

# Z naložbo do dobička

## Rudniške delnice v praksi

Statistični podatki več kot 60.000 trgovalnih računov v Ameriki med leti 1991 in 1996 kažejo, da je bil donos povprečnega individualnega kratkoročnega ali dnevnega trgovca 6,5 odstotkov pod donosom tržišča. Tudi upravljavci skladov se niso kaj dosti bolje odrezali: 4,5 odstotkov manj od tržnega povprečja. Zanimivo je tudi dejstvo, da so največ izgubili tisti posamezniki, ki so bili pri dnevnem trgovanju aktivnejši. Dejstva tudi danes niso kaj dosti drugačna in bi morala vsakega razumnega vlagatelja odvrniti od dnevnega trgovanja.

Naslednja velika zmeta med vlagatelji je večna in že malo obrabljena tema o razpršenosti portfelja. »Bolj kot boš v portfelju zajel vse panoge in čim bolj pokrili vse geografske širine in dolžine, bolj robusten bo tvoj portfelj«, svetujejo eminentni finančni strokovnjaki. Cenovni grafi vseh vrst naložb po vseh kontinentih v zadnjih dveh letih nas pripeljejo do ugotovitve, da taka razpršenost prav nič ne varuje pred borznimi in finančnimi pretresi. V času finančne krize so nekaj mesecev zapored praktično brez izjeme izgubljale vse naložbe po svetu, ne glede na panogo, industrijo ali geografsko poreklo. Vlagatelj, ki sledi navodilom o čim večji razpršenosti, lahko v najboljšem primeru pričakuje donose nekoliko pod svetovnim tržnim povprečjem, pri tem pa ostane praktično nezaščiten pred borznimi turbulencami.

Če želimo s svojimi naložbami ustvariti nadpovprečen dobiček, bomo morali naložbe koncentrirati, ne pa razpršiti! Najti moramo panoge, industrije ali geografska področja, ki obetajo v naslednjem 10-15 letnem obdobju nadpovprečne donose. Vsak vlagatelj seveda optimistično in pogosto tudi naivno pričakuje nadpovprečne donose ravno na tistem področju, kamor je investiral, vendar so želje in pričakovanja eno, dejstva in svetovni tok dogodkov pa nekaj povsem drugega. Torej se moramo pri investiranju predvsem opreti na dejstva, ne pa na svoje želje, propagando in priporočila prijateljev ali »dobronamernih« in »dobro obveščenih« finančnih svetovalcev. Predvsem pa je pomembno upoštevati dejstvo, da večina ljudi večino časa napačno sodi tržišče, zaradi česar nas morebitno podleganje trenutnim trendom in iskanje večjih zaslužkov v dnevnem trgovanju s precejšnjo verjetnostjo pripelje do slabih rezultatov.

Vse večjemu številu svetovne populacije počasi postaja jasno, da so plemenite kovine naložba za naslednje desetletje. Zadnji dogodki in tokovi svetovnih gibanj vsaj za naslednjih nekaj let v tem pogledu ne napovedujejo bistvenih sprememb. Investiranje v fizično srebro, zlato, platino, paladij ali rodij pa prinaša problem hrambe in varovanja, zato nerešeni in nepremostljivi tovrstni problemi marsikaterega vlagatelja odvrnejo od nakupa plemenitih kovin v fizični obliki. Za take vlagatelje je priporočljiva naložba v plemenite kovine, ki so varno »spravljene« v naročju zemlje, v rudniških nahajališčih - govora je o delnicah rudniških firm. Odvisno od osebnega stila se posameznik odloči investirati v nahajališča, kjer se sploh še ne rudari, lahko se odloči investirati v rudnike, dokler so ti še v fazi izgradnje, lahko pa investira v rudnike, ki že polno obratujejo.

Tri leta je že minilo od objave sestavka o življenjskem ciklu rudniške delnice, ki opisuje nekoliko svojevrsten časovni potek gibanja cene take delnice skozi različna življenjska obdobja rudnika. Namen pričujočega sestavka je s praktične plati osvetliti in dopolniti omenjeni članek ter na konkretnih primerih navesti razloge za nakup določene delnice in pojasniti obnašanje te delnice do danes.

