



8 januari 2013 • Nummer 19

INHOUD

Editoriaal	1
Aardgasroyalties	2
Goudmijnen: bottom line.....	9
Gelezen in het nieuws	11
Beleggingsrooster	12

2012 was het jaar van de krekel

In Jean de la Fontaine's parabel tsjirpt de krekel de hele zomer lang, terwijl de mier druk bezig is met het verzamelen van zijn wintervoorraad. Als de koude eenmaal inzet, klopt de krekel bij het mierennest aan: "Ach juffrouw mier, geef me alsjeblieft wat eten voor de rest van deze barre winter. Ik betaal met rente terug."



In 2012 vielen vele mieren—de spaarders—voor de smeebede van de krekel. Ze leenden geld aan overheden en financiële instellingen in ruil voor uiterst lage rentes en belofes over stabiliteit en veiligheid.

Toch zaten er het voorbijjaar heel wat valse noten in het getsjirp van de krekel. In juni kwam het **LIBOR**-schandaal aan het licht, de interestvoetmanipulatie door banken waar vele biljoenen dollars mee gemoeid zijn. We zagen daarnaast ook verschillende banken (waaronder Friesland Bank) die in allerijl moesten gered worden. En 2012 was ten slotte ook het jaar waarin zowel de **ECB** als de **FED** voor het eerst geldprintprogramma's *zonder limiet* lanceerden.

Desondanks bleef het systeem samenhangen en zagen we het voorbijjaar geen grote zeepbellen klappen (obligaties, derivaten, fiatgeld, ...). Daarom noem ik 2012 het jaar van de krekel.

De financiële krekel is niet dom en zien ook dat ze hun schone schijn van kredietwaardigheid niet zullen kunnen blijven ophouden. Daarom kopiëren ze ook meer en meer het gedrag van de meest vooruitziende mieren, namelijk die mieren die in activa beleggen die zich buiten het wankelende financiële systeem bevinden.

In 2012 zagen we dan ook hoe de BIS in Basel opnieuw **goud** opwaardeerde tot Tier-1 actief—dat betekent dat voor banken, voor het eerst in 42 jaar, goudreserves nu weer op gelijke voet staan met cash en obligaties. Verder kochten centrale banken in 2012 meer dan 500 ton goud op (20% van de wereldjaarproductie), een nieuw record. En tot slot zagen we ook een nieuwe trend richting repatriëring van overheidsgoud dat in het buitenland ligt opgeslagen: eerst Chavez in Venezuela, dan Ecuador, en ook de Duitse Bundesbank die beloofde minstens 150 ton goud te zullen repatriëren.

De vooruitziende mieren die goud en zilver kochten, zullen van deze evoluties profiteren. De voorbij 12 maanden zagen we hoe Bitcoin verdubbelde in prijs—in de toekomst zie ik gelijkaardige stijgingen ook voor goud en zilver mogelijk.

2012 was het jaar van de krekel, 2013 zou best wel eens het jaar van de mier kunnen worden.

MACROTRENDS is een uitgave van:

Mr. Market bvba
Lindendorp 44/B
3990 PEER
BELGIË

Ondernemingsnummer: 859.787.808

Abonnementen:

e-mail : support@macrotrends.be

Afgifte LEUVEN 1
P409341

Echt sparen kan met aardgasroyalties

Wie vandaag zijn geld op een spaarrekening zet, maakt gegarandeerd verlies. De officiële inflatie is momenteel 2,7%, terwijl zelfs de spaarboekjes met de hoogste rendementen daar nog onder blijven (en dus verlieslatend zijn).¹

Grootbanken KBC, Belfius, en BNP Paribas, allen doken ze onlangs onder de 1% rendement per jaar (basisrente + getrouwheids-premie). Dat levert voor de spaarder een fiks **negatief rendement** op.

Om de klanten toch voor zich te winnen, gaat men dan maar allerhande **derivaten** aanbieden, 'gegarandeerde' producten die waardeloos worden als het instituut dat ze uitgeeft in het stof bijt. Geen prettige alternatieven.

Het argument voor depositorekeningen is dat ze op z'n minst veilig zijn, want gegarandeerd door de **depositogarantiestelsels**. Echter in realiteit hebben die stelsels bijzonder weinig om het lijf: in België is er een depositogarantiefonds dat een kleine hoeveelheid Belgische staatsobligaties bevat (alsof die nog wat waard zouden zijn eens de bevolking in paniek naar de banken rent), en in Nederland is er zelfs helemaal geen fonds—als daar een bank op omvallen staat, zal men doodleuk bij de andere banken met de pet rondgaan. Alsof die dan wél nog cash in huis zouden hebben. Kafka is koning in het land van de banken...

Herinner ook dat de toekomst voor de **eurobanken** nog steeds bijzonder onzeker is. Het IMF stelde onlangs dat de banken in Europa in 2013 mogelijks €4.500 miljard aan activa zullen moeten verkopen als er niet genoeg bailoutgeld beschikbaar blijkt vanwege de overheden.² Het is ook geen toeval dat Moody's onlangs de outlook voor de Belgobanken op 'negatief' zette.

En **staatsobligaties** dan? Geld lenen aan de overheid met andere woorden. Is de staat dan zo solvabel vandaag de dag? Met dalende belastingsinkomsten (kapitaalsvlucht), stijgende werkloosheid, stijgende pensioenskosten, volatiele rentevoeten, en vooral ook bijzonder grote banken die met steeds meer bailouts recht op moeten worden gehouden, durf ik er niets op te verwedden dat de staat zich de komende jaren zich aan haar beloftes zal kunnen houden.

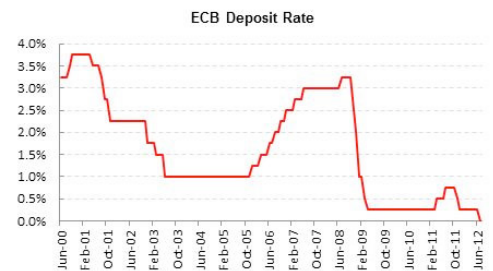
Schulden die te hoog zijn, kunnen niet afbetaald worden, zo eenvoudig is het. Daarom voorspel ik ook een crash van de obligatiemarkten voor ons liggen, dit is louter een kwestie van tijd.

Nee, bij de banken of overheden moet de belegger die op zoek is naar een vast inkomen uit zijn spaargeld het niet zoeken. Persoonlijk zoek ik het liever in investeringen die niet zo sterk zijn blootgesteld aan het wel en wee van het financieel systeem. Momenteel zijn er in de **aardgassector** in dat verband volgens mij echt interessante opportuniteiten te vinden.

Peak oil duwt de wereld richting aardgas

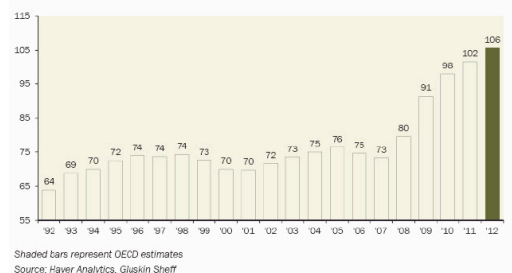
Het laaghangend fruit van de oliesector is geplukt, de meeste professionals zijn het erover eens dat de wereldwijde productiepiek van de klassieke oliebronnen achter ons ligt. De groei zit nu enkel nog in de veel duurdere 'onconventionele oliebronnen' zoals shale oil en oliebronnen in de diepzee.

Alternatief voor olie is aardgas. Je kan er op flexibele en weinig vervuulende manier elektriciteit mee maken, je kan het omzetten in brandstof voor voertuigen, en je kan het gebruiken voor verwarming in de winter.



Geld is gratis vandaag de dag, en van dit inflatoire beleid zijn vooral de spaarders het slachtoffer.

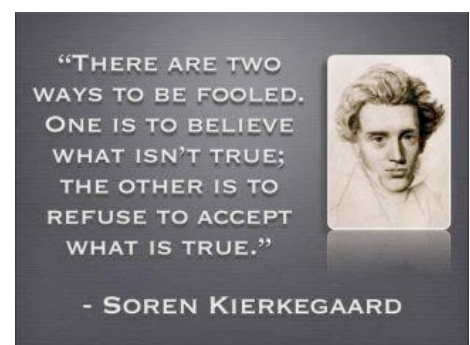
CHART 28: THE WORLD IS AWASH IN DEBT
OECD: Gross General Government Debt-to-GDP Ratio
(percent of nominal GDP)



De gemiddelde staatsschuld in de 34 Westerse OECD-landen is gestegen tot 108%/BBP. Dat is de reden waarom interestvoeten laag moeten blijven.

"Ik zal me zorgen beginnen maken over de status van de dollar als reservemunt op de dag dat we handel beginnen te drijven met Mars. Enkel een buitenaardse munteenheid kan de [status van de] dollar uitdagen."

Citigroup topman en ex-Federal Reserve veteraan Nathan Sheets, 5 november 2012



¹ Bron ED.nl : <http://tinyurl.com/eurinfl>, voor info over spaarboekjes zie spaarrente.nl en spaargids.be.

² Bron is bloomberg: <http://tinyurl.com/imfeurbanks>. Persoonlijk verwacht ik niet dat men de banken zal laten omvallen, wel denk ik dat we bankmatoria kunnen krijgen waarbij er onder hoge inflatie / devaluaties klanten maar heel mondjesmaat hun in waarde wegsmeeltend spaargeld kunnen afhalen.

Bovendien is aardgas, mits de nodige inspanningen, in liquide vorm ook internationaal overzees te transporteren (LNG).

De oliesector heeft het potentieel van aardgas opgemerkt, en heeft er de voorbije jaren steeds meer in geïnvesteerd. Zeven van de tien duurste industriële projecten die wereldwijd worden opgestart, situeren zich in de aardgas-sector, goed voor een totaal van €247 miljard.³

Momenteel moeten de spelers in de Amerikaanse aardgassector echter vechten om te overleven. De aardgasprijzen in de V.S. daalden sinds de zomer van 2008 tot maart 2012 met liefst 85%. Om dit in perspectief te plaatsen: Amerikaanse aardgasprijzen zijn vandaag even laag als in 2002, terwijl de prijs van West Texas aardolie in dezelfde periode verviervoudigde.

Het feit dat hedge fund manager John Arnold, beter bekend als *'the king of natural gas'*, in februari de handdoek in de ring gooide⁴, kan gezien worden als een historische kapitulatie, een indicator dat de low van maart een belangrijke bodem aangaf.

Laten we even wat cijfers bekijken die ons kunnen helpen om te zien of dat echt het geval is, en er werkelijk een opwaartse cyclus in de maak is. (Je kent mijn antwoord al, maar ik geef ze mee zodat je je eigen oordeel kunt vellen.)

Drijfveren achter de aardgasprijzen

1. Sterk stijgende vraag van opkomende economieën

Hiernaast zie je de consumptie van aardgas per inwoner. Zoals je ziet is de consumptie van aardgas in opkomende economieën momenteel vrijwel verwaarloosbaar. In China bijvoorbeeld is slechts 4% van de energie afkomstig uit aardgas.

Er wordt dan ook druk gewerkt aan het uitbouwen van de aardgas-infrastructuur om de olie-energiefacturen van de bevolking naar beneden te krijgen alsook om iets te doen aan de grote luchtvervuiling die de steenkoolcentrales veroorzaken. In 2013 zal China daarom de capaciteit van haar aardgasnet uitbreiden met een extra 30 miljard m³ per jaar.⁵

2. Lage prijzen zijn een exclusief Amerikaans verhaal

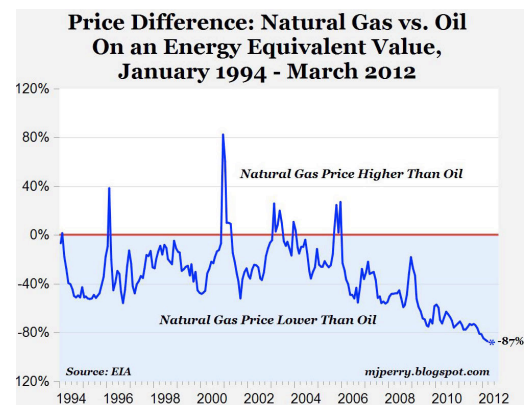
De lage aardgasprijs is een exclusief Amerikaans fenomeen. Door de sterke groei in productie uit schaliegasbronnen ontstond een overschot, en in combinatie met de warmste winter in decennia daalde de aardgasprijs in maart tot \$2,3 per miljoen BTU's (British Thermal Units).

Elders in de wereld is de prijs vele malen hoger, wegens de veel hogere transportkosten. Als men in de V.S. LNG-exportterminals bouwt (waar het aardgas in liquide vorm op schepen wordt geladen), kan dit gas op de internationale markt verkocht worden, waardoor de prijzen uniformer zullen worden, dwz. zullen kunnen stijgen in de V.S..

3. Omschakeling naar aardgas kan erg aantrekkelijk zijn

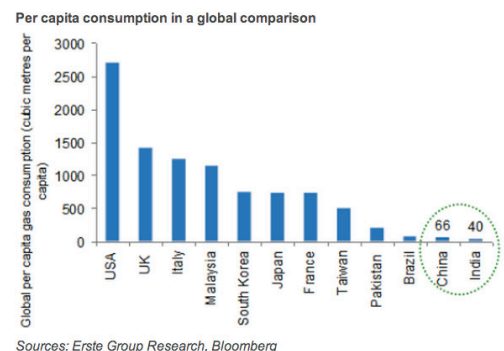
De daling in de aardgasprijs heeft ervoor gezorgd dat het per warmte-eenheid opnieuw flink goedkoper is geworden dan olie.

Naarmate dit prijsverschil blijft bestaan, wordt het steeds interessanter voor

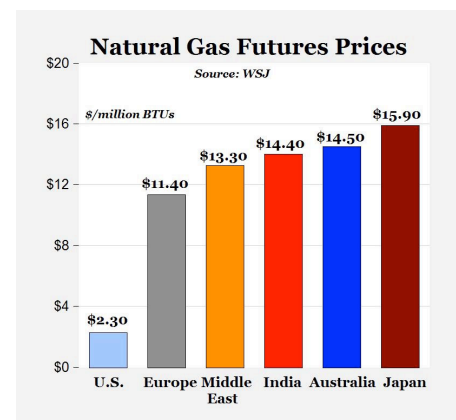


Uitgedrukt in energie-equivalent is aardgas bijzonder goedkoop ten opzichte van olie. De historische onderwaardering van zo'n 40% is normaal, aangezien olie voor meer toepassingen goedkoop inzetbaar is.

Bron: <http://tinyurl.com/ngperry>



In Indië en China wordt per hoofd van de bevolking 98% minder aardgas geconsumeerd als in de V.S..



Prijs van aardgasfutures in maart 2012.

³ Bron: CNN Money: <http://tinyurl.com/largestinv>.

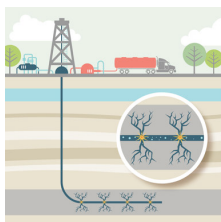
⁴ Zie <http://tinyurl.com/kingnatgas>.

⁵ Bron is de presentatie 'The Natural Gas outlook for China': <http://tinyurl.com/natgaschina>.

bedrijven en industrieën om waar mogelijk over te schakelen. Bijvoorbeeld door elektriciteit te maken van aardgas in plaats van van steenkool naar aardgas. Er zijn ook verschillende transportbedrijven die overstappen op trucks die op aardgas rijden.⁶ Leidend voorbeeld hierin is Iran, waar bijna 3 miljoen aardgas-aangedreven wagens rijden.⁷ Deze omschakeling zorgt voor een hogere vraag naar aardgas, waardoor de prijs dan weer kan gaan stijgen.

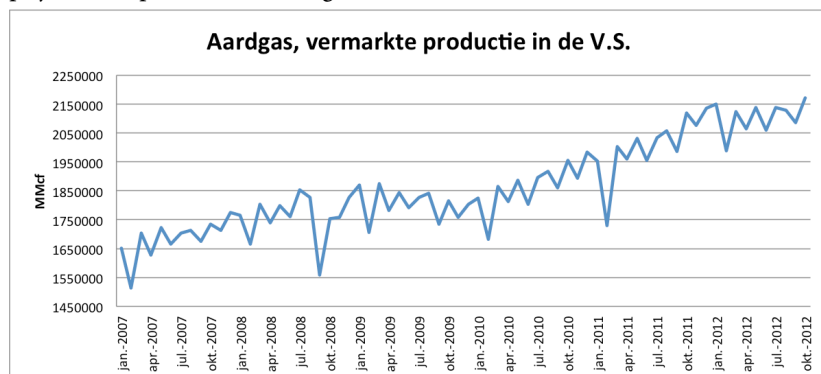
4. Shale gas: nieuwe ontwikkelde bronnen dalen, productie stagneert

Shale gas of schaliegas is aardgas die gevangen zit in gesteente, en die door een combinatie van horizontale boringen, kleine explosieven en veel water uit de rots worden bevrijd ('fracking'). In de V.S. is hier een enorme boom rond ontstaan, waardoor een overaanbod en zeer lage prijzen ontstonden.



