

Peter Árendáš

POROVNANIE VÝNOSNOSTI KOMODÍT A AKCIÍ ŤAŽOBNÝCH SPOLOČNOSTÍ

***Abstract:** The commodity cycle, scarcity of mineral resources and growing demand for them, have led to a sharp growth of commodity prices and thus the interest of investors in commodity markets in the past decade. One of the basic forms, and for many commodities the only form of investing is buying shares of mining companies. This article compares the performance of different classes of shares of mining companies, in comparison with the underlying commodity, over the past decade.*

Keywords: commodities, mining companies, comparison, performance

JEL: L 71, O 16, E 2

Úvod

Komoditné trhy sa nachádzajú uprostred býčej fázy cyklu a v posledných rokoch vykazujú investície, ktoré smerujú do tohto sektora ekonomiky, veľmi dobré výsledky. Existuje viacero spôsobov ako profitovať na raste cien komodít. Od priameho fyzického nákupu danej komodity, cez investície do akcií ťažobného sektora alebo do mien krajín orientovaných na produkciu komodít, až po najrôznejšie deriváty. Napriek tomu, že všetky uvedené finančné nástroje sú nejakým spôsobom vystavené vplyvu komoditného trhu, nie všetky sú ním ovplyvňované v rovnakej miere a nie všetky sú bez problémov dostupné pre bežného retailového investora.

Napríklad nákup priamo fyzickej komodity sa de facto realizuje len pri vzácnych kovoch a drahých kameňoch. Keby chcel niekto investovať povedzme 10 000 \$, dostal by za svoje peniaze približne 7 trójskych uncí zlata. V metrickom váhovom systéme je to zhruba 220 g. Keby však ten istý investor pred zlatom uprednostnil meď, dostal by pri súčasných cenách o niečo viac ako 1 tonu tohto kovu. Prepraviť a uskladniť takýto veľký objem komodity je nielen komplikované, ale taktiež jeho likvidita je podstatne nižšia ako likvidita drahých kovov. Podobný problém prináša aj fyzický nákup ostatných priemyselných kovov, respektíve energetických alebo poľnohospodárskych komodít. Táto forma investície do komodít sa využíva pomerne málo.

Napriek tomu, že väčšina obchodov s komoditami v súčasnosti prebieha pomocou finančných derivátov s komoditou ako podkladovým aktívom, ani tento spôsob nie je celkom bez problémov. Finančné deriváty sa vyznačujú pákovým efektom, čiže pohyb hodnoty podkladového aktíva sa do pohybu hodnoty finančného derivátu premietne niekoľkonásobne. To je výhodné v prípade, že trh sa hýbe predpokladaným smerom. Ak však nastane opačný pohyb, v prípade nedostatočného zostatku na účte hrozí automatické uzavretie pozície. Deriváty sa preto dajú označiť viac za špekuláciu ako za investíciu.

V prípade nákupu mien krajín s ekonomikou zameranou na produkciu komodít ide o nepriamy spôsob investovania do komodít. Predpokladá sa, že s rastom cien komodít bude rásť hodnota exportu danej krajiny, čo sa prejaví v prebytku platobnej bilancie, zároveň štát bude mať väčšie príjmy z daní, čo by malo viesť k zdravým verejným financiám. V tom prípade by mena danej krajiny mala reagovať pomerne stabilným posilňovaním. Treba si však uvedomiť, že na hodnotu menového kurzu vplývajú aj ďalšie faktory, navyše rast cien komodít sa v plnej výške nepremietne do rastu hodnoty danej meny.

Ďalšou možnosťou je investícia do ETC (Exchange traded commodity) fondov. V prípade, že ide o fond bez pákového efektu, dokáže pomