

verhouding tussen de eerder genoemde index van goudmijnaandelen ('HUI') en de goudprijs.

Als voorspellende indicator heeft deze HUI/goud-ratio weinig waarde, maar hij helpt wel om te bepalen of goudmijnaandelen historisch gezien goedkoop of duur zijn.

In december belandde de ratio op een voorlopig dieptepunt van 0,16. Dit niveau werd voor het laatst bereikt in de periode 2000-2001, maar toen kostte een troy ounce goud amper 300 dollar tegen ruim 1300 dollar nu. Inmiddels is de verhouding tussen de koers van de goudmijnindex en de goudprijs weer licht gestegen naar 0,2, maar ook dat is historisch gezien erg laag.

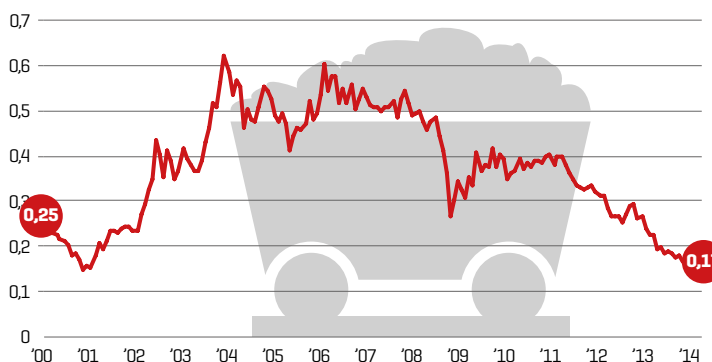
VAN GROEI NAAR EFFICIËNTIE

De markt is dus niet meer bereid om evenveel te betalen voor het gemiddelde goudmijnaandeel als een jaar of tien geleden. Ze zien dus minder waarde in de belegging en daar zijn redenen voor. Vorig jaar werd het lijstje goudmijnbedrijven dat onder de boekwaarde noteert steeds langer. Anders gezegd, de marktwaarde van een flink aantal 'miners' is lager dan de theoretische liquidatiewaarde. Boekhoudregels schrijven voor dat bedrijven dan hun bezittingen voor een deel moeten afwaarderen. Dit is precies wat vorig jaar massaal gebeurde: Barrick Gold, de grootste goudproducent ter wereld, moest vorig jaar 8,7 miljard dollar afboeken. Bij Newcrest Mining uit Australië was dit 5,6 miljard dollar en Newmont Mining hield het bij 3,4 miljard dollar. AngloGold (2,4 miljard) en Kinross (2,5 miljard) vervolledigen de top 5.

Die waardeverminderingen zijn in eerste instantie het gevolg van de goudprijs. Een lagere goudprijs verkleint de waarde van een mijn of exploratieproject omdat wat nog in de grond zit minder duur verkocht zal kunnen worden. Daarnaast speelt ook de evolutie van de productiekosten een belangrijke rol. Hogere energieprijzen of stijgende

Goudmijnaandelen in perspectief

HUI-goud ratio



ZEVEN JAAR DALEN

De koers van goudmijnaandelen ten opzichte van de goudprijs is nu historisch laag. Die dalende trend werd al in 2006 ingezet, toen de verhouding boven 0,6 noteerde. 2008 was een rampjaar voor goudmijnaandelen, maar in veel mindere mate voor goud zelf, dat het jaar zelfs bijna 6 procent hoger afsloot. Eind 2008 viel de HUI/goud-

ratio voor het eerst scherp terug naar 0,25, het niveau van eind 2002. In de periode van 2009 tot 2011 volgde een bescheiden herstel, maar de goudmijnaandelen kwamen er nooit helemaal opnieuw bovenop. Zelfs toen de goudprijs in september 2011 een voorlopig recordniveau van dollar bereikte, steeg de HUI/goud niet hoger dan 0,3.

loonkosten kunnen de waarde van een project beïnvloeden.

TOEKOMST

De HUI/goud-ratio leert dat de mijnaandelen in verhouding tot de goudprijs aan de onderkant van de historische range noteren.

Op korte termijn is het risico op nieuwe waardeverminderingen niet zo groot, want de meeste mijngroepen kiezen ervoor om de bittere pil in één keer door te slikken. Ook de

neerwaartse herziening van de reserves loopt stilaan op haar einde.

Bij de schaarse nieuwe projecten wordt in de rendabiliteitsmodellen al rekening gehouden met een lagere goudprijs. Ertsen die op dit moment niet rendabel te ontginnen zijn, kunnen dit bij een hogere goudprijs wel worden.

Daarnaast heeft het management van de mijngroepen zijn strategie radicaal omgegooid. Tot enkele jaren geleden stond alles in het teken van groei. Er werd zwaar geïnvesteerd in exploratie en nieuwe projecten met het oog op uitbreiding van de productie. De meeste grote en middelgrote goudbedrijven toonden zich ook erg actief op het overnamefront. Vele miljarden aan afschrijvingen en waardeverminderingen later is duidelijk dat dit niet de beste strategie was. Men is tot de conclusie gekomen dat investeren zonder winstgevendheid eigenlijk zinloos is.

MINDER EXPLORATIE EN LAGERE INVESTERINGEN ZULLEN OP TERMIJN GEVOLGEN HEBBEN VOOR DE PRODUCTIE, MAAR DAT ZIJN ZORGEN VOOR LATER

De focus ligt nu op het verminderen van de kapitaaluitgaven en het snoeien in de kosten. Groei is geen prioriteit meer, maar in afwachting van een hogere goudprijs probeert men de bestaande activa zo efficiënt mogelijk te beheren. Desnoods worden mijnen (al dan niet tijdelijk) gesloten als de kosten van delving boven de goudprijs uitstijgen. Minder exploratie en lagere investeringen zullen op termijn gevolgen hebben voor de productie, maar dat zijn zorgen voor later. Intussen zien goudmijnbedrijven meer geld in hun kas stromen, waardoor schulden afgelost kunnen worden. De goudmijnindustrie legt op die manier de basis voor een herstel wanneer de goudprijs duurzaam opveert. Bedrijven zullen in hun achterhoofd houden dat overheden een graantje mee willen pikken van hoge winsten op delfstoffen uit hun land: een risico voor beleggers.

HOE BELEGGEN IN GOUDMIJNEN?

Er zijn verschillende manieren om in goudmijnaandelen te investeren. Zelf een mandje aandelen samenstellen is een mogelijkheid, maar dat vraagt van beleggers de discipline om de operationele en financiële gang van zaken bij de mijnbedrijven te volgen. Wie een passieve aanpak verkiest, heeft de keuze uit verschillende ETF's of trackers die de evolutie van de HUI (en andere mijnindexen) imiteren. De grootste en bekendste is de Market Vectors Gold Miners index (GDX). Voor de meer risicovolle beleggers is er een scala aan afgeleide producten met de HUI (of andere mijnindexen of individuele aandelen) als onderliggende waarde.

OVER DE AUTEUR

- **Koen Lauwers is onafhankelijk financieel analist, gespecialiseerd in grondstoffen**
- **Lauwers heeft geen belangen in genoemde producten en bedrijven**