis vereinbart. Bei diesem Geschäft findet eine physische Lieferung des Rohstoffs statt. Diese Geschäftsart eignet sich aber nur, wenn der Rohstoff tatsächlich benötigt und verarbeitet wird. Ist eine physische Lieferung nicht angedacht, kann ein derivatives Termingeschäft mit Cash-Settlement eingesetzt werden. Dieses Hedging-Instrument schützt – wie das Waretermingeschäft – ebenfalls gegen Preisrisiken. Bei Fälligkeit erfolgt jedoch keine physische Lieferung, sondern ein Zahlungsausgleich aus der Differenz zwischen Sicherungspreis und aktuellem Marktpreis. Je nachdem, ob der Marktpreis höher oder niedriger als der vereinbarte Festpreis ist, bekommt oder zahlt das Unternehmen die Differenz (Cash-Settlement). In Kombination mit einem Rohstoffkauf oder -verkauf zu Marktpreisen ergibt sich somit ein Fixpreis für ein Unternehmen, da sich die Preisentwicklungen von Sicherung und Gegengeschäft aufheben.

Unternehmen können sich neu erfinden, Rohstoffe nicht

Aktuell kämpfen insbesondere Ölkonzerne mit strukturellen Problemen, und langfristig sucht das eine oder andere Unternehmen schon nach anderweitigen Geschäftsmodellen, um die nächsten Jahrzehnte nicht nur zu überstehen, sondern auch wieder Mehrwert für die Aktionäre zu generieren. Diesbezüglich können sich Unternehmen im Gegensatz zu einem Rohstoff auch immer wieder neu erfinden. Hier wäre zum Beispiel Nokia zu nennen: Angefangen hat das finnische Unternehmen im Jahr 1865 mit einer Papierfabrik, danach war man als Gummiproduzent tätig und eine Zeit lang der erfolgreichste Mobiltelefonhersteller der Welt. Aktuell zählt Nokia mit fast 100.000 Mitarbeitern zu den größten Netzwerkausrüstern weltweit.

Unternehmen können eine Preisfestsetzungsmacht erlangen

Apple revolutionierte mit seinem iPhone eine ganze Branche. Als Apple das iPhone auf den Markt brachte, lag die Schallmauer für den Preis eines Mobiltelefons etwa im Bereich von 200 US-Dollar. Dieser Preis bildete sich über die Jahre durch Angebot und Nachfrage, womit er sich auf dem Markt etablierte. Somit war hier im Grunde ein vom Markt vorgegebener Preis, an dem sich die Hersteller bei ihrer Entwicklung und Produktion orientierten konnten bzw. mussten. Wollte man erfolgreich sein, war es notwendig, dass die Herstellkosten deutlich darunter lagen. Größere Innovationen wurden dadurch von den Herstellern gescheut und blieben aus. Umso überraschender war dann, dass Apple für sein iPhone einen Preis von 500 US-Dollar aufrief. Apple erfand schlussendlich nicht nur das Mobiltelefon neu, sondern verschaffte der Branche auch eine Preis-Revolution. Tragischer Verlierer war damals Nokia, denn das finnische Unternehmen hielt zu lange an seinem alten Geschäftsmodell fest und verlor damit seine Marktanteile zur Gänze an Apple, Samsung und Co.

Bei technischen Neuerungen sind Käufer oftmals bereit, höhere Preise als üblich zu akzeptieren, wenn es sich dabei tatsächlich um wegweisende Innovationen handelt. Ein weiteres Beispiel ist die Entwicklung auf dem TV-Markt aufgrund technischer Möglichkeiten und geänderten Sehverhaltens: Zunächst waren es staatliche Unternehmen, die das Programm bestimmten, ehe dieser Markt von den werbefinanzierten privaten Fernsehstationen in Angriff genommen wurde und schlussendlich bezahlte Streaming-Dienste – die vor Jahren noch fast undenkbar waren – wie Amazon, Sky und Netflix auf den Markt drängten.

