

**PK Assets**

# Anlage-Idee

## Strategisches Investment in Goldminen-Aktien

[www.pkassets.ch/marktanalysen](http://www.pkassets.ch/marktanalysen)

PK Assets AG Eggirrain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 [www.pkassets.ch](http://www.pkassets.ch)

Mögest du in interessanten Zeiten leben

Alter chinesischer Fluch

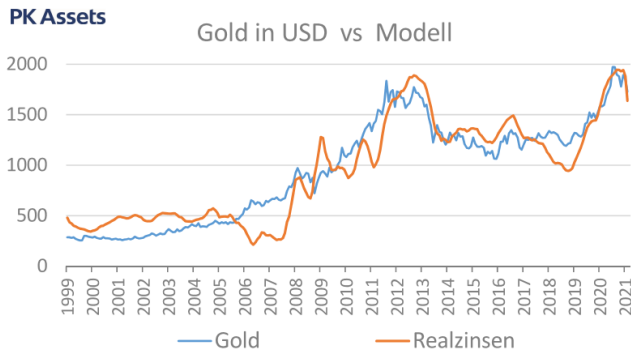
# Begründung

1. **Antifragiles Underlying:** Gold ist der perfekte Hedge für tiefe Realzinsen, schwächerer Dollar, weiteres Quantitative Easing, steigende Geldmengen, steigende Verschuldung und Vertrauensstörungen aller Art: Genau unser strategisches Zentral-Szenario: Gold ist antifragil in einer zunehmend fragilen Welt

# Das Underlying

## Das perfekte Asset für Yield Curve Control

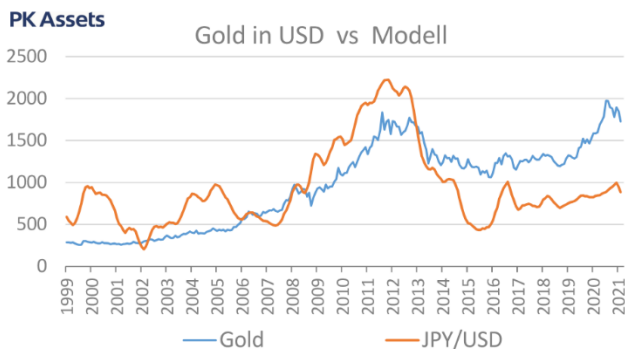
### Gold vs. Realzinsen (-)



### Realzinsen

Gold ist klar negativ korreliert mit den Negativzinsen, diese sind nach wie vor negativ, haben sich aber leicht aufgerappelt, indem der Zinsanstieg den Anstieg der Inflation und der Inflationserwartungen übertroffen hat

### Gold vs. USD (-)



### Aussenwert des Dollars

Klar negativ korreliert, am besten hilft Dollar/Yen

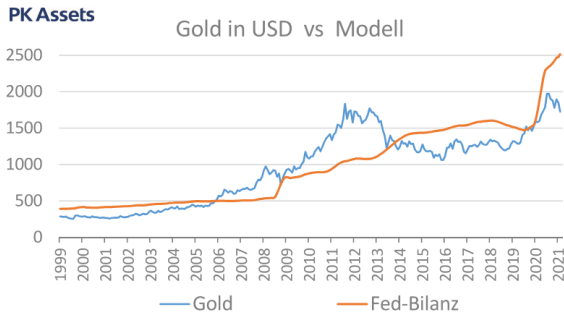
Wir gehen davon aus, dass Yield Curve Control kommt, wir glauben sogar dass YCC unausweichlich ist, denn höhere Zinsen würden die Wirtschaft abwürgen

Zeit, die Pensionskasse gegen tiefere Realzinsen und einen deutlich tieferen USD abzusichern

# Das Underlying

# Das perfekte Asset für Quantitative Easing

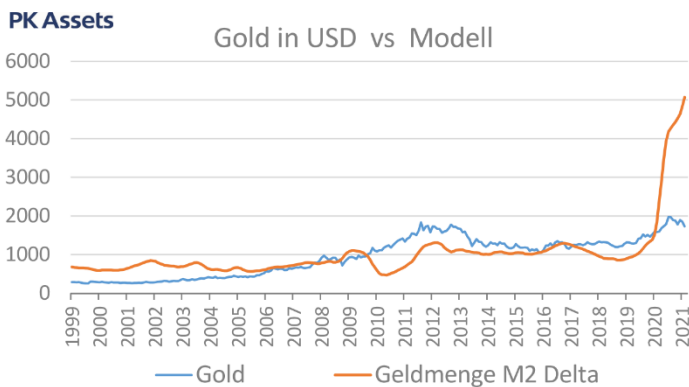
## Gold vs. Notenbank-Bilanz



## Quantitative Easing

*Je mehr neu geschaffenes Geld in das System geschleust wird, desto besser für Gold, ein Ende des QE ist nicht absehbar, denn jedes Tapering bedroht die Aktienmärkte*

## Gold vs. Geldmenge M2 Veränderung



## Geldmenge M2

*Brutale Expansion, bringt massive Sorgen für die Geldwertstabilität und pusht damit den Goldpreis*

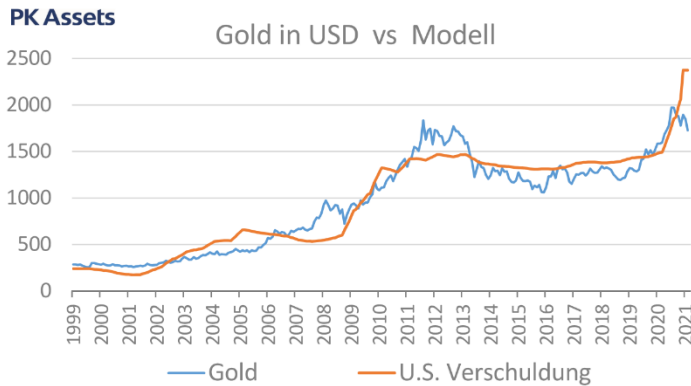
Wir glauben nicht an ein nachhaltiges Tapering, zu abhängig sind die Finanzmärkte vom lockeren Geld der Notenbanken, jede Störung im Finanzsystem beantworten die Notenbanken mit neuem Geld, auch in Zukunft

Zeit, die Pensionskasse gegen den konstanten Fluss von Papiergeld abzusichern

# Das Underlying

## Das perfekte Asset für eine Ära der Schulden

### Gold vs. U.S. Verschuldung



### Verschuldung

*Offensichtliche Verschuldung, wir verwenden sowohl Debt/GDP wie auch die Fiscal-Balance pro GDP, klare Korrelation, und auch hier geht's nur in eine Richtung*

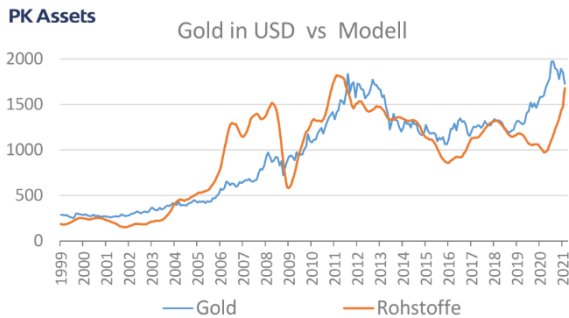
Die Schulden explodieren JETZT, speziell in den USA, nur schon dieser Umstand zieht den Goldpreis rauf

Zeit, die Pensionskasse gegen den Schuldenexzess abzusichern

# Das Underlying

## Das perfekte Asset für eine Ära der Reflation

### Gold vs. Rohstoffe: CRB und Kupfer



### Rohstoffe

*Commodities machen Zyklen durch, Gold als Bestandteil der Commodities machen diese Zyklen mit, auch wenn die Korrelation nicht übermäßig stark ist; am stärksten ist der Modelleffekt bei der Verwendung von Kupfer*

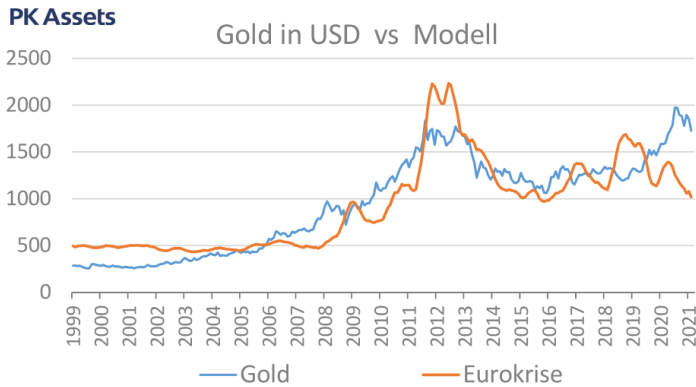
Die Reflation dürfte weiter gehen, zu eng sind die Bottlenecks, zu langsam die Reaktion der Commo-Produzenten, wer Commodities kauft, kauft automatisch auch Gold

Zeit, die Pensionskasse gegen die Reflation abzusichern

# Das Underlying

## Das perfekte Asset für einen Vertrauensverlust

### Gold vs. Eurokrise (BTP/Bund-Spread)



### Schuldensorgen

*Wir verwenden den BTP/Bund-Spread als Barometer, denn dieser springt immer dann ein, wenn Spread-mässig etwas im Argen liegt*

Egal wo ein Vertrauensverlust kommt, das Gold wird anspringen.

Gold dürfte eine zuverlässige Hedge-*'Währung'* bleiben

Zeit, die Pensionskasse gegen einen Vertrauensverlust abzusichern

# Das Underlying

# Per Saldo gutes Umfeld für Gold

## Gold vs. Gesamtmodell:

- 30% Realzinsen
- +
- 8% Dollar
- +
- 25% Rohstoffe
- +
- 6% Quantitative Easing
- +
- 16% Verschuldung
- +
- 2% Geldmenge
- +
- 7% Negative Anleihen global
- +
- 6% Spreads

Unser Modell bilden den Goldpreis ziemlich gut ab: Wir sind Bullish auf Gold

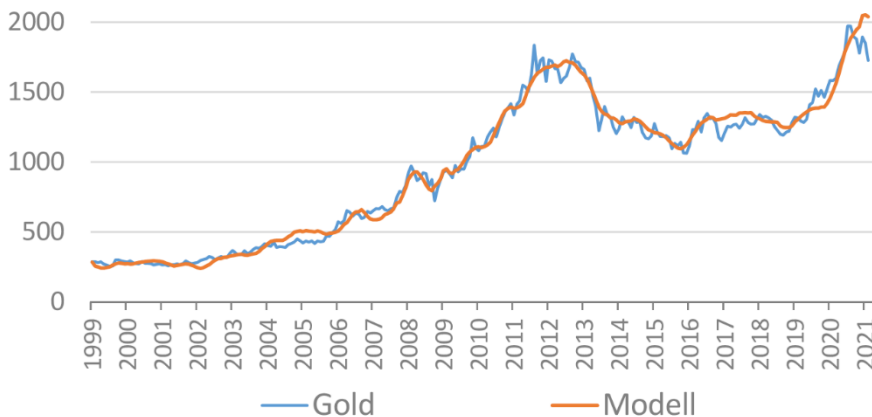
## Warum?

Wir rechnen mit einem Szenario einer Zinskurven-Kontrolle, das wäre super-bullish für Gold, den es würde alle wichtigen Faktoren trigger: Realzinsen (runter), Dollar (runter), Commodities (rauf), Vertrauen (runter), Schuldensorgen (rauf)

Gold ist **selten, unabhängig**, es hat **kein Gegenpartierisiko**, es ist nicht beliebig vielfältigbar, es ist **tangibel**

## PK Assets

Gold in USD vs Modell



Gleichzeitig ist Gold ein wirksamer Hedge gegen Tailrisiko, es ist hoch **liquid**, es hilft als Inflationshedge, es korreliert negativ mit dem **Dollar** und Gold ist **unkorreliert** zu den Finanzmärkten

Kurzum: Gold ist Antifragil in einer zunehmend fragilen Welt



## Begründung

1. **Antifragiles Underlying:** Gold ist der perfekte Hedge für tiefe Realzinsen, schwächerer Dollar, weiteres Quantitative Easing, steigende Geldmengen, steigende Verschuldung und Vertrauensstörungen aller Art: Genau unser strategisches Zentral-Szenario: Gold ist antifragil in einer zunehmend fragilen Welt
2. **Oase der Bonität:** Saubere Bilanzen: Goldminen verfügen über gesunde Bilanzen; im Vergleich zu anderen Sektoren über ein extrem hohes Eigenkapital, kaum Goodwill, unverfälschte, tangible Assets; zudem schneiden Goldminers relativ gut ab in ESG: Im Schnitt gutes MSCI ESG-Rating, sehr hohe ESG-Ranks von RobecoSam und Sustainalytics

*«Die Minenkonzerne haben sich über Jahrzehnte einen miserablen Ruf an den Finanzmärkten erarbeitet. In jedem Goldboom haben sie die Kosten aus dem Ruder laufen lassen, ihre Bilanz mit Schulden überhäuft, Kapital mit überdimensionierten Förderprojekten verbrannt und sich in desaströse Akquisitionsabenteuer gestürzt. Doch in den vergangenen Jahren hat, mit teilweise neuen Köpfen an der Spitze, ein Umdenken in der Branche stattgefunden. Die Unternehmen haben ihre Bilanzen saniert, und trotz des seit vier Jahren steigenden Goldpreises haben sie darauf geachtet, die Kosten unter Kontrolle zu halten. Statt Kapital in neue Förderprojekte zu stecken, schütten sie es an die Aktionäre aus.»*

Mark Dittli in The Market 10/2020

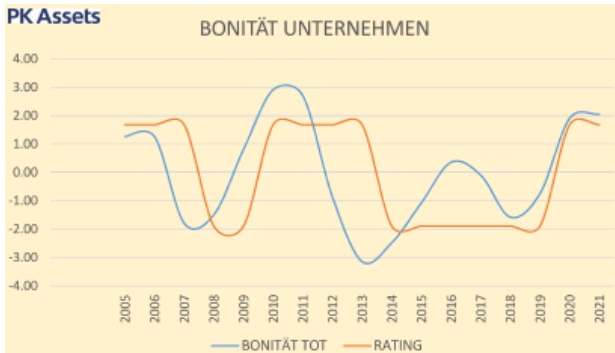
*«Precious metals miners have never looked so financially strong. If the industry were a sector it would have the cleanest balance sheet among all sectors in the S&P500. The median company in the S&P500 today has historically high total debt to assets of 35%. Top miners, on the other hand have only 12%.»*

Bloomberg 9/2020

# Top 10 Goldminer

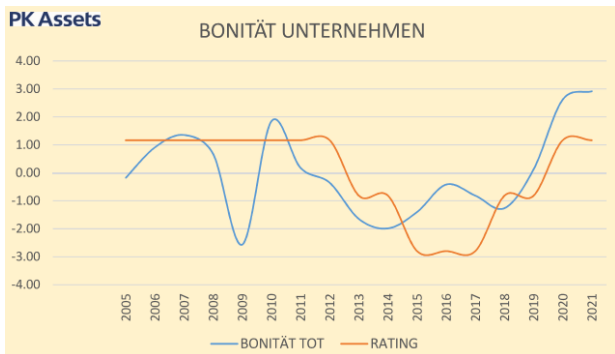
**Bessere Bilanzen,  
höhere Gewinne,  
satte Cash Flows**

## Newmont Mining (global)



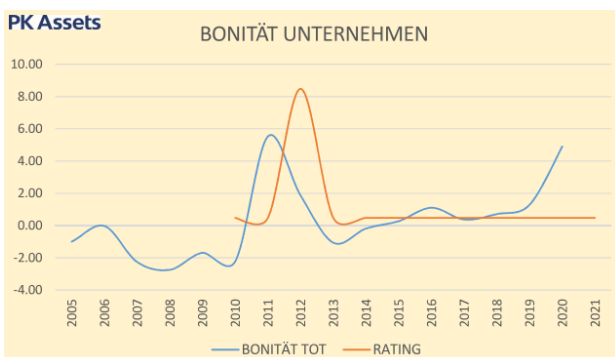
- Hohes Eigenkapital
- Hohe Cash Flows
- Steigender Altman Z
- Fallender Leverage
- Steigender Debt-Cover > 400%

## Barrick Gold (global)



- Hohes Eigenkapital
- Hohe Cash Flows
- Steigender Altman Z
- Stark fallender Leverage
- Steigender Debt-Cover > 600%

## Anglogold Ashanti (global)



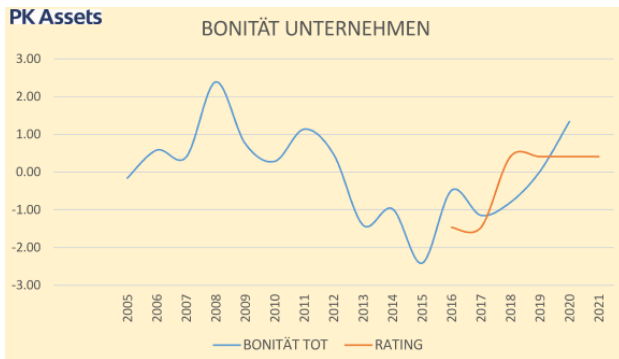
- Hohes, steigendes Eigenkapital
- Hohe Cash Flows
- Stark steigender Altman Z
- Stark fallender Leverage
- Steigender Debt-Cover > 250%

Unsere Bonitätsmodelle umfassen folgende Komponenten: Operativer Leverage, Bilanzleverage, Free Cash Flow, Goodwill, Margen, Altman Z, Aktivität, Debt Cover, EV/Debt etc

# Top 10 Goldminer

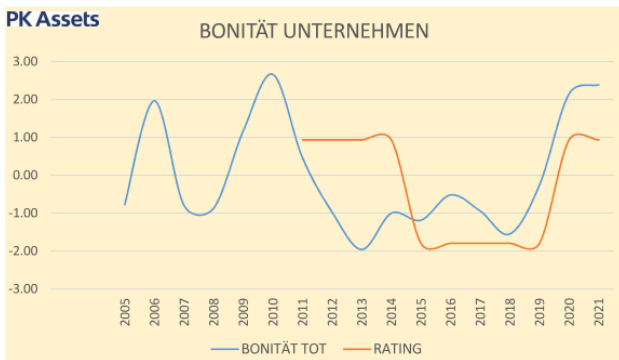
**Bessere Bilanzen,  
höhere Gewinne,  
satte Cash Flows**

## Polyus (Ru)



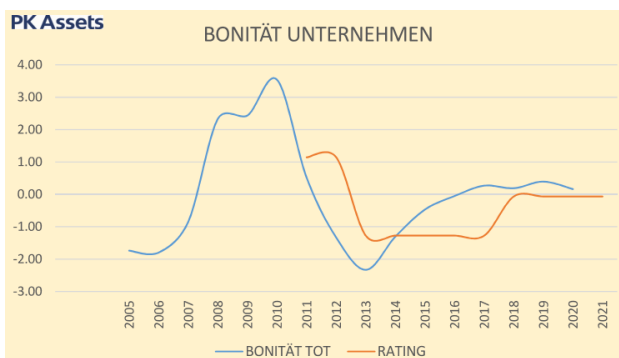
- Verbessertes Eigenkapital
- Rekord hohe Cash Flows
- Steigender Altman Z
- Stabilisierter Leverage
- Stabilisierter Debt-Cover > 170%

## Kinross Gold (Nord- und Südamerika)



- Hohes, steigendes Eigenkapital
- Hohe Cash Flows
- Steigender Altman Z
- Stark fallender Leverage
- Steigender Debt-Cover > 400%

## Newcrest Mining (Australien und Asien)



- Sehr hohes, stabiles Eigenkapital
- Verbesserte Cash Flows
- Steigender Altman Z
- Leicht fallender Leverage
- Steigender Debt-Cover > 500%

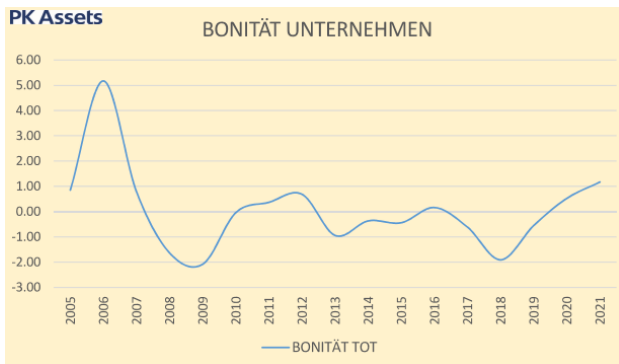
Einteilung Gold-Minen:

Seniors: Z.B. Newmont, Barrick, Newcrest, AngloGold, AEM  
 Mid-Tier: Z.B. Yamana, Alamos, Evolution Mining, Kirkland Lake  
 Royalty Streaming: Z.B. Franco Nevada, Wheton Precious,  
 Royal Gold

# Top 10 Goldminer

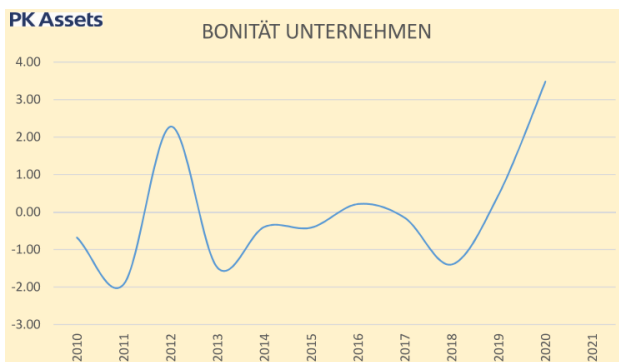
**Bessere Bilanzen,  
höhere Gewinne,  
satte Cash Flows**

## Agnico Eagle Mining (Can)



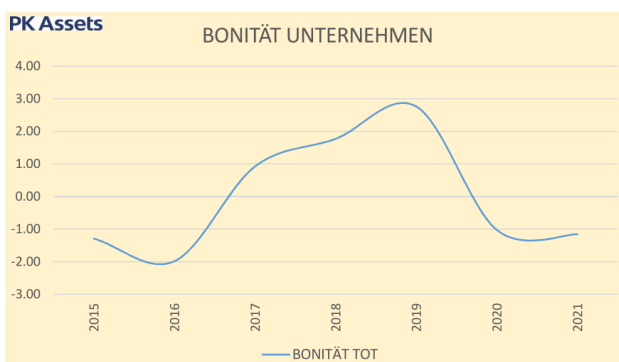
- Hohes Eigenkapital
- Massiv steigende Cash Flows
- Leicht steigender Altman Z
- Stabiler Leverage
- Hoher Debt-Cover > 400%

## Polymetal (RU)



- Hohes Eigenkapital
- Stark steigende Cash Flows
- Massiv steigender Altman Z
- Stark fallender Leverage
- Steigender Debt-Cover > 200%

## Kirkland Lake Gold (Can)



- Manko: Hohe Ausschüttungen
- Hohes, stabiles Eigenkapital
- Hohe Cash Flows
- Leicht fallender Altman Z
- Stabiler Leverage
- Steigender Debt-Cover > 2000%, da fast keine Schulden

# Top 10 Goldminer

**Bessere Bilanzen,  
höhere Gewinne,  
kaum Goodwill,  
satte Cash Flows**

- Nicht berücksichtigt in den Top 10: **Gold Fields** (SA und Australien): Grund: Bonität Südafrika
- Weitere Goldminers Tier 1: Franco Nevada, Wheaton Precious, Northern Star Resources
- Weitere Goldminers Tier 2: Pan American Silver, Evolution Mining, Yamana Gold, B2Gold, Hecla Mining, Endeavour Mining, SSR Mining, First Majestic Silver, Alamos

	Eigenkapitalisierung	Goodwill / Assets	MSCI ESG	RobecoSam	Sustainalyt ESG
NEWMONT CORP	51%	7%	A	99	94
BARRICK GOLD CORP	58%	10%	BBB	95	45
ANGLOGOLD ASHANTI LTD	47%	2%	BB	89	91
POLYUS PJSC	34%	0%	A	72	74
KINROSS GOLD CORP	59%	1%	A	85	83
NEWCREST MINING LTD	65%	0%	AA	82	32
AGNICO EAGLE MINES LTD	55%	4%	AA	66	85
POLYMETAL INTERNATIONAL PLC	45%	0%	A	93	98
KIRKLAND LAKE GOLD LTD	72%	0%	BB	15	n.a.

RobecoSam und Sustainalytics:  
100 = Max, 0 = Min.)

- Im Vergleich zu anderen Sektoren extrem hohes Eigenkapital
- Kaum Goodwill, unverfälschte, tangible Assets
- Im Schnitt gutes MSCI ESG-Rating
- Sehr hohe ESG-Ranks von RobecoSam und Sustainalytics
- **Eine Oase der Bonität**

## Begründung

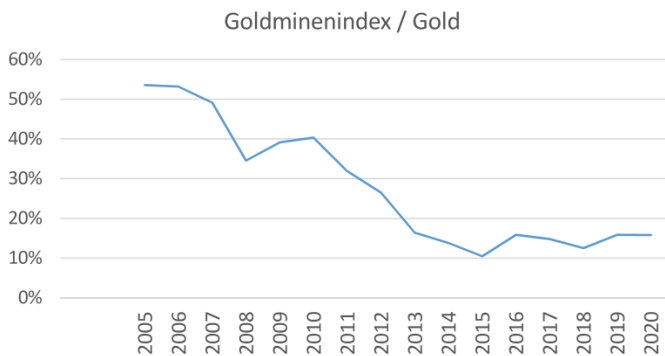
- 1. Antifragiles Underlying:** Gold ist der perfekte Hedge für tiefe Realzinsen, schwächerer Dollar, weiteres Quantitative Easing, steigende Geldmengen, steigende Verschuldung und Vertrauensstörungen aller Art: Genau unser strategisches Zentral-Szenario: Gold ist antifragil in einer zunehmend fragilen Welt
- 2. Oase der Bonität:** Saubere Bilanzen: Goldminen verfügen über gesunde Bilanzen; im Vergleich zu anderen Sektoren über ein extrem hohes Eigenkapital, kaum Goodwill, unverfälschte, tangible Assets; zudem schneiden Goldminer relativ gut ab in ESG: Im Schnitt gutes MSCI ESG-Rating, sehr hohe ESG-Ranks von RobecoSam und Sustainalytics
- 3. Unterbewertet und unkorreliert:** Die Goldminenaktien haben Luft nach oben: Sie sind sowohl krass unterbewertet gegenüber dem Underlying (Gold spot), wie auch den Aktien (S&P500); zudem sind Goldminen kaum korreliert zum breiten Aktienmarkt; dies weil die Gründe von Aktienkorrekturen durchaus Gründe für eine Gold-Hausse darstellen können

*«Precious metals miners are the only industry where we are seeing strong and sustainable growth in revenues and future free cash flow at still incredibly low valuations today.»*

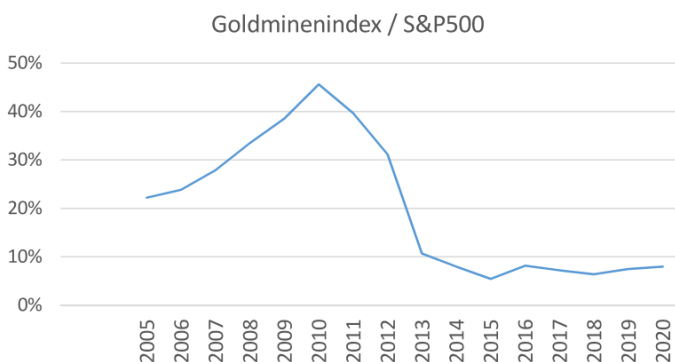
Bloomberg 9/2020



## Goldminen-Index: NYSE Arca Exchange Gold Bugs



- Der Goldminen-Index hat Fahrt aufgenommen
- Aber **verglichen mit dem Goldpreis** ist er noch auf einem Niveau, welches massives Value impliziert



- Der Goldminen-Index hat Fahrt aufgenommen
- Aber **verglichen mit dem U.S. Aktienmarkt** ist er noch auf einem Niveau, welches massives Value impliziert

## All-In Sustaining Cost

NEWMONT CORP	1'045
BARRICK GOLD CORP	967
ANGLOGOLD ASHANTI LTD	1'059
POLYUS PJSC	604
KINROSS GOLD CORP	970
NEWCREST MINING LTD	862
AGNICO EAGLE MINES LTD	1'051
POLYMETAL INTERNATIONAL PLC	n.a.
KIRKLAND LAKE GOLD LTD	800
<b>Durchschnitt</b>	<b>920</b>

*«based on the average all-in sustaining cost margin the sector experienced its most profitable year ever in 2020, essentially pocketing USD 828 per ounce, compared to the prior 2011 high of USD 666 per ounce»*

Incrementum All Seasons Fund 4/2021

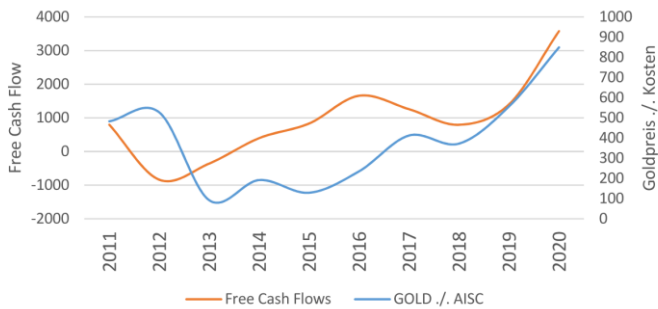
*«Die Aktienkurse der Minenkonzerne müssten sich – bei unverändertem Goldpreis – verdoppeln, um nur schon ein historisch durchschnittliches Bewertungsniveau zu erreichen.»*

Mark Dittli in The Market 10/2020

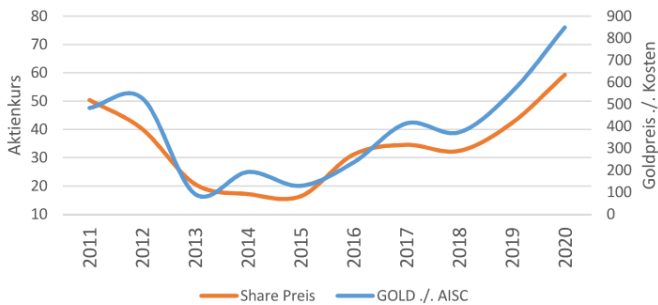
- Die Goldminer haben einen Break-Even-Goldpreis («All in sustaining cost») von 920 USD!!!
- Gold ist aktuell bei 1900!
- Bei diesen Goldpreisen und diesen AISC explodiert der Free Cash Flow
- Damit sollten auch die Aktienkurse explodieren
- **Bei diesen Goldpreisen sind Goldminen Gelddruckmaschinen**
- Und was passiert, wenn der Goldpreis ausbricht?

## Beispiel: Newmont Mining

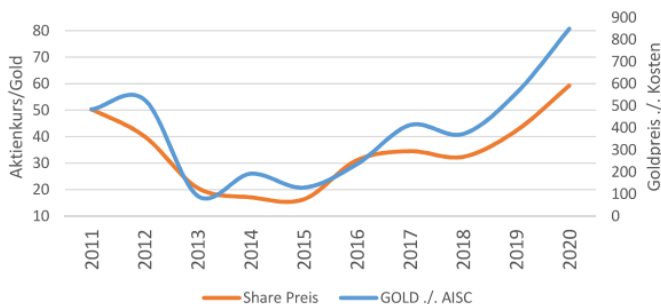
Free Cash Flows vs. (Goldpreis - Costs)



Aktie vs. (Goldpreis - Costs)

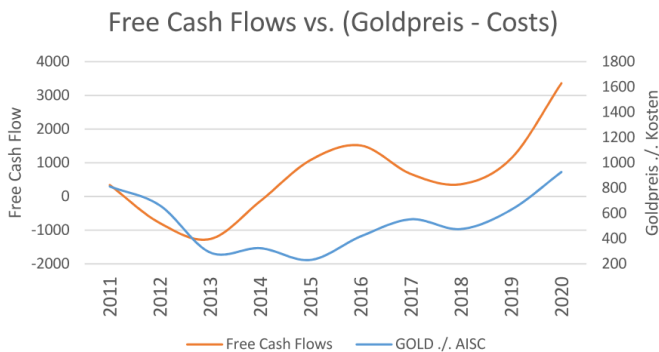


Aktie/ Gold vs. (Goldpreis - Costs)



- Die FCF von **Newmont** steigen an mit den Margen der Miner
- Auch der Aktienpreis von Newmont steigt mit der Marge, ist aber noch nicht stark mit gestiegen
- Für den aktuellen Goldpreis müssten die Aktienpreise deutlich höher sein als sie sind, wir haben dafür den Aktienpreis zum Goldpreis ins Verhältnis gesetzt und mit der Marge über dem AISC verglichen
- Newmont schaut deutlich unterbewertet aus

## Beispiel: Barrick Gold

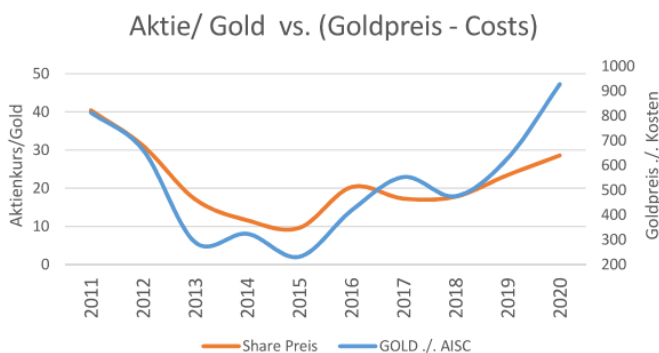
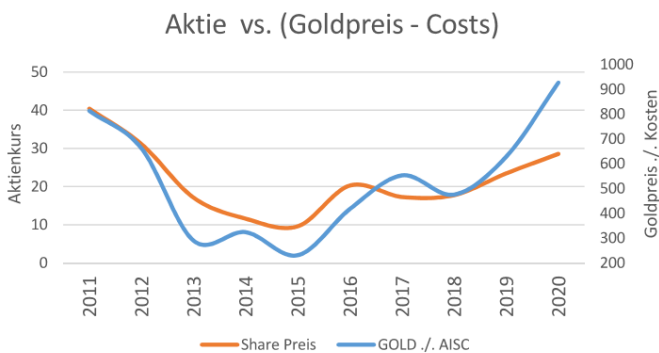


- Die FCF von **Barrick** steigen an mit den Margen der Miner, und zwar massiv

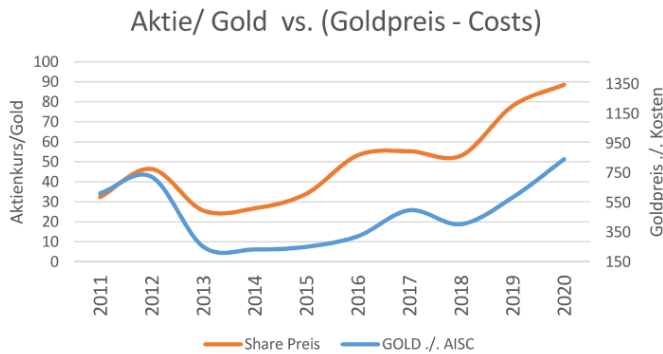
- Auch der Aktienpreis von Barrick steigt mit der Marge, ist aber noch nicht stark mit gestiegen

- Für den aktuellen Goldpreis müssten die Aktienpreise deutlich höher sein als sie sind, wir haben dafür den Aktienpreis zum Goldpreis ins Verhältnis gesetzt und mit der Marge über dem AISC verglichen