## Kako sestaviti portfelj?

Omenjeni portfelj mladih rudniških firm je nastajal v letih 2006-2007. V tem času je bilo že povsem jasno, da so cene zlata v zgodovinskem vzponu in da jim bodo na poti navzgor sledile tudi rudniške delnice. Statistično gledano se z rudniškimi delnicami ustvarjajo največji in najbolj zanesljivi donosi v obdobju, ki se začne kaki dve leti pred pričetkom komercialne proizvodnje in traja, dokler se količina in profitabilnost proizvodnje povečujeta. Analize kažejo, da je najzanesljiveje vlagati v rudnike z letno proizvodnjo nad 200.000 unč zlata. Tak obseg proizvodnje pa večinoma dosegajo firme s tržno kapitalizacijo preko 300 mio USD, torej srednje velike firme. Med poznavalci najdemo glede velikosti firme in trenutka nakupa tudi drugačna priporočila, zato si mora vsak vlagatelj v skladu z osebnim slogom sam izdelati sprejemljive naložbene kriterije.

Zgoraj navedena statistična dejstva sama po sebi narekujejo vprašanja, na katera si moramo odgovoriti, preden se odločimo za nakup določene rudniške delnice:

- Ali firma že proizvaja in prodaja zlato? Koliko? Kako dolgo?
- Ali bo v kratkem pričela s proizvodnjo še v kakem rudniku?
- Kolikšna je tržna vrednost firme v primerjavi s podobnimi firmami?
- Kolikšna je zadolženost firme?
- Ali vodstvo firme gospodarno ravna s premoženjem?
- Koliko različnih nahajališč izkorišča firma?
- V koliko različnih državah je firma prisotna?
- Kakšen je gospodarski in politični rizik držav, v katerih firma pridobiva zlato?
- Ali firma poleg zlata pridobiva še kako drugo pomembno kovino?
- Kakšni so finančni izkazi firme v zadnjih petih letih?

Koliko različnih delnic naj sestavlja portfelj? Odgovor je zelo preprost: toliko, kolikor jih vlagatelj lahko kontrolira. Večina ljudi se zategadelj omeji na največ 10 rudniških firm. Če gre za uravnotežen portfelj, je s tem izpostavljenost posamezni delnici samo 10 odstotna, kar pomeni tudi neko sprejemljivo tveganje oziroma z drugimi besedami: 50 odstotna izguba pri eni delnici bo na celotnem portfelju pridelala le 5 odstotkov minusa.

## Zanesljivost in robustnost portfelja

Glavno vodilo pri izbiri firm je bila zanesljiva in razmeroma konstantna rast proizvodnje ter odpornost na tržne pretrese.

Ker je bil naš portfelj sestavljen z dolgoročno vizijo, se je bilo potrebno že na začetku ogniti vsem firmam, ki v obdobju naslednjih 10 let niso obetale konstantne in profitabilne proizvodnje. Tako so iz širšega nabora takoj odpadle vse mlade firme v fazi raziskav, ki še niso pričele s komercialno proizvodnjo. Prav tako so bili izločeni zlatarski velikani, kot so Kinross ( KGC), Minas Buenaventura ( BVN ), Barrick Gold (ABX), Anglo Gold Ashanti, Agnico-Eagle Mines in podobni. Delnice zlatarskih gigantov so po svoje sicer stabilne, vendar je prevelika stabilnost hkrati tudi razlog za razmeroma nižje donose.