Ondertussen hebben die lage prijzen ervoor gezorgd dat aardgas-producenten nauwelijks nog nieuwe bronnen aanboren. De focus heeft zich snel verlegd naar de goedkoopst te ontwikkelen shale oil bronnen, die dan aardgas als bijproduct leveren.

De sterk gedaalde hoeveelheid operationele schalie-aardgasbronnen lijkt zich nu al te vertalen in een stagnerende totale aardgasproductie in de V.S.. Uit deze cijfers van de EIA zien we dat de productie de voorbije 12 maanden bleef steken onder de 2,15 miljoen MMcf, met pas weer een stijging toen de prijzen in september 2012 stegen van \$3 naar \$4:



5. Twee studies verlagen verwachtingen voor shale gas aanzienlijk

In januari 2012 verlaagde de US Geological Survey (USGS) haar schatting van de economisch rendabele schaliegasreserves in de Verenigde Staten met liefst 42% tegenover het jaar daarvoor, van 827 biljoen cubic feet tot 482 biljoen cubic feet (-42%). Voor de belangrijke Marcellus-formatie werd de schatting nog fors bijgesteld: van 410 biljoen tot nog maar 141 biljoen cubic feet (-66%).⁸ Diezelfde USGS publiceerde in september ook productieschattingen (estimated ultimate recovery oftewel EUR) van de Marcellus-formatie, die tot meer dan drie keer lager liggen dan de eigen schattingen van bedrijven als Chesapeake en Range Resources.⁹

Lagere reserves & productiemogelijkheden laat toe dat aardgasprijzen opnieuw stijgen, wat onze aardgasplays ten goede zou moeten komen.

⁶ Zie het Wall Street Journal-artikel: <http://tinyurl.com/nadiesel>.

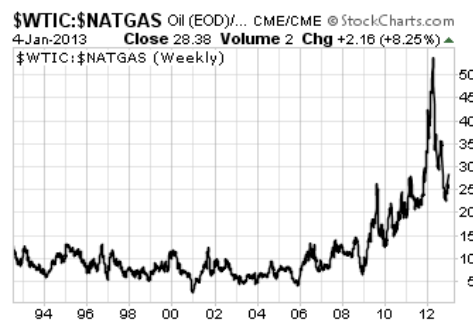
⁷ Zie het artikel in de New York Times: <http://tinyurl.com/iranatgas>.

⁸ Bron is Bloomberg, 23 januari: <http://tinyurl.com/usgaschat>.

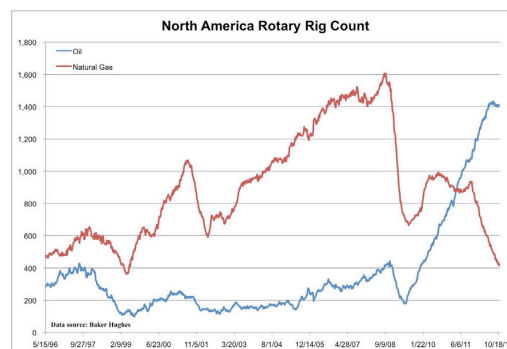
⁹ Bron is Deborah Rogers / energy policy forum: <http://tinyurl.com/shalerogers>.



Deze pick-up truck rijdt op aardgas. Meer op Cars of Change: <http://tinyurl.com/picknatgas>.



De olie-aardgasratio van de voorbije 20 jaar. Heeft de shale gas boom zeepbelkwaliteiten? Aan deze grafiek te zien lijkt het er in ieder geval op. De technologie is echt, maar door een stortvloed aan investeringen ontstond er overproductie.

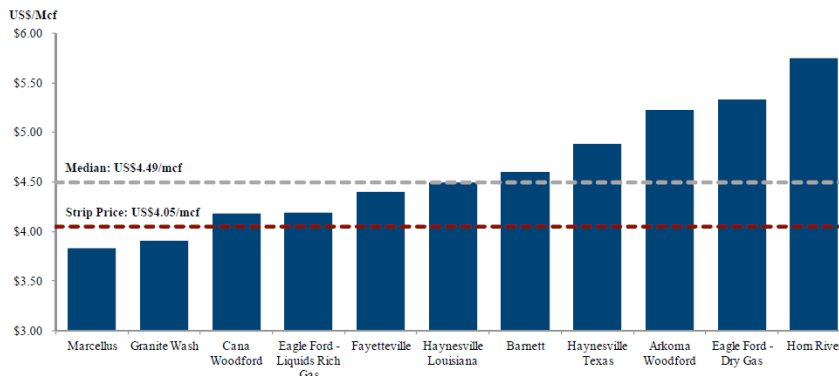


Het aantal primaire aardgasbronnen is teruggevallen tot het niveau van 13 jaar terug. (de reden waarom de aardgasproductie toch nog toenam, is omdat primaire oliebronnen ook aardgas produceren als bijproduct)

7. Prijzen liggen momenteel lager dan de productiekost

Dit is een inschatting van de prijzen die de grootste schaliegasproducenten moeten krijgen om net uit de kosten te raken:¹⁰

North American Shale Gas Plays: Break-Even Natural Gas Price (Half-Cycle)



De mediaan ligt op \$4,49 per duizend cubic feet (Mcf), dat is \$4,39 per MMBtu¹¹, oftewel 37% hoger dan de huidige prijzen. Andere analisten, zoals Arthur Berman van The Oil Drum, stellen dat de minimumprijzen die op langere termijn noodzakelijk zijn voor de shale sector eerder rond \$7/Mcf liggen.

Something's got to give. Ofwel moeten vele bedrijven er gewoon mee ophouden, ofwel moet de prijs omhoog. Ik ga uit van het laatste, want zelfs met een aanzienlijk hogere aardgasprijs heeft de V.S. nog steeds een relatief voordeel ten opzichte van de rest van de wereld, wat het aantrekkelijk maakt voor bijvoorbeeld chemische bedrijven om er zich te gaan vestigen en in toenemende mate aardgas te consumeren.

Royaltyplays in de aardgassector

In deze fase van de economische cyclus heb ik een voorliefde voor royaltyplays, omdat hun koersen en dividenden vaak nauw aansluiten bij de prijzen van de onderliggende grondstoffen, en omdat ze veel minder lijden onder stijgende productiekosten—hierdoor kunnen ze uitstekende beschermers tegen inflatie zijn.

Onze vier goudroyalties hebben het het voorbije jaar uitstekend gedaan, veel beter dan de large cap goudmijnen.¹² Voorlopig zijn deze goudroyalties echter meer op groei dan op dividenden gefocust, en daarnaast merk ik vanuit de abonnees ook de vraag naar alternatieven om hun portefeuille wat te diversifiëren. Zo kom ik uit bij aardgas, dat mij om bovenstaande redenen één van de meer ondergewaardeerde activa van het moment lijkt.

Wie in het land van gas en olie op zoek gaat naar royaltystructuren, komt uit bij de 'Royalty Trusts', die door hun hoge dividenden de eigenaars van deze aandelen in staat stellen een inflatiebestendig rente-inkomen op te bouwen.

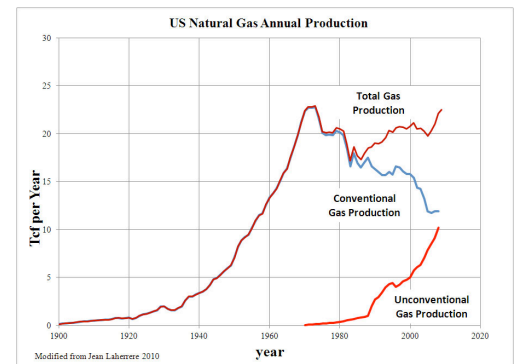
Wat is een Royalty Trust?