Risiken von Rohstoffaktien gegenüber Direktinvestments

Unternehmerische Fehlentscheidungen

Tendenziell sind Anlagen in Rohstoff-Unternehmen mit mehr Risiken behaftet als Direktinvestments in den Rohstoff selbst. Zum Beispiel können unternehmerische Fehlentscheidungen schlimmstenfalls dazu führen, dass ein Unternehmen insolvent wird. Dies bedeutet für Anleger in der Regel einen Totalverlust. Für Gold selbst wird es vermutlich immer einen Preis geben. Darüber hinaus ist noch etwas festzustellen: Große Übernahmen erfolgen meist in Zeiten, in denen die Unternehmen hoch bewertet sind, nur dann sind viele Anleger bereit, ein Unternehmen bei entsprechenden Kapitalmaßnahmen zu begleiten und Geld zur Expansion zur Verfügung zu stellen. Aktuell würden Übernahmen bei Goldminenbetreibern keineswegs überraschen, allerdings würden diese vermutlich zu einem stark übereuerten Preis stattfinden. Auf der anderen Seite macht dies nachvollziehbar, dass bei den Unternehmen im Ölgeschäft größere Übernahmen derzeit kein Thema sind – ganz im Gegenteil: Eher versuchen die Ölmultis aktuell sogar noch, ganze Geschäftsfelder oder Teile davon abzustoßen, um sich sozusagen gesundzuschrumpfen.

Preis-Absicherung gelingt nur auf Zeit

Die zuvor beschriebene Preissicherung funktioniert auch nur eine geraume Zeit lang, da längere Schwächephasen des Rohstoffs an einem Unternehmen keineswegs spurlos vorübergehen. Bestes Beispiel hierfür sind aktuell die Energieunternehmen, die seit geraumer Zeit unter einem schwachen Ölpreis leiden – dementsprechend notieren auch die betroffenen Unternehmen weit unter ihren ehemaligen Höchstständen. Aufgrund der Abhängigkeit vom Rohstoffpreis ist ein Unternehmen in dieser Branche langfristig betrachtet in guten wie in schlechten Tagen der Kursentwicklung ausgeliefert. Die Unternehmen müssen das allgemeine Preisniveau, das zu einem bestimmten Zeitpunkt auf den Märkten vorherrscht, akzeptieren. So gesehen sollte ein Investment in ein Rohstoffunternehmen doppelt überlegt werden: Zum einen sollte man sich fragen, ob man vom Unternehmen bzw. von dessen Management qualitativ überzeugt ist, und zum anderen, ob man dem entsprechenden Edelmetall positive Wertentwicklungen in Zukunft einräumt. Wenn eine dieser beiden Fragestellungen nicht befriedigend beantwortet werden kann, dann sollte von einem Investment Abstand genommen werden.

Der Goldpreis (in USD) stieg seit März 2020 um etwa 29 %



Quelle: Bloomberg

Im Fokus: Gold

Fundamental gibt es derzeit viele Gründe für das Edelmetall Gold, stellt es doch in unsicheren Zeiten einen gefühlten sicheren Hafen dar. Hinzu kommt noch, dass das Niedrigzinsumfeld völlig risikoaversen Anlegern heute keine Möglichkeit bietet, der schleichenden Inflation etwas entgegenzusetzen. Eine Abkehr von niedrigen Zinsen scheint aktuell in weiter Ferne, wovon der Goldpreis auch in den nächsten Monaten und unter Umständen sogar Jahren profitieren dürfte. Andererseits zeigt die Vergangenheit, dass auch die Freude an Gold schnell verfliegen kann, wenn sich die dunkle Wolkenfront über den Investment-Alternativen aufhellt – hierbei waren schärfere Korrekturen von mehr als 30 % beim Goldpreis keine Seltenheit. Interessant in diesem Zusammenhang ist die nachstehende exemplarische Entwicklung der fünf großen Goldminenbetreiber seit dem markttechnischen Corona-Tiefpunkt im März bis dato.