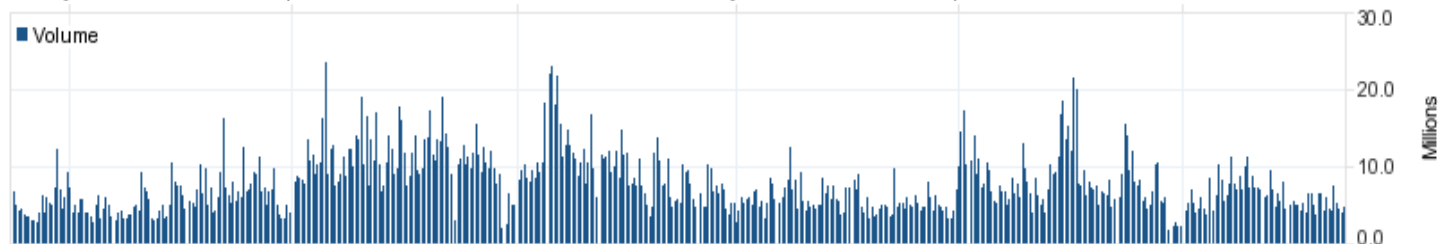
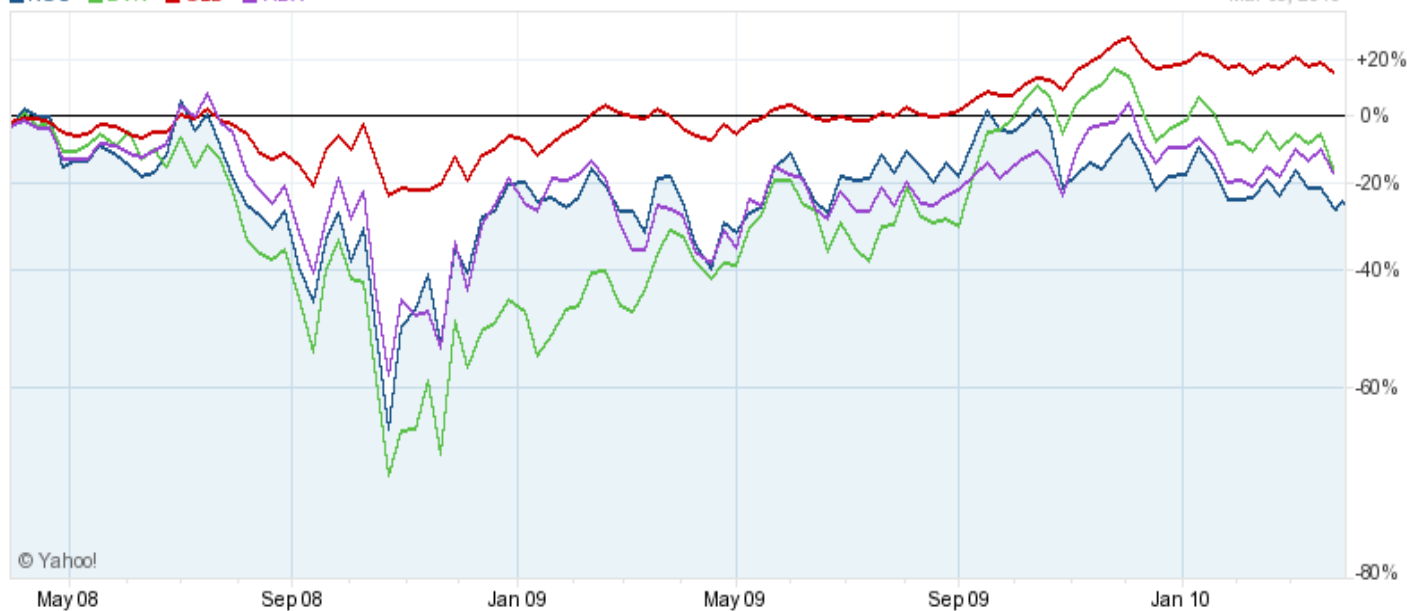
Primerjavo gibanja cen zlata in treh velikih firm KGC, BVN in ABX v zadnjih dveh letih prikazuje

spodnji graf. Tudi ostale velike rudarske firme, ki kotirajo na ameriških borzah, so se v tem časovnem obdobju obnašale podobno. To je bilo obdobje finančne krize, iz katere se rudarski velikani očitno še niso izklopali. Naložbe v velike zlatarske firme so v obdobju zadnjih dveh let brez izjeme prinesle izgubo, medtem ko je naložba v fizično zlato postregla s približno 18 odstotnim donosom.