Een Royalty Trust is een rechtspersoon die het recht op een percentage van de omzet of winst van een bepaald gasveld bezit. Het gasveld zelf is eigendom van een oliemaatschappij die het gas opboort en verkoopt, waarna de Royalty Trust een deel van de winst ontvangt. Die wordt dan iedere maand of ieder kwartaal uitgekeerd aan de aandeelhouders.

¹⁰ Bron: Peters & Co.

¹¹ Berekening omzetting via eia.gov: <http://tinyurl.com/btucalc>.

¹² Lees het dossier hier: <http://www.macrotrends.be/inloggen/dossiers/abonnees/goudenkwartet.pdf>.



De Amerikaanse shale gas-productie in perspectief, uitgezet tegenover de evolutie van de conventionele aardgasproductie (blauw). De productie van aardgas heeft er nu terug het niveau van 1970 bereikt.

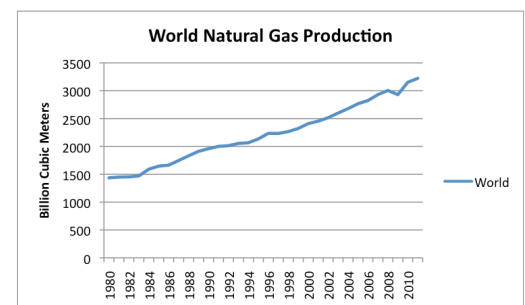
Bron: Doug Robbins

"We are all losing our shirts today. We're making no money. It's all-in the red."

ExxonMobil CEO Rex Tillerson voor
Council on Foreign Relations, 27 juni 2012

"Gemiddeld werden er in 2011 iedere dag 5 horizontale gasbronnen opgestart. In 2012 bleef het aantal nieuwe horizontale gasbronnen doorgaans boven de 4 per dag in de maand april, maar daarna zwakte het aantal stelselmatig af. In juli 2012 begonnen operatoren dagelijks slechts met gemiddeld 2,5 horizontale gasbronnen per dag."

Het EIA over Pennsylvania, 22 augustus 2012



Een Royalty Trust kan een prima beschermer tegen inflatie zijn, omdat de economische waarde ervan praktisch volledig overeenkomt met die van de grondstof-onder-de-grond. Aangezien er elke maand slechts een deeltje van die grondstof verkocht wordt, en de winst op heel regelmatige tijdstippen aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd, is de belegger maar heel kort blootgesteld aan het mogelijks in waarde dalende geld.

De eerste Royalty Trust (Mesa) werd in 1979 opgericht door de olielegende T. Boone Pickens om het management van oliebedrijven te dwingen kost-efficiënter te gaan werken en niet voordurend in de cash flow van hun bedrijf te dippen om onnodige uitgaven mee te financieren. In zijn autobiografie beschrijft Pickens nog een ander groot voordeel van dit model:¹³

“Goed ontworpen Royalty Trusts zijn gebaseerd op uitputbare grondstoffen en verdelen de cash flow onder de eigenaars zonder het betalen van bedrijfsbelastingen. Dit in tegenstelling tot olie- en gasbedrijven die op hun productie eerst belastingen moeten betalen en dan pas een dividend onder hun aandeelhouders kunnen verdelen.”

In de V.S. kan een Royalty Trust na opstart geen nieuwe royaltyrechten meer verwerven, waardoor de rechtspersoon opgedoekt wordt eens het gasveld leeg is. Dit zorgt ervoor dat het onderling vergelijken van Royalty Trusts op een vrij transparante manier kan gebeuren.

Belastingen op dividenden¹⁴

Hou er rekening mee dat niet alleen beleggers uit zijn op de cashflow die dividenden kunnen brengen. Jammergenoeg schuiven ook overheden maar wat graag mee aan de dividendentafel.

In de V.S. bedraagt de dividendbelasting voor buitenlandse beleggers standaard 30%. Door het dubbelbelastingsverdrag die Nederland en België met de V.S. hebben, wordt dit bedrag bij de bron verlaagd naar 15%.

Voor Nederlandse beleggers stopt het verhaal hier, voor iedere \$100 die je in Amerikaanse dividenden uitgekeerd krijgt, hou je er na belasting \$85 over.

In België komt er bovenop de 15% Amerikaanse dividendbelasting nog eens €25% roerende voorheffing. Dus voor iedere \$100 die je in Amerikaanse dividenden uitgekeerd krijgt, hou je er $(\$100 \times 0.85) \times 0.75 = \$63,75$ over.

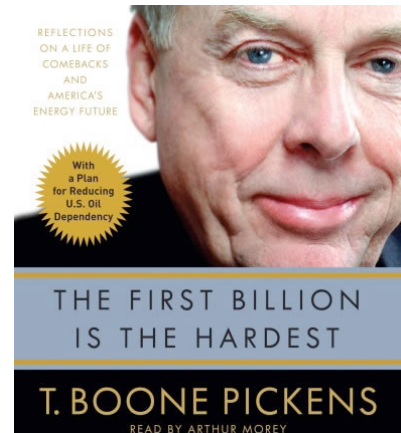
In de huidige omstandigheden denk ik dat een belegging in de aardgasroyalties ook voor Belgen de moeite kan zijn ondanks de hoge belasting. Ik denk namelijk dat de koersen van de aardgasroyalties omhoog kunnen, met andere woorden dat men het ook op groei kan spelen.

Brokers zoals TradersOnly vragen aan hun klanten om een W8-BEN formulier in te vullen, waardoor je automatisch gebruik maakt van de 15% verlaging via het dubbelbelastingsverdrag. Als je met een broker werkt die dat niet heeft gedaan, neem dan best eens contact met hem op.

Mijn favoriete Aardgas Royalty Trusts (ART's)

Ik raad momenteel aan om +50% in fysiek edelmetaal te beleggen, 10-20% in aandelen, en de rest in cash aan te houden. Goud- en energieroyalties zijn m.i. must haves voor iedere conservatieve aandelenportefeuille vandaag.

Bovendien, met de extreem lage aardgasprijzen van vandaag, lijkt me dit een goed moment om in te stappen in een aantal van de ART's, die een mooi aanvullend inkomen kunnen opleveren. Toch raad ik zeker aan om



Deze self made miljardair heeft geen last van valse bescheidenheid :-)



Aardgasroyalties zoals Hugoton (HGT) betalen maandelijks een dividend uit, dat op jaarbasis niet zelden een brutorendement van 10% oplevert.



Just taught my kids about taxes by eating 38% of their ice cream.

If you drive a car, I'll tax the street,
If you try to sit, I'll tax your seat.
If you get too cold I'll tax the heat,
If you take a walk, I'll tax your feet.

Don't ask me what I want it for
If you don't want to pay some more
'Cause I'm the taxman, yeah, I'm the taxman

Beatles, "Taxman"

¹³ Zie "The Luckiest Guy in the World", p. 186: <http://tinyurl.com/pickentrusts>.

¹⁴ Ik heb deze info niet gevonden door zelf in de wetteksten te kijken. Voor advies neem je best contact op met je broker of belastingadviseur.

langzaam en beheerst in te stappen: de Amerikaanse beurzen op hun geheel zijn overgekocht en correcties met effect op de energie-aandelen zijn zeker mogelijk in de komende maanden.

Hou er ook rekening mee dat ART's zich niet als obligaties gedragen: hun dividenden gaan op en neer samen met de aardgasprijs, en op het einde van de rit, bij de verkoop van het bijna uitgeputte gasveld, is er geen hoofdsom die op je wacht—dat is de aard van het beestje. Als een meerderheid van de aandeelhouders besluit dat het tijd is om de Trust op te doeken, worden alle activa verkocht, en de cash opbrengsten hiervan worden onder de aandeelhouders verdeeld.

Ik heb me bij de selectie van mijn drie favorieten onder de 22 bestaande Royalty Trusts laten bijstaan door de adviezen van veteraan Kurt Wulff, een analist die al +50 jaar in de business zit, in zijn carrière veel grote olie- en gasdeals van binnenuit heeft begeleid en nauw heeft samengewerkt met miljardairs uit de sector zoals Carl Icahn en T. Boone Pickens.

Ik heb de resultaten van verschillende van Wulffs' oude adviezen nagegaan, en zijn track-record bleek bijzonder goed. Dat geeft me vertrouwen om me hier te laten gidsen door een aantal van zijn observaties.

