

## Geschäftsmodell von SILVER WHEATON (SW)

SW ist keine Produktionsgesellschaft, sondern erhält über langfristige Lieferverträge Silber aus Minenprojekten, die in der Regel Gold, Blei, Zink und Kupfer als Hauptausbeutung aufweisen.

Im Einkauf liegt der Gewinn, so kann das Geschäftsmodell von SW bezeichnet werden, denn SW bezieht zum Preis von rd. 4 US\$ die Unze. Die langfristigen Vereinbarungen wurden zu einer Zeit getroffen, als der Unzenpreis für Silber noch bei rd. 10 US\$ lag. Die Zeitdauer der Vereinbarungen liegt entweder bei 25 Jahren und in der Mehrzahl der Fälle auf der Lebensdauer der gesamten Mine; Ausnahme sind vier neue Projekte mit geringerem Produktionsanteil (mit vier Jahren Vertragslaufzeit bis 2013).

SW ist ein relativ junges Unternehmen. Es wurde 2004 gegründet und hat in den bisherigen 7 Geschäftsjahren die Verträge über 14 Minenvorkommen geschlossen, die rd. 1,8 Mrd. Silberunzen bzw. Äquivalente (Gold wird auch noch in geringem Umfang erworben, bezogen und verkauft) beinhaltet. Dies entspricht rd. 5 Silberunzen pro Aktie. Bei einem Kurs von rd. 30 US\$ pro Feinunze entspricht dies nachgewiesene, vermutete und klar erwiesene Reserven von 5 Unzen pro Aktie = 150 US\$.

2009 bezog SW rd. 17,5 Mio. Silberunzen, 2010 rd. 24 Mio. Unzen und die „Produktion“ soll um 70 % auf 40 Mio. Unzen im Jahre 2013 ausgebaut werden.

Dies sind durchaus realistische Bezüge, da die Bauindustrie in den nächsten Jahren massive Investitionen in den Ausbau ihrer Kapazitäten vornehmen wird und SW davon durch seinen „Abfallbezug“ profitiert.

Die Minen liegen mit 41 % Bezugsanteil in Mexiko; der Rest verteilt sich auf Peru, Argentinien, Chile, Kanada, USA, Griechenland, Portugal und Schweden.

Zum Verständnis des Silbermarkts muss man wissen, dass max. 1/3 der Silberproduktion von rd. 750 Mio. p.a. Silberunzen, dies entspricht rd. 24.000 Tonnen Silber (Goldproduktion bei rd. 1/10 also 2.500 Tonnen), aus reinen Silberminen stammt, während rd. 2/3 aus Gold- und vor allem Basismetall-Minen stammt.

SW zielt bis 2013 rd. 40 Mio. Feinunzen zu produzieren. Dies entspricht einem Marktanteil von rd. 6 bis 7 %. Damit ist SW einer der Hauptspieler am Silbermarkt.

Wichtige Gesamtzusammenhänge:

Der Silbermarkt, bis Anfang der 90er Jahre, mit sehr hohen Beständen ausgestattet (Private wie Regierungen) hat sich im Verlauf der 90er Jahre bestandsmäßig deutlich abgebaut, von ca. 2 Mrd. Feinunzen auf ca. noch 250 Mio. Feinunzen im Jahre 2005 und hat sich seither wieder etwas aufgebaut, wobei vor allem für Investmentzwecke (sogenannte ETFs) Silber angeschafft wurde. Derzeitiger Umfang rd. 600 bis 700 Mio. Feinunzen (also eine Jahresproduktion). Regierungen haben keinerlei nennenswerte Bestände mehr an Silber.

Die Silbernachfrage besteht im Gegensatz zum Goldmarkt auf einer erheblichen industriellen Verwendungen, von der Jahresproduktion von rd. 25.000 Tonnen gehen weit über 50 % in den industriellen Verbrauch, rd. 20 % werden für Schmuck und Silberwaren verwendet und lediglich ¼ wird für Münzen und Medaillen sowie für Investmentzwecke verwendet.

Vor allem für industrielle Applikationen wird in den nächsten Jahren eine stark steigende Verwendungsbreite von Silber erwartet. Dies resultiert aus den hervorragenden Leiteigenschaften von Silber wie auch seiner optimalen Eigenschaft im Bereich von Keimtötung für biologische Zwecke. Selbst eine um jährlich 10 % bis 15 % (also rd. 3.000 Tonnen) steigende Nachfrage wird auf den Märkten problemlos aufgenommen werden.

Der Silbermarkt insgesamt ist mit rd. 2,5 Mrd. US\$ weltweitem Umsatz ein kleiner Markt (Goldmarkt 15 Mrd. US\$).

Zur Beurteilung des SW Geschäftsmodells wurde folgende Projektion (entnommen entsprechenden Firmendarstellungen) für die Jahre 2010 bis 2013 vorgenommen.