### Kinross Gold Corporation Common

■ KGC ■ BVN ■ GLD ■ ABX

Mar 30, 2010

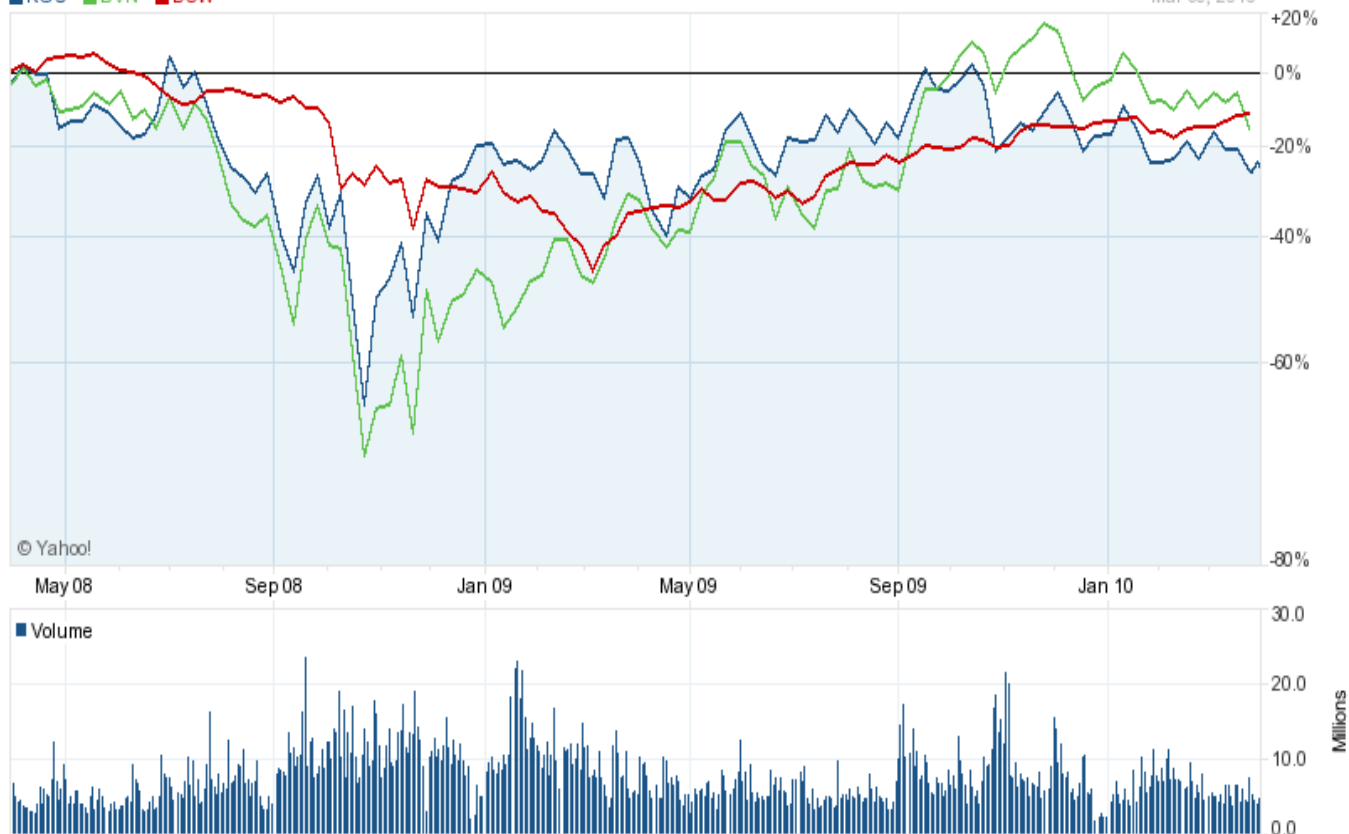


Da se z investiranjem v velike rudniške firme le težko približamo tržnim povprečjem, kaže tudi spodnja primerjava Kinross ( KGC ) in Buenaventura ( BVN ) z indeksom Dow Jones. Graf zaradi preglednosti ne prikazuje delnic ostalih pomembnih velikih rudniških firm z ameriških borz, vendar so rezultati brez izjeme za vse velike firme podobni. Prav velike rudniške firme pa so pretežni del pozicij »zlatih skladov«, kot so Pioneer Funds Austria - Gold Stock, Alta Gold ( MP-Gold.SI), SGAM Fund - Equities Gold Mines in podobnih. Slika pove več kot tisoč besed in vsakomur mora postati jasno, zakaj vlagatelji v »zlate sklade« ostajajo leto za letom z dolgimi nosovi, saj donosi kljub velikim obljubam upravljavcev niti zdaleč ne dosegajo naložb v fizično zlato, še huje: ne dosegajo niti indeksov Dow Jones ali Standard&Poor's. Ob navedenih dejstvih postane vsakomur jasno, zakaj dobro obveščeni finančni gurugi imenujejo tovrstne sklade »zlato neumnežev«.

### Kinross Gold Corporation Common

■ KGC ■ BVN ■ DOW

Mar 30, 2010



Po prvih dveh letih kaže, da je bila odločitev o izločitvi velikih rudniških firm iz portfelja pravilna. Prihajajočo finančno krizo smo v letih 2005-2007 sicer slutili, vendar nismo mogli vedeti niti kdaj, niti kako močno bo udarila. Na krizo smo se s primernim izborom naložbenega portfelja lahko samo ustrezno pripravili.