Fünf große Goldminenbetreiber im Performance-Check

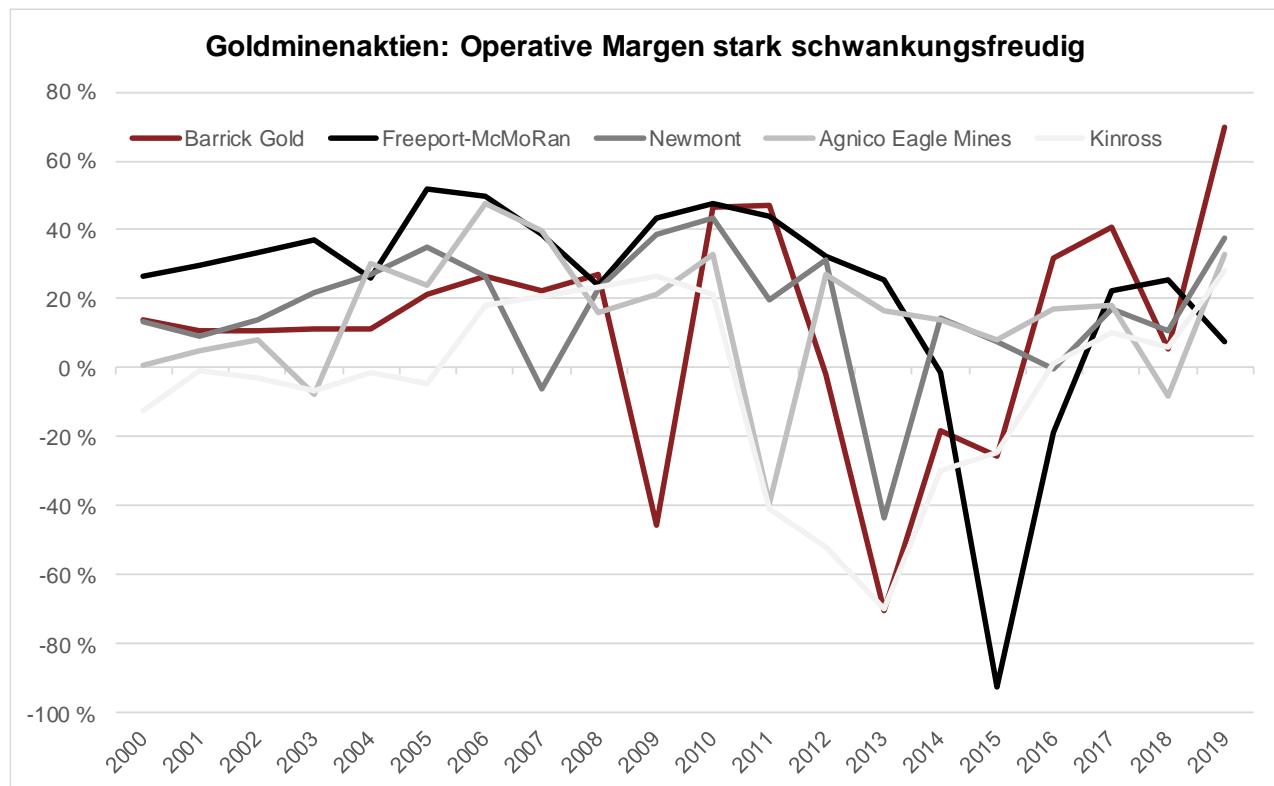
Aktie	Performance seit Corona-Goldtief am 19.03.2020*
Newmont	51,6 %
Barrick Gold	74,9 %
Freeport-McMoRan	193,0 %
Agnico Eagle Mines	114,8 %
Kinross	131,3 %
Durchschnitt	113,1 %

*Zeitraum: 19.03.2020 bis 13.10.2020

Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Wie der Performance-Check auf eindrucksvolle Weise belegt, scheinen die Unternehmen in diesem Bereich überproportional auf die Entwicklung des Goldpreises zu reagieren. Durch den hohen Goldpreis sprudeln derzeit auch die Gewinne bei den Unternehmen in diesem Sektor. Allerdings zeigten sich die Margen bei den Goldminenbetreibern in der Vergangenheit stark schwankungsanfällig (siehe Grafik auf der nächsten Seite).

Alle fünf Unternehmen kämpften in den vergangenen zwanzig Jahren teilweise auch mit negativen operativen Margen. Zum Vergleich: Nestlé als Vertreter der Aktien in der Branche Basiskonsum konnte in demselben Zeitraum stets eine positive operative Marge vorweisen. Als Rohstoffinvestor braucht man also nicht nur Nerven aus Drahtseilen, sondern auch viel Glück beim Timing, um dabei entsprechend erfolgreich zu sein.