	2009	2010	2011	2012	2013
Produktion in Mio. UZ (=Unzen)	17,5	25	30 (g)	35 (g)	40 (g)
In Mio. UZ nachgewiesener und vermuteter Reserven <sup>1</sup>		1800	1980	2178	2395
Reichweite der Produktion in Jahren		72	66	62	60
Zahl der Aktien (in Mio.)	350	350	350	350	350
Feinunzen je Aktie an Reserven		5,14	5,66	6,22	6,85
Ø Silberpreis in US\$ p.a.		25	30	32	35
Nettoerlöse (= 50 % vom Umsatz) <sup>2</sup> in Mio. US\$		312,50	450	560	700
Gewinn je Aktie in US\$		0,89	1,3	1,6	2,0
KGV bei Kurs 35 US\$ je Aktie		39	27	22	17,5
Szenario stärker steigende Unzenpreise in US\$ (optimistische Variante)		25	35	40	50
Gewinn je Aktie in US\$		0,89	1,5	2,0	2,9
KGV bei Kurs 35 US\$ je Aktie		39	23	17,5	12,0

### Ergebnis:

Die SW-Aktie ist bei einem Kurs von 35 US\$ nicht mehr gerade billig, wenn wir eine moderate Silberpreisentwicklung in den nächsten Jahren 2011 30 US\$ bis 2013 auf 35 US\$ steigend unterstellen. Dies ändert sich deutlich, wenn wir eine stärkere Preissteigerung für die Feinunze Silber unterstellen.

Hochmodelliert bezogen auf das Jahr 2015 bei einer unterstellten Jahresproduktion von 50 Mio. Unzen und im Jahre 2020 in Höhe von 80 Mio. Unzen sowie einem Preis pro Feinunze im Jahre 2015 von 70 US\$ und im Jahre 2020 von 100 US\$ ergibt sich bei den gleichen Produktionsverhältnissen (50 % des Umsatzes als Nettogewinn) für das Jahr 2015 ein

<sup>1</sup> bisher 25 % Jahreswachstum der Reserven, 2010 bis 2013 unterstellt 10 % Wachstum der Reserven

<sup>2</sup> Zahl der produzierten Unzen x Ø Unzenpreis des geplanten Szenarios

Ergebnis pro Aktie von 5 US\$ und im Jahre 2020 von 11,4 US\$. Unterstellt ein Kurs / Gewinnverhältnis (KGV) von 15 ergibt es für die SW-Aktie bis im Jahre 2015 eine **Kursperspektive von 75 US\$**, was einem jährlichen Zuwachs von rd. 15 % bis 16 % entspricht und für das Jahr 2020 eine Kursperspektive von 171 US\$, was **gleichfalls bezogen auf 10 Jahre eine jährliche Kurssteigerung von rd. 15 % bis 16 % entspricht**.

Obwohl das SW-Modell aufgrund seiner langfristigen Lieferverträgen zu festen Preisen fantastische Kursspannen erwarten lässt, **ist doch bei einem heutigen Kursniveau von 35 US\$ bereits erhebliches Zukunftspotential verbraucht. Dies ist relativ ernüchternd.**

Vor allem durch die Kurssteigerung in der zweiten Jahreshälfte 2010, als der Kurs von rd. 10 US\$ auf über 30 US\$ sich verdreifacht hat, sind für die „Pionierinvestoren“ des Geschäftsmodells wohl die „goldenen Zeiten“ gewesen.

Nunmehr ist in der Ertragsperspektive des SW-Geschäftsmodells Normalzustand eingekehrt. Entgegen vieler Äußerungen der reinen „Goldanleger“ halten wir Silber wegen seiner **Doppelnatur** als traditionelles Tauschmedium und Wertspeicher (1), wie auch seiner breiten industriellen Verwendung (2) mit steigender Anwendungsbreite als weiterhin interessantes Investment für sehr attraktiv.

Wir selbst haben die jüngste Kursschwäche der SW-Aktie (Rückgang von 30€ auf 23€) genutzt, und uns einen Grundbestand zugelegt.

### **... Silbermarkt mit erstaunlicher Robustheit**

Der Silbermarkt hat entgegen vieler Prognosen zu Jahresbeginn 2011 keinen „Rücksetzer“ gehabt und ist wieder auf sein TOP-Niveau von 30 US\$/UZ zurückgekehrt.

Gerade die Kursschwachheit und das verhältnismäßig sehr kleine Volumen lassen auch jederzeit eine „Explosion nach oben“ zu. Damit kalkulieren wir aber nicht, weil wir nicht spekulieren, sondern nüchtern den zukünftigen Möglichkeitspielraum erkunden, und darauf unsere Investitionsentscheidungen abstellen.

Sich also regelmäßig Silberaktien und/oder Silberbarren anzuschaffen kann nichts schaden.