# Eldorado Gold ( ELD.TO )

Eldorado Gold je firma, ki v vseh potankostih sledi omenjeni kronologiji življenjskega cikla rudniške delnice. Ta klasična zgodba o uspehu zgladno vodene rudniške firme ima začetek na prelomu 3. tisočletja. Firma je tedaj posedovala dve bogati zlati nahajališči v Turčiji in na Kitajskem, študije izvedljivosti pa so obetale dolgoletno pridobivanje zlata ob nizkih proizvodnih stroških. Po fazi evforije je v obdobju 1998-2001 sledilo obdobje streznitve, ko je delnica znatno izgubila na ceni, firma pa je v tem času gradila omenjena rudnika ter zaradi tega poslovala z izgubo. Bližajoči se pričetek komercialne proizvodnje je leta 2001 začel ceno delnice potiskati navzgor. Vendar noben rudnik svoje polne zmogljivosti ne more doseči kar čez noč in po 3 letih so nekateri vlagatelji očitno že obupali.

2007 leta so bile ugodne vesti o začetku profitabilne komercialne proizvodnje dokončni povod, da smo se odločili za nakup teh delnic. Do danes je firma Eldorado naredila velike poslovne premike. Iz srednje velike firme s tržno kapitalizacijo kakih 600 mio. USD je v pičlih 3 letih prerasla v veliko firmo s tržno kapitalizacijo preko 6 mrd. USD. Dobiček iz poslovanja je bil v pretežni meri plasiran v nakup še dveh rudnikov v katerih danes že teče proizvodnja, poleg tega pa imajo v fazi izgradnje še 4 rudnike, ki bodo s proizvodnjo začeli v naslednjih 3 letih.

Omenjeni podatki napovedujejo za naslednje 3-4 leta manjšo profitabilnost, saj konstrukcija novega rudnika izniči večji del dobička. Tej delnici se torej v primerjavi s preteklostjo obeta manj intenzivna rast, morda celo nazadovanje. Vendar firma investira del dobička v lastno rast s ciljem povečanja vrednosti podjetja, torej intenzivni rasti cene te delnice najverjetneje še ni konca. Izkušeni dolgoročni vlagatelj, ki bo v tej delnici videl uresničitev svojih ciljev in strategije, bo v bližnji bodočnosti najbrž izkoristil ugodno priliko za nakup delnic firme Eldorado Gold.