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

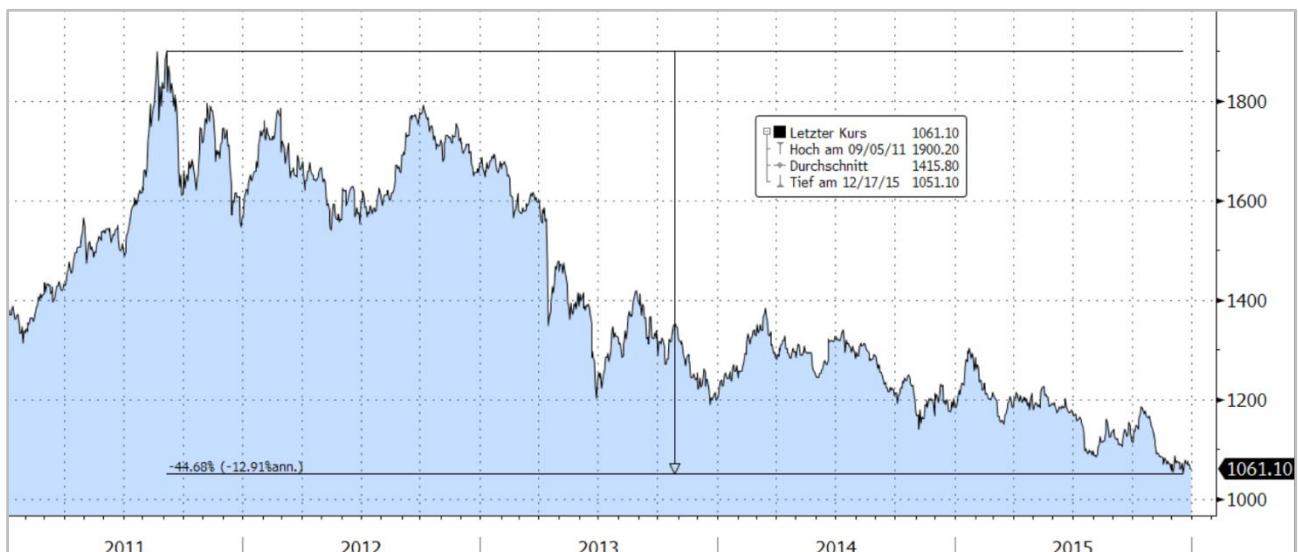
Die operative Marge wird auch als EBIT-Marge oder EBIT-Rendite bezeichnet. In der EBIT-Marge spiegelt sich das betriebliche Ergebnis im Verhältnis zum Umsatz wider. Bei der operativen Marge handelt es sich um eine spezielle Form der Umsatzrentabilität. Sie setzt ausschließlich den operativen Gewinn ins Verhältnis zum Umsatz. Die Finanzierungs- und Steuereffekte werden dabei nicht berücksichtigt. Mit der operativen Marge ist der Vergleich von Unternehmen einfacher zu bewerkstelligen. Obige Grafik macht deutlich, dass das Geschäft der Minenbetreiber überaus schwankungsanfällig ist und auch oft negative Margen auftreten können. Eine negative Marge bedeutet, dass man im operativen Geschäft einen Verlust eingefahren hat. Dies wiederum hat zur Folge, dass die Zahlung von Zinsen und Steuern nicht aus dem Kerngeschäft bewerkstelligt werden kann und zulasten der Substanz geht. Tendenziell scheint es derzeit aber so, dass die Minenbetreiber in diesem Jahr mit positiven Margen rechnen können und dass dies unter Umständen noch länger der Fall sein wird, sollte sich der Goldpreis auf dem aktuellen Niveau stabilisieren oder sogar noch zulegen können.

Die Kehrseite der Medaille

Die Kehrseite der Medaille muss auch in Augenschein genommen werden. Wie verhielten sich die Kurse der Gold-Unternehmen in der vergangenen Krise? Rückblende: Die Nachwehen der Finanzkrise trieben den Goldpreis bis zum Jahr 2011 auf den bis dato höchsten Kurs bei 1.900 US-Dollar. Die Rallye startete bereits im

Jahr 2007, damals notierte der Preis für das Edelmetall im Tief noch bei etwas mehr als 600 US-Dollar. Es lag im Grunde also eine Verdreifachung in den Folgejahren vor. Da war viel Platz nach unten, wie die nachfolgende Grafik belegt. In der letzten „Goldkrise“ korrigierte bzw. sank der Preis für das Edelmetall dann um 45 %.

Goldkrise: Von 2011 bis 2016 sank der Goldpreis um 45 %



Quelle: Bloomberg

Dazu passend nachstehend auch noch die Performance von fünf großen Goldminenbetreibern, die im gleichen Korrekturzeitraum* ebenfalls dramatische Verluste hinnehmen mussten.

Fünf große Goldminenbetreiber im Performance-Check		
Aktie	Performance während der Goldkorrektur 2011 bis 2015*	
Newmont		-70,3 %
Barrick Gold		-86,1 %
Freeport-McMoRan		-83,5 %
Agnico Eagle Mines		-61,8 %
Kinross		-89,7 %
Durchschnitt	-78,3 %	

*Zeitraum: 09.05.2011 bis 12.17.2015

Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Im Fokus: Öl

Aktuell befindet sich ein anderer allseits bekannter Rohstoff im Korrekturmodus: Öl. Die Unternehmen im Energiebereich leiden unter dem niedrigen Preis des schwarzen Goldes. Nachfolgende Grafik zeigt den Verlauf des Ölpreises von West Texas Intermediate. Diese Ölsorte gilt als wichtiger Indikator für Angebot und Nachfrage von Rohöl auf dem Weltmarkt sowie als Richtwert für die Preisfestsetzung anderer in den USA geförderter Ölsorten. Er bewegt sich in der Regel im gleichen Bereich wie der Preis der leichten Nordseesorte Brent, einer weiteren Standardsorte. Wie sich unschwer erkennen lässt, waren die letzten Jahre für Investoren in diesem Bereich schwierig, da sich der Ölpreis seit Oktober 2018 trotz der jüngsten Erholung immer noch halbiert hat.

Ölpreisentwicklung anhand des West Texas Intermediate

Quelle: Bloomberg

Wie die nachfolgende Tabelle eindrucksvoll beweist, ist selbst das beste Management machtlos, wenn der zugrunde liegende Rohstoff langfristig einknickt. Wie man hier erkennen kann, fallen die Kurse der Ölunternehmen im Schnitt ähnlich stark wie jene des Rohstoffs selbst. Allerdings kann man auch erkennen, dass manche Unternehmen besser durch die Krise gekommen sind als andere.

Fünf große Ölkonzerne im Performance-Check	
Aktie	Performance seit dem 2018-Hoch beim WTI-Preis*
Exxon Mobil	-55,1 %
Royal Dutch Shell	-58,5 %
Chevron	-35,0 %
PetroChina	-60,3 %
Total	-40,0 %
Durchschnitt	-49,8 %

*Zeitraum: 03.10.2018 bis 13.10.2020

Quelle: Bloomberg

Es gibt zwar bei jeder Rohstoffpreisbewegung – ob rauf oder runter – börsennotierte Unternehmen, die sich besser entwickeln als der Rohstoff selbst, aber eine entgegengesetzte Entwicklung zum allgemeinen Preistrend des Rohstoffs kann es auch für diese Aktien nicht geben. Ein Investment in diesem Bereich sollte also auch immer unter der Annahme erfolgen, dass sich der zugehörige Rohstoff in die entsprechende Richtung entwickelt.

Ölbranche auf der Suche nach dem Rettungsanker

Ein Leben ohne Öl ist aktuell noch undenkbar, da hierfür viele weitere Innovationen (Stichwort Elektro- und Wasserstoffmobilität) das Licht der Welt erblicken müssen. Da man Öl in naher Zukunft weiterhin benötigen wird, ist es durchaus möglich, dass sich der Ölpreis auch wieder in höhere Gefilde aufmacht und damit die Energieunternehmen und deren Anteilsscheine befeuert. Doch die Energiekonzerne sollten ihre Neuaustrichtung angesichts des Klimawandels und der gesellschaftlichen Veränderungen in den Industrienationen schon heute auf der täglichen Agenda haben. Eine komplette Neuerfindung der Ölkonzerne wird nicht von heute auf morgen vonstattengehen und deshalb auch für Aktionäre vermutlich eine sehr langwierige Angelegenheit werden.

Fazit

Bei Unternehmen, die einer Rohstoffbindung unterliegen, müssen bei einem langfristigen Investment vor allem die Chancen und Risiken des entsprechenden Rohstoffs bedacht werden, da eine Entkoppelung dieser beiden Protagonisten realistisch nicht möglich ist. Ein Rohstoff bietet keine Dividende, und in physischer Form müssen auch Lagerkosten einkalkuliert werden. Die Absicherungsgeschäfte der Unternehmen im Rohstoffbereich können nur kurz- bis mittelfristige Schwächeperioden abfedern. Das Management kann zwar einen Mehrwert für Aktionäre schaffen, indem es umsichtig agiert, aber langfristig sind diese Unternehmen der Rohstoffpreisentwicklung ausgeliefert. Sollte die Wirtschaft wieder Fahrt aufnehmen, könnte sich die aktuelle Nachfragerlandschaft umkehren: Nachlassende Sorgen würden den Goldpreis unter Umständen in Bedrängnis bringen, und eine anziehende Konjunktur könnte für eine Belebung der heftig gebeutelten Energietitel sorgen. Doch insbesondere Energiekonzerne werden sich in naher Zukunft zumindest teilweise neu erfinden müssen.

Autor:

Alexander Adrian, Diplom-Betriebswirt (FH), CPM

Schoellerbank Invest AG

Tel.: +43/662/88 55 11-2691

Rückfragen bitte auch an:

Marcus Hirschvogl, BA

Pressesprecher

Schoellerbank AG

Tel.: +43/1/534 71-2950

1010 Wien, Renngasse 3

marcus.hirschvogl@schoellerbank.at

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 10 Standorten und 400 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von mehr als 12,5 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria und ist das Kompetenzzentrum der UniCredit für Wealth Management in Österreich.

Mehr Informationen unter www.schoellerbank.at.

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#).

Das sollten Sie als Anlegerin/Anleger beachten – wichtige Risikohinweise:

Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Wert und Rendite einer Anlage können plötzlich und in erheblichem Umfang steigen oder fallen und können nicht garantiert werden. Auch Währungsschwankungen können die Entwicklung des Investments beeinflussen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Anlegerin bzw. der Anleger nicht die gesamte investierte Summe zurückhält, unter anderem dann, wenn die Kapitalanlage nur für kurze Zeit besteht. Unter außergewöhnlichen Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals samt Kaufspesen kommen. Wir weisen darauf hin, dass sich die Zahlenangaben bzw. Angaben zur Wertentwicklung auf die Vergangenheit beziehen und dass die frühere Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse ist.

Rechtliche Hinweise:

Diese Unterlage wurde nur zu Werbezwecken erstellt und stellt keine Finanzanalyse, keine Anlageberatung und keine Anlageempfehlung dar. Die vorliegenden Informationen sind insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren sowie keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Sie dienen nur der Erstinformation und können eine auf die individuellen Verhältnisse und Kenntnisse der Anlegerin bzw. des Anlegers bezogene Beratung nicht ersetzen.

Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Über den grundsätzlichen Umgang der Schoellerbank AG mit Interessenkonflikten sowie über die Offenlegung von Vorteilen informiert Sie die Broschüre „MiFID II – Markets in Financial Instruments Directive“. Ihre Beraterin bzw. Ihr Berater informiert Sie gerne im Detail.

Bezüglich der steuerlichen Behandlung wenden Sie sich bitte an Ihre Steuerberaterin bzw. Ihren Steuerberater. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen der Anlegerin bzw. des Anlegers abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die vorliegenden Informationen wurden von der Schoellerbank AG, Renngasse 3, 1010 Wien, auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Quellen erstellt, die als zuverlässig eingeschätzt werden. Die Informationen können jederzeit einer Änderung unterliegen. Die Schoellerbank AG ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet. Die Haftung der Schoellerbank AG für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und -studie und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.

Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ (Regulation S des US-Securities Act 1933) ausgehändigt werden.

Vervielfältigungen – in welcher Art auch immer – sind nur nach vorheriger ausdrücklicher Genehmigung der Schoellerbank AG zulässig. Bei Fragen wenden Sie sich bitte an Ihre Betreuerin bzw. Ihren Betreuer.

Irrtum und Druckfehler vorbehalten. Stand: 23. Oktober 2020

Diese Marketingmitteilung wurde von der Schoellerbank AG, Renngasse 3, 1010 Wien erstellt (Medieninhaber und Hersteller).