Favoriet #1: Hugoton Royalty Trust (HGT)

In het dorpje Hugoton werd in 1922 voor het eerst aardgas ontdekt, en het onderliggende gasveld werd uiteindelijk het vijfdegrootste gasveld in de Verenigde Staten, dat bovendien de grootste hoeveelheid helium in de V.S. bevatte. Het grootste deel van de royaltyrechten op dit veld—gelegen in de staten Kansas, Oklahoma, en Wyoming—, is sinds 1998 eigendom van HGT.

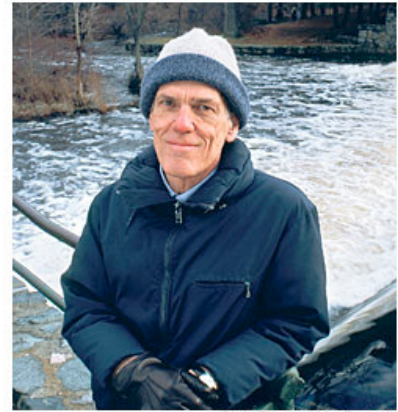
Naast het Hugotonveld bezit HGT royaltyrechten op het Andarko Basin in Oklahoma en op Green River Basin in Wyoming. In totaal zit voor 87% van de waarde van HGT in aardgasreserves, de resterende 13% in aardolie.

HGT schatte in haar laatste jaarrapport de ondergrondse reserves op 290 miljard cubic feet aardgas en op 2,7 miljoen vaten olie ('proven reserves'). Op basis hiervan schatte het bedrijf de huidige waarde van de geschatte toekomstige cash flows op \$335 miljoen. Met 40 miljoen aan uitgeschreven aandelen geeft de eigen inschatting van HGT een Net Present Value van \$8,37 per aandeel.

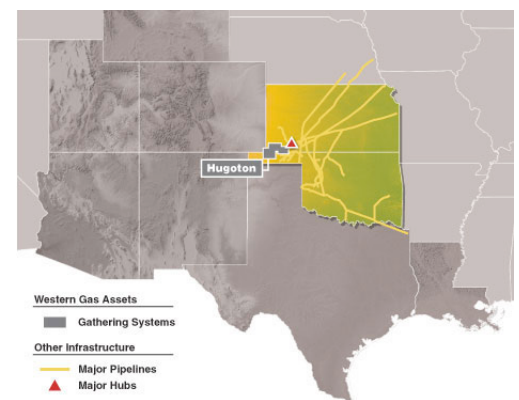
Paradoxaal genoeg hebben Royalty Trusts en oliebedrijven in het algemeen de neiging om hun officiële reserves te onderschatten, om zo minder belastingen te hoeven betalen. Rekening houdend met in realiteit lagere decline rates (hier wordt al sinds 1928 gas geproduceerd, zo'n veld raakt niet zo makkelijk leeg), met de huidige en toekomstige fracking-technieken, en corrigerend voor de al te hoge discount rates in de schattingen, kwam Kurt Wulff uit op een Net Present Value van \$17 per aandeel. Maar dat was vòòr HGT in een dispuut terecht kwam over de manier waarop in het verleden royalties werden uitgedeeld. Zo'n conflicten zijn niet zeldzaam in de wereld van de royalty trusts. HGT aanvaardde uiteindelijk een minnelijke schikking van \$28,5 miljoen.

Wat waren de gevolgen hiervan? Wel, om de minnelijke schikking te financieren wordt nu gedurende een twaalf maanden een fors lager dividend uitbetaald. Daarna wordt de oude gang van zaken terug opgepikt, waarbij de uitbetaalde dividenden wel zo'n 3,5% lager zullen zijn (het dispuut ging erover dat HGT gedurende 13 jaar dividenden heeft uitbetaald die ietwat te hoog lagen).

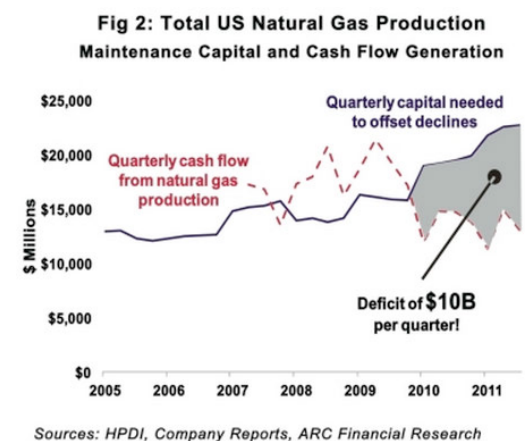
In de ogen van beleggers voltrok zich een ramp met deze uitspraak, want ze zagen hun dividenden in ijtempo wegsmelten en vreesden voor nog meer rechtszaken. Als gevolg hiervan daalde HGT in de maand mei op enkele dagen tijd met 50% in waarde.



Chris Fitzgerald for Barron's
Kurt Wulffs' website is mcdep.com



De gronden van Hugoton Royalty Trust liggen even ten noorden van Texas.



Volgens ARC Financial Research kost het momenteel \$22 miljard per kwartaal om de Amerikaanse aardgasproductie op peil te houden. Met een inkomende cash flow van \$12 miljard geeft dat een tekort van \$10 miljard per kwartaal. Dit geeft aan dat de huidige aardgas prijzen niet houdbaar zijn.

Conflicten over hoe royaltycontracten in de praktijk uitbetaald worden komen regelmatig eens voor, en deze schikking verandert niet veel aan de fundamentele waarde van HRT, dat al sinds 1998 operationeel is. Wellicht zal de uitbetaling van de royalties zoals weleer al in het tweede kwartaal van 2013 hervat worden.

De paniekverkoop leidde tot een overdreven lage koers, zelfs als we gebruik maken van de zeer conservatieve schattingen van HGT zelf.

Volg even mee. De Trust was eind 2011 volgens HGT \$335 miljoen waard (zoveel zou het bedrijf nog kunnen uitbetalen). Na betaling van de schikking blijft daar nog \$306,5 van over. Vervolgens trekken we er nog eens de 3,5% van af die de Trust voortaan niet meer mag uitkeren, en dan komen we uit op \$295,7 miljoen. Momenteel heeft HGT een marktkapitalisatie van \$300 miljoen, waarmee het dus 2% boven de officiële fair value zit.

Veteraan Kurt Wulff is het echter grondig oneens met deze waardering. Na aftrekking van alle kosten, en corrigerend voor de overdreven conservatieve aannames, komt Wulff nog steeds uit bij een Net Present Value van \$560 miljoen, oftewel \$14 per aandeel.¹⁵

Om de fair value opnieuw te bereiken, mag het aandeel gerust bijna verdubbelen, en in de loop van 2013 zal het maandelijks dividend normaalgezien opnieuw haar oude peil behalen.

Om een idee te geven van wat dat dividend kan worden eens de schikking verleden tijd is: bij gelijke productie en bij een aardgasprijs van \$3,58 zal HGT in de 12 maanden voor 30 juni 2013 zo'n \$35 miljoen aan royalty-inkomen verwerven. In afwezigheid van de minnelijke schikking zou daarmee \$0,875 per aandeel kunnen worden uitgekeerd, wat tegen de huidige koersen een jaarlijks dividendrendement van 11,6% is!¹⁶

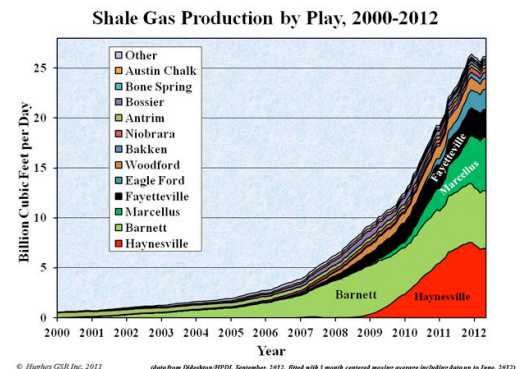
Kortom, dit lijkt me een uitgelezen periode om Hugoton (NYSE:HGT) in portefeuille te nemen. Hou er rekening mee dat het een kleine marktkapitalisatie heeft en dus volatiel is. Ik raad aan om een eerste kleine koop-orde in te geven met een limiet op \$8.

Favoriet #2: San Juan Royalty Trust (SJT)

San Juan Royalty Trust maakt aanspraak op 75% van de winst afkomstig van een rits olie- en gasbronnen in het San Juan Basin in de staat New Mexico. In waarde is de verhouding 75% gas tegenover 25% olie. Het San Juan Basin is momenteel de op één na productiefste aardgasbron in de Verenigde Staten, en staat bekend om haar trage uitputtingsgraad.