## ELDORADO GOLD CORP COM NPV

■ ELD.TO



## Jinshan Gold Mines ( JIN.TO )

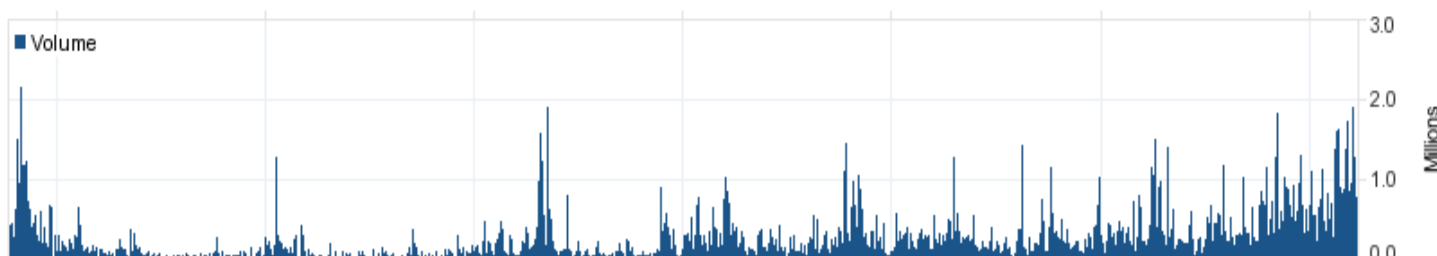
Z delnicami Jinshan Gold Mines se na Toronto Stock Exchange trguje komaj sedem let. Iz spodnjega grafa tudi v tem primeru popolnoma jasno prepoznamo konec začetne evforije in obdobje streznitve v letih 2004-2005. Po letu 2006 pa so vesti o bližajoči se komercialni proizvodnji privabile kupce in delnici je cena začela rasti. Jinshan ima v lasti en sam operabilni rudnik Chang Shan Hao na meji z Mongolijo, ki pa bo v kratkem postal eden največjih kitajskih rudnikov z letno produkcijo preko 500.000 unč zlata. Trenutno je letna produkcija v rangu 100.000 unč, navori firme pa so trenutno usmerjeni k čim učinkovitejšemu ločevanju zlata iz rude.

Ključ uspešnosti Kanadskega podjetja Jinshan se skriva v 41.2 odstotnem solastništvu kitajskega državnega podjetja China National Gold, preko katerega kitajska država sofinancira izgradnjo že omenjenega rudnika, poleg tega pa se izvajajo intenzivne raziskave na še enem najdišču. V tem mladem podjetju se je srečalo kar nekaj dejavnikov, ki so skupaj privedli do sedanjega uspeha: kanadska tradicija, znanje in tehnologija pri izkoriščanju naravnih bogastev, neizmerni presežki dolarjev v kitajski plačilni bilanci ter vse večji apetiti kitajske centralne banke po investicijskem zlatu. Pogodbe med tujimi rudniškimi firmami in kitajsko vlado praviloma določajo, da vse pridobljeno zlato ostane na Kitajskem in ga država odkupi po trenutno veljavnih borznih cenah. Ker dolarjev Kitajcem ne primanjkuje, je tak posel za vsako rudniško firmo zelo ugoden in rudarjenje na Kitajskem zelo profitabilno.

### JINSHAN GOLD MINES COM NPV

JIN.TO

Mar 30, 2010



Rudnik Chan Shan Hao je začel redno proizvodnjo v drugi polovici leta 2007, ko smo se zaradi ugodnih operativnih rezultatov tudi odločili za nakup delnice. Na cenovnem grafu je za razliko od klasične uspešne rudniške delnice zelo opazen upad cene konec leta 2008 ob začetku finančne krize. Dolgoročni vlagatelji so si po omenjenem cenovnem šoku dokončno oddahnili šele letos, ko je cena delnice ponovno tam, kjer bi morala biti, dobiček naše naložbe pa je konec marca 2010 znašal približno 140 odstotkov.

Pogumni vlagatelji, ki so začutili borzno dno in so delnico kupili prve mesece leta 2009, pa si danes manejo roke ob približno 900 odstotnem dobičku. Da, prav ste prebrali, ne gre za napako: dobiček je približno 900 odstoten, to je 9-kraten.

# High River Gold Mines ( HRG.TO )

Da ob branju pričujočega sestavka bralec ne bi ostal v zmotnem prepričanju, da se iskanje uspešne rudniške delnice praviloma konča z malodane sanjskimi donosi, moramo omeniti bistveno manj uspešno zgodbo o še eni kanadski firmi High River Gold Mines. Podobno kot pri Eldoradu sega začetek zgodbe v prejšnje tisočletje, ko je ta firma na avkcijah kupila nekaj rudnikov in zemljišč v Rusiji in Afriki ( Burkina Faso ). Dolga leta sta od vseh kupljenih rudnikov obratovala samo dva v bližini Bajkalskega jezera, nato so konec leta 2007 začeli s produkcijo v Burkina Faso, 2009. leta pa še v rudniku Berezitovy v Sibiriji.

Nakup delnic High River Gold se je leta 2007 zdel povsem smiseln. Proizvodnjo je začel rudnik v Afriki, bližal se je tudi pričetek proizvodnje v Sibiriji. Nekoliko zaskrbljujoča so bila finančna poročila, kjer je bil jasno razviden naraščajoči dolg, vendar ob rastočih cenah zlata in ob vse profitabilnejši proizvodnji v treh rudnikih vračanje takega dolga ne bi smel biti prevelik problem. High River Gold je tedaj istočasno gradil kar dva rudnika, poleg tega pa je pripravljala načrte za izkoriščanje še dveh preostalih zemljišč v Sibiriji in Afriki. Začetek finančne krize je bistveno otežil pridobivanje prepotrebnih finančnih sredstev za dokončanje konstrukcij in zagon proizvodnje v omenjenih rudnikih, padajoče cene zlata na svetovnih borzah pa niso napovedovale zadostnih prilivov od prodaje, zaradi česar se je leta 2008 firma znašla v nepremostljivih finančnih težavah in na robu bankrota. Zadolžene majhne firme so na splošno lahek plen za finančne velikane in dejansko je ruski železarski gigant Severstal konec leta 2008 odkupil preko 50 odstotkov vseh delnic High River Gold, s čimer je lahko prevzel nadzor nad firmo.

S prevzemom s strani Severstala in kompletno zamenjavo vodstva pa je delnica očitno izgubila zaupanje vlagateljev in si ga do danes še ni povrnila.





# Zaključek

Primerjavo donosnosti fizičnega zlata z delnicami Jinshan ter Eldorado prikazuje spodnji graf, ki podpira trditev, da v turbulentnih gospodarskih časih manjše dinamične firme funkcionirajo uspešneje od velikih. Poleg dveh zmagovalcev Jinshan ( JIN.TO ) in Eldorado ( ELD.TO ) ter poraženca High River Gold ( HRG.TO ), sestavlja naš mali agresivni dinamični portfelj še nekaj delnic, ki so v prvih dveh letih zgolj »skrbele za povprečje«. Kljub negativnim učinkom finančne krize je bila dvoletna donosnost portfelja vseeno pozitivna, česar pa ne moremo trditi za večino drugih finančnih instrumentov, po katerih so v zadnjih letih posegali vlagatelji.

## JINSHAN GOLD MINES COM NPV

■ JIN.TO ■ EGO ■ GLD



Ali je v bodočih mesecih pričakovati nadaljevanje malodane divje rasti delnic Jinshan in Eldorado? Skoraj zagotovo ne! Tekoče leto bo najverjetneje postreglo z novim zmagovalcem, lahko bi bil to prav zdajšnji poraženec High River Gold, morda pa nas bo razveselila kaka druga od preostalih delnic. Več o tem pa kdaj prihodnjič.

Uspešno investiranje!  
Gorazd Vidmar

[vidmar.gorazd@gmail.com](mailto:vidmar.gorazd@gmail.com)