- Barrick schaut deutlich unterbewertet aus

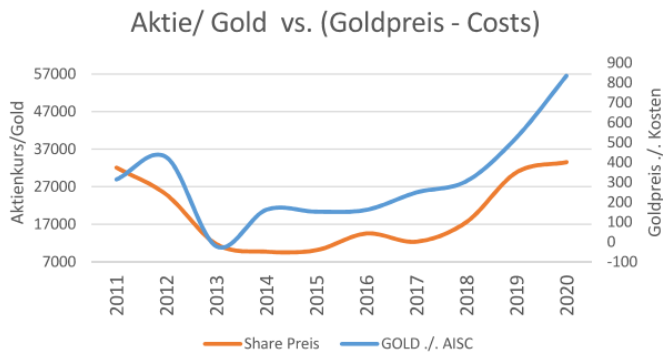


## Beispiel: Agnico Eagle

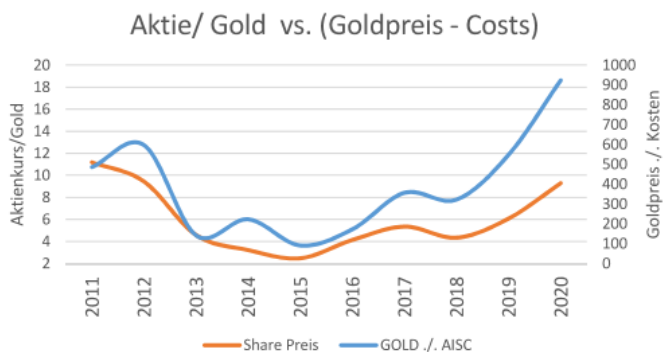


- Was für Newmont und Barrick gilt, gilt auch für die anderen Goldminer
- Die Fundamentals sind so gut wie noch nie, die Aktienpreise ziehen an, sind aber noch nicht annähernd dort, wo sie angesichts der aktuellen Goldpreise sein sollten
- Und schon gar nicht dort, wenn man einen bullischen Ausblick auf Gold hat

## Beispiel: Anglogold

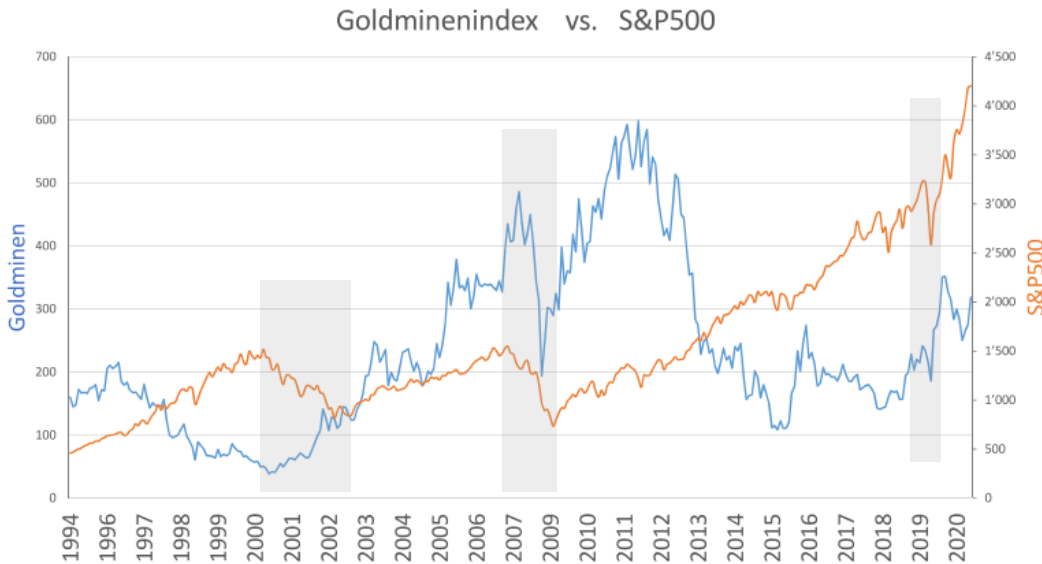


## Beispiel: Kinross



# Bewertung

## Aktien-Crash = Goldminen- Crash?



- Goldminenaktien sind tief korreliert mit Aktien (Korrelationskoeffizient von HUI und S&P500 im Zeitraum 1994-2021 ist bei 0.0073)
- Keine Systematiken auszumachen: In der grossen Finanzkrise haben sowohl Aktien und Goldminen korrigiert, in der Dot-Com-Krise gab es negative Korrelation zugunsten USD, im 2020 gab es beim Aktienausverkauf auch eine Korrektur bei Goldminen

«Im Vergleich zum S&P500 hat Gold besonders in jenen Jahren schlecht abgeschnitten, in denen der S&P500 sehr hohe Kursgewinne erzielte. Gold verzeichnete die höchsten relativen Zuwächse gegenüber dem S&P500 hingegen in jenen Jahren, in denen der S&P500 schlecht reüssierte – ausgenommen das besondere Jahr 1997»

- Die fehlende Korrelation könnte «Gold» wert sein

## Begründung

- 1. Antifragiles Underlying:** Gold ist der perfekte Hedge für tiefe Realzinsen, schwächerer Dollar, weiteres Quantitative Easing, steigende Geldmengen, steigende Verschuldung und Vertrauensstörungen aller Art: Genau unser strategisches Zentral-Szenario: Gold ist antifragil in einer zunehmend fragilen Welt
- 2. Oase der Bonität:** Saubere Bilanzen: Goldminen verfügen über gesunde Bilanzen; im Vergleich zu anderen Sektoren über ein extrem hohes Eigenkapital, kaum Goodwill, unverfälschte, tangible Assets; zudem schneiden Goldminer relativ gut ab in ESG: Im Schnitt gutes MSCI ESG-Rating, sehr hohe ESG-Ranks von RobecoSam und Sustainalytics
- 3. Unterbewertet und unkorreliert:** Die Goldminenaktien haben Luft nach oben: Sie sind sowohl krass unterbewertet gegenüber dem Underlying (Gold spot), wie auch den Aktien (S&P500); zudem sind Goldminen kaum korreliert zum breiten Aktienmarkt; dies weil die Gründe von Aktienkorrekturen durchaus Gründe für eine Gold-Hausse darstellen können

### **Kurzum:**

**Goldminen sind antifragil, haben eine ausgezeichnete Bonität, sind grotesk unterbewertet und unkorreliert zum Aktienmarkt**