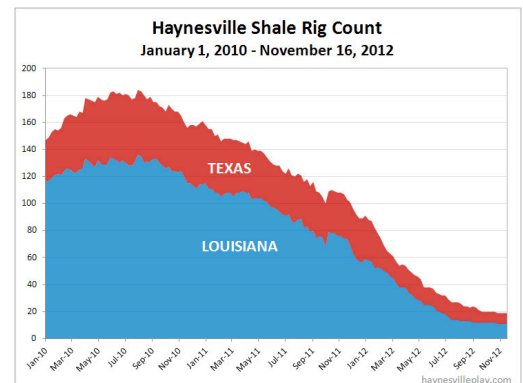
In haar vorige jaarrapport schatte SJT haar eigen Future Net Revenue op \$670,25 miljoen. Minus de \$35 miljoen die in 2012 werd uitgekeerd in dividenden, en gedeeld door de 46,6 miljoen aandelen van de Trust, komt dat neer op een waarde per aandeel van \$13,6—bijna precies wat het aandeel vandaag op de beurs noteert. Kurt Wulff is het hier opnieuw niet mee eens, en ook rekening houdend met een gelijkaardige rechtzaak tegen SJT als die waar HGT mee te maken heeft, komt hij zelf uit op een intrinsieke waarde van \$21,1 per aandeel.¹⁷

Dit is echter niet het hele verhaal. Wulffs schatting is gemaakt op basis van de cijfers van de SJT, dat eind 2011 uitging van 135,9 miljard cubic feet aardgas, en op 0,25 miljoen vaten olie. Er zijn echter indicaties dat die reserve wel eens sterk zou kunnen stijgen in de komende jaren, wegens... inderdaad, shale oil! De hype rond shale oil mag dan wel deels overdreven



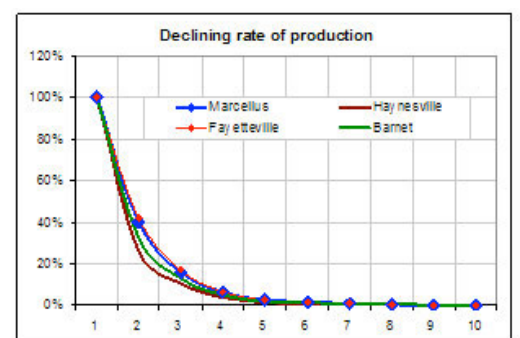
Als voorbeeld van de onhoudbaarheid van schaliegasproductie aan huidige prijzen: het Haynesville-veld produceert momenteel zo'n 25% van alle schaliegas in de V.S.

Bron: Hughes GSR inc.



Het aantal horizontale gasbronnen in het Haynesville veld is dramatisch gedaald, van 180 in de zomer van 2010 tot 13 in januari 2013.

Bron: haynesvilleplay.com



Gezien de productie van nieuw aangeboorde shalegasbronnen zeer snel daalt, kan het aanbod bij te lage prijzen snel verminderen.

Bron: <http://tinyurl.com/datwshale>

¹⁵ Je kan zijn analyse hier nalezen: <http://www.mcdep.com/rtweek120824.pdf>.

¹⁶ Hou er rekening mee dat het hier niet om obligaties gaat. Het dividendrendement kan maand op maand veranderen.

¹⁷ Zie Wulffs rapport op www.mcdep.com/rtweek121130.pdf.

zijn, de technologie is echt en kan reserves gevoelig uitbreiden.

Het exploratiebedrijf WPX Energy (WPX) maakte in augustus de resultaten bekend van een aantal testboringen in het San Juan Basin, en die waren veelbelovend.¹⁸ **Als deze resultaten bevestigd worden, kan SJT haar reserves mogelijk zien verviervoudigen.** Dat is werk voor Conoco Philips (COP), het olie- en gasbedrijf dat de eigendommen van SJT beheert. En inderdaad, Conoco heeft al aangekondigd horizontale boringen te zullen doen op grond waar SJT de royaltyrechten van heeft, de resultaten hiervan worden in de eerste helft van 2013 verwacht.

Slotsom: beleggers in San Juan Basin Royalty Trust (SJT) kunnen profiteren van het herstel van de aardgasprijzen zonder de investeringsrisico's waar exploratiebedrijven en gasproducenten mee te maken hebben. Bovendien geven de recent ontdekte shale oil reserves een unieke upside aan dit aandeel. Een eerste schijf mag gekocht worden aan \$14.

Favoriet #3: Mesa Royalty Trust (MTR)

MTR is de oudste van alle royalty trusts: in 1979 gesticht door T. Boone Pickens himself, als spin-off van Mesa Petroleum. Later kocht het oliebedrijf 90% van MTR terug, waardoor de trust het veel kleinere formaat heeft gekregen waar we vandaag bekend mee zijn..

Mesa Royalty Trust bezit royaltyrechten op olie- en aardgasbronnen in Kansas (Hugoton-veld), New Mexico (San Juan Basin), en Wyoming (Yellow Creek). MTR schatte de reserves van de terreinen waarop het royaltyrechten bezit eind 2011 in op 0,57 miljoen vaten olie en 8 miljoen Mcf aardgas (=8 miljard cubic feet). 25% van de onderliggende waarde zit in olie, en 75% in aardgas.

De Trust schat de toekomstig uit te betalen royalties op \$29,9 miljoen. De schattingen van Kurt Wulff wijzen echter uit dat bij gelijke aardgasprijzen de waarde van Mesa's toekomstige dividenden \$44 miljoen bedragen, en dat in de komende 12 maanden daar al zo'n \$4,11 miljoen van kan worden uitgekeerd. Uitgaande van de huidige marktkapitalisatie van \$38,7 miljoen is dat een dividendrendement van 10,6%

Ik raad aan om een eerste schijf MTR te kopen aan de koers van \$20.

Bottom line voor de goudmijnen

Laten we er geen doekjes om winden: de goudmijnsector kwakelt. We zijn begin 2013, en de HUI gold bugs index noteert terug op hetzelfde niveau als 5 jaar geleden, begin 2008. Ondertussen is de goudprijs wel bijna verdubbeld. Hoe kan dat in vredesnaam? Tijd om de bottom line opnieuw te onderzoeken.

Een sector groeit als het het jaar op jaar meer winst maakt. Winst is het verschil tussen de omzet en de kosten. Door beide componenten te onderzoeken, kunnen we uitvissen hoe de goudmijnsector eraan toe is.

Omzet: sterk stijgend. In 2008 werd er wereldwijd 2260 ton goud geproduceerd, dat is gestegen tot 2700 ton in 2011. En zoals gezegd is ook de goudprijs fiks gestegen. Hier zit dus zeker het probleem niet, de omzet in de totale goudmijnsector is sinds 2008 immers ruwweg met 140% gestegen.

Kosten: ook stijgend. Het is nog maar een goede 100 jaar geleden dat gelukszoekers in de rivieren goudklompjes konden zien glinsteren. Die tijden zijn voorbij. Er is nog veel goud in de wereld, maar de concentraties zijn sterk gedaald, waardoor het opdelven ervan ook duurder wordt.

“Met het schaliegas van Mancos staat San Juan op het punt om een 20-jarige renaissance mee te maken.”

Steven Natali van WPX Energy, augustus 2012



Een Royalty Trust als SJT werkte de voorbije jaren als een hefboom op de aardgasprijs (blauw), veel beter dan een ETF als UNG (rood, onderaan).

“Veel ... aardgasbedrijven ... hadden vorig jaar weinig keuze anders dan te blijven boren, hoe laag de prijs ook viel. ... Het land dat ze hadden geleased, kwam [immers] meestal met een ‘use it or lose it’-clause die hen verplichtte om binnen de drie jaar te starten met boren en royalties uit te betalen aan de eigenaars, anders verloren ze de leases.”

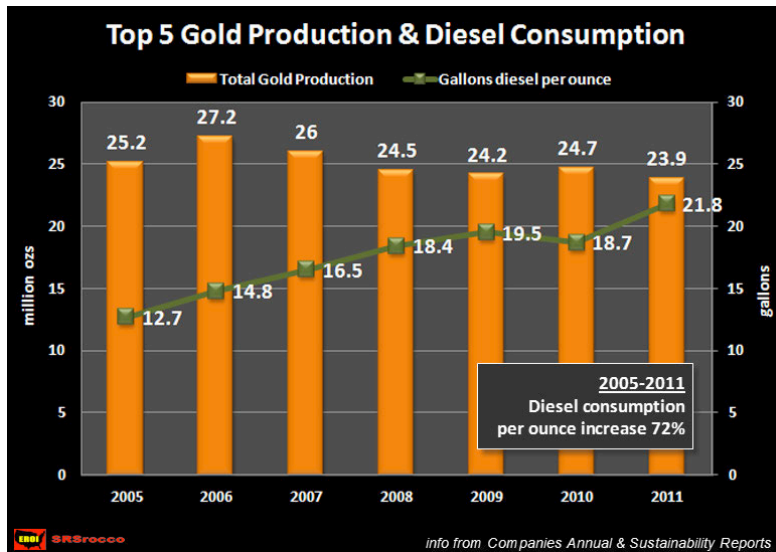
New York Times, 20 oktober 2012



Goudzoeker in Alaska, circa 1916.

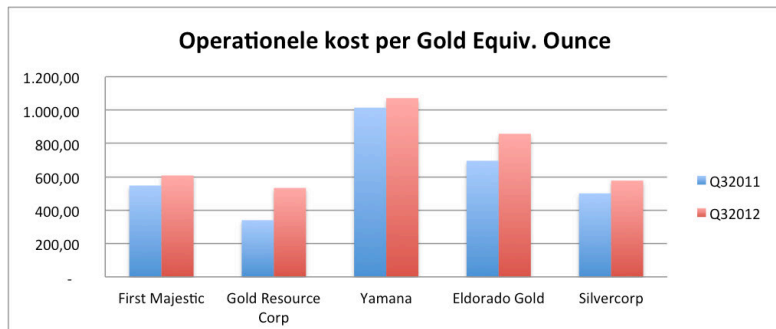
¹⁸ Zie de AAPG explorer: <http://www.aapg.org/explorer/2012/08aug/sanjuan0812.cfm>.

Deze grafiek van SRS Rocco, gebaseerd op gegevens van de vijf grootste goudmijnen, spreekt boekdelen:¹⁹



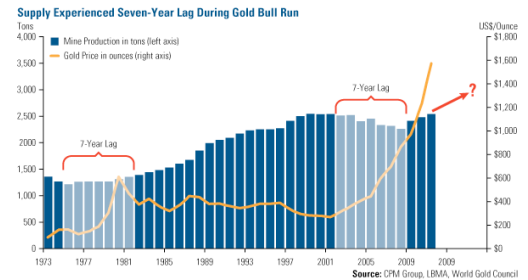
In de periode 2005 tot 2011 steeg de dieselconsumptie per ounce met 72%—waarbij de dieselprijzen ook nog eens met 40% stegen. Met andere woorden, de **energiekosten**²⁰ per ounce geproduceerd goud, van de grote goudmijnen, stegen in 6 jaar tijd met 240%, wat een **jaarlijkse groei met 15,7%** impliceert—en hierin zit de sterke olieprijsdaling van 2008 vervat!

Cijfers die ik vond voor de mijnen uit onze aandelenselectie bevestigen dit:²¹



Dit is natuurlijk maar een snapshot, resultaten variëren van kwartaal tot kwartaal, maar toch is de trend omhoog: de operationele kosten van deze mijnen stegen het voorbije jaar met gemiddeld +22%—zonder het van speciaal geval GORO gerekend komen we uit op +13,75%. Niet alleen de goudmijnen maar ook de primaire zilverproducenten lijden onder deze stijgende energiekosten.

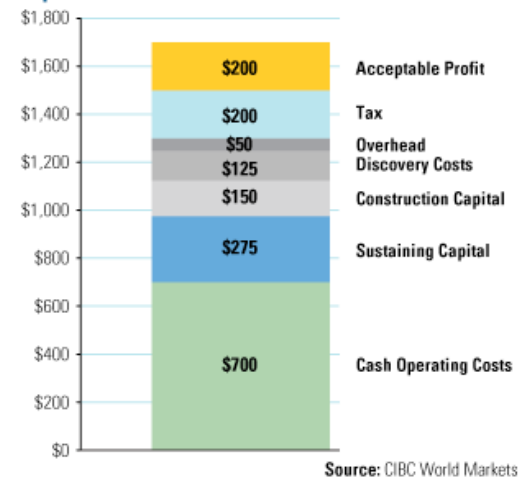
En er is meer. De “cash cost per ounce”-cijfers die we van de goudmijnen meekrijgen, houden geen rekening met factoren zoals hogere belastingen en arbeidskosten, waardoor ze het volledige plaatje niet laten zien. Onderzoek van CIBC World Markets wijst uit²² **dat de vervangkost voor een ounce goud in de sector in feite momenteel rond de \$1500 ligt**, met \$1700 als een cijfer dat eigenlijk pas voldoende winst oplevert om duurzaam te zijn. Als



Het duurt zo’n 7 jaar voor hogere prijzen vertaald worden in hogere productie. Als de energieprijzen het toelaten, zal de goudmijnsector de komende jaren haar productiegroei voortzetten.

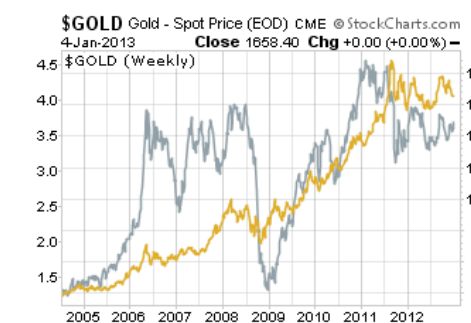
Bron: presentatie Pierre Lassonde

Replacement Cost for an Ounce of Gold



Vervangkosten voor een ounce goud volgens CIBC.

Bron: U.S. Global Investors



De goudprijs heeft zich in 2008 en 2011 losgekoppeld van de koperprijs...

¹⁹ Bron: <http://tinyurl.com/srsgrades>.

²⁰ Energie maakt traditioneel de helft uit van de kost van een mijnbouwbedrijf.

²¹ Gebaseerd op goud- en zilverproductie (ex industriële metalen), verrekend op gold equivalent ounces aan een goud-zilverratio van 50:1. De kosten van Yamana zijn bv. zo hoog omdat ik hier de koperproductie niet heb bijgeteld. Operationele kost heb ik bepaald door de samentelling van de categorieën cost of sales, depletion, depreciation, en amortization.

²² Zie het artikel van U.S. Global Investors: <http://tinyurl.com/cashcost>.

ikzelf de all-in kost voor de 5 mijnen van daarnet bereken, kom ik uit op een gemiddelde van \$1900 per ounce. Let wel, het gaat hier om groeibedrijven die veel geld investeren in de expansie van hun productie, en ik heb ook de credits die ze krijgen van hun bijproducten (industriële metalen) niet in mindering gebracht.

Is dit het dan, moeten we nu de handdoek in de ring gooien? Hebben we peak gold en peak silver bereikt en zijn de goudmijnen einde verhaal?

Dat zou mogelijks het geval zijn, als de omstandigheden gelijk bleven. Maar net dat lijkt me erg onwaarschijnlijk. Los van de stijgende goudprijzen (die ik verwacht) is er een andere belangrijke factor die de goudmijnsector een belangrijke boost kan geven in de komende jaren. Ik verklaar me nader.

De wereld produceert jaarlijks zo'n 140.000 TWh aan energie. Die taart wordt ruwweg in vieren verdeeld onder de huishoudens, het transport, de commerciële sector, en de industriële sector. Onze goudmijnen moeten opboksen tegen deze grote vraag, en betalen daarom hoge prijzen voor de elektriciteit en brandstof die ze nodig hebben.

Feit is echter dat elk van deze vier sectoren worden opgepept door de enorme kredietexpansie van overheden de wereld rond. Door de historisch lage rentevoeten worden er nog steeds druk plannen gemaakt voor expansie. Meer dan ooit, zelfs post 2008, leven we in een bubbel-economie. Hiernaast zie je bijvoorbeeld hoeveel mijnbouwprojecten er gepland zijn voor de komende 10 jaar. De blauwe bollen zijn projecten in de sector van industriële metalen, de gele zijn goudmijnprojecten.

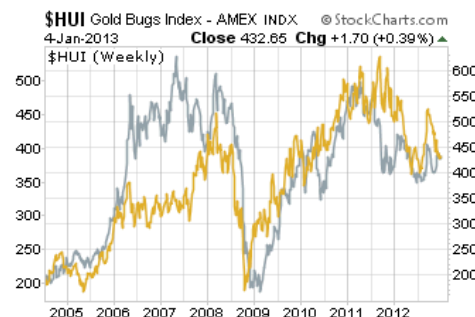
Naarmate het ook voor de consumenten duidelijk wordt hoe insolvabel het economische systeem is, zal de één na de andere zeepbel barsten. Er komt een verschuiving van consumptie naar sparen, van industriële expansie naar opbouwen van kapitaal. Als gevolg daarvan zullen vele van de blauwe, industriële bollen verdwijnen, wat meer adem (lagere kosten) betekent voor de gele bollen—de veilige havens, onze goudmijnen.

Het zou me verwonderen mocht deze loskoppeling nog heel lang op zich zou laten wachten. Het gebeurt al in het metaal, en ik zie geen logische reden waarom ook de mijnen niet zouden volgen.

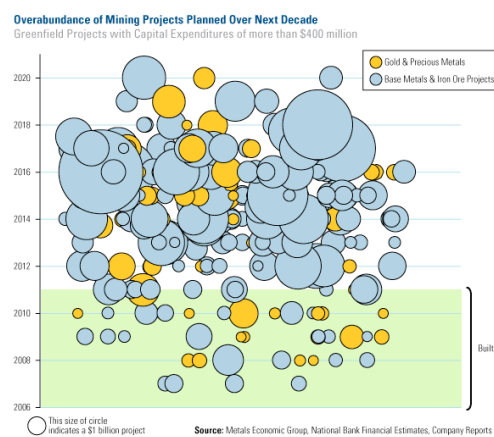
Gelezen in het nieuws

Onderstaande gebeurtenissen wilde ik jullie niet onthouden:

- **Spaans** Nationaal fonds voor sociale zekerheid wordt geplunderd (omgezet in staatsobligaties): <http://tinyurl.com/spasz90>.
- “**Argentina’s** Red-Hot Rally: Don’t get Burned”—uitstekend artikel, plaatst recente Merval-rally in context: <http://tinyurl.com/arrally>.
- Rick Rule meldt dat Sprott Asset Management benaderd wordt door de “grootste fondsen ter wereld” (ivm **goud** & z.): <http://tinyurl.com/rulesp>.
- Al 3 op 10 **Belgische** bedrijfspensioenfondsen zitten in de problemen, herstelplan van 18 fondsen faalt: <http://tinyurl.com/bpfonds>.
- Eerste melding van “vastgoedzeepbel” in Vlaamse media over het Belgische vastgoed (Knack): <http://tinyurl.com/vastgz>.
- V. Overtveldt over versoepeling Basel-III: <http://tinyurl.com/basel3van>.
- “**Basel III** wordt Babel”, oftewel: bureaucratie, leidt tot méér bureaucratie (tot ze te groot wordt en crasht): <http://tinyurl.com/basbab>.
- **UBS** voor \$1 miljard beboet n.a.v. LIBOR: <http://tinyurl.com/ubslib>.
- **HSBC** betaalt \$1,9 miljard minnelijke schikking wegens witwassen drugsgeld: <http://tinyurl.com/hsbcdrug>.
- IMF-paper: globale **derivatenmarkt** is nog steeds “onstabiel en kan catastrofale crisis teweegbrengen”: <http://tinyurl.com/imfder>.

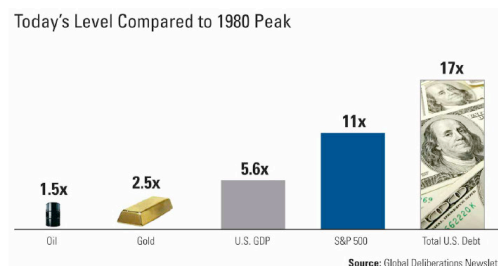


...maar de goudmijnen hebben zich nog niet losgekoppeld van de industriële mijnen.



Geplande mijnbouwprojecten voor de volgende 10 jaar: in het blauw de industriële, in het geel de projecten in de edele metalen.

Bron: U.S. Global Investors



Goud een zeepbel? De marktkapitalisatie van de S&P is verelvoudigd sinds 1980, de Amerikaanse staatsschuldzeepbel (obligaties) verzeventenvoudigd, terwijl goud maar met een factor 2,5 is gestegen.

Bron: U.S. Funds

“Goud is geen barbaars reliëf. Het echte barbaarse reliëf is het centraal bankieren.”

James Turk, 2 november 2012

Beleggingsrooster

Valutamandje

80-85% van het beschikbare vermogen							
Instap	Naam	Symbool	Prijs bij instap	Risico	Koers op 07/01/'13	€ %Winst (verlies)	Advies
30/06/11	Fysiek goud	XAU**	1046,74	Laag	1266,51	+20,99%	Kopen
30/06/11	Fysiek zilver	XAG**	23,23	Laag	23,10	-0,50%	Kopen
07/11/11	Remnimbi/Yuan	CNY	0,1137	Middel	0,1212	+6,59%	Houden
14/08/12	Singapore Dollar	SGD	0,6520	Midde	0,6233	-4,44%	Houden
19/08/11	Zwitserse Frank	CHF	0,8777	Middel	0,8273	-5,74%	Kopen
19/08/11	Canadese Dollar	CAD	0,7056	Middel	0,7747	+9,79%	Houden
04/10/11	US Dollar	USD	0,7510	Middel	0,7650	+1,8%	Houden/ Kopen
07/01/12	Bitcoin	BTC	5,3600	Middel	10,350	+93,09%	Kopen

Aandelenselectie

10-20% van het beschikbare vermogen									
Instap	Naam	Beurs *	Symbool	Prijs bij instap	Low risk koers	Risico	Koers op 07/01/'13	€ %Winst (verlies)	Advies
30/06/11	Franco-Nevada	TSE	FNV.TO	37	30	Laag	55,45	+54,03%	Dips kopen
30/06/11	Royal Gold	NASDAQ	RGLD	58,57	40	Laag	78,32	+33,72%	Dips kopen
05/08/12	Yamana	TSE	YRI	14,8	12	Laag	16,10	+8,78%	Dips kopen
30/06/11	Sandstorm Gold	TSXV	SSLV	5,95	5	Middel	11,93	+100,50%	Dips kopen
07/01/12	Eldorado Gold	TSE	ELD	14,80	10	Middel	12,20	-17,57%	Dips kopen
30/08/11	Gold Res. Corp.	AMEX	GORO	23.40	15	Middel	14.17	- 39,44%	Houden
30/06/11	Golden Pred. Corp.	TSXV	GPD.TO	0.96	0,75	Hoog	0.330	-65,62%	Dips kopen
30/06/11	Silver Wheaton	TSE	SLW.TO	31,85	25	Middel	34,16	+7,25%	Houden
30/06/11	First Majestic	TSE	FR.TO	17,84	10	Middel	19,99	+12,5%	Dips kopen
07/01/12	Silvercorp	TSE	SVM	6,95	5	Middel	4,63	-33,38%	Houden
10/09/12	Xtierra	CVE	XAG	0,25	0,25	Hoog	0,280	+12,00%	Dips kopen
10/09/12	Minco Silver	TSE	MSV	2,23	2,2	Hoog	1,60	-28,35%	Dips kopen
10/09/12	Silver Bear	TSX	SBR	0,45	0,5	Hoog	0,325	-27,78%	Dips kopen
10/09/12	Golden Minerals	TSE	AUM	6,45	6,4	Hoog	4,63	-28,22%	Dips kopen
30/06/11	Prophecy Coal	TSE	PCY	0,630	0,16	Hoog	0,130	-79,37%	Houden
09/12/12	Hugoton Roy. T.	NYSE	HGT	7,37	7	Middel	7,76	+5,29%	Dips kopen
19/08/11	Allana Potash	TSE	AAA	1,34	0.8	Hoog	0,620	-53,73%	Dips kopen

Kleurlegende: goud, zilver, gas, olie, steenkool, landbouw, cashpositie

* De gesuggereerde beurs is maar een startpunt. De meeste aandelen noteren op meerdere beurzen.

** XAU, XAG zijn de valutasymbolen van goud en zilver (geen financiële producten). Met 'fysiek' bedoel ik munten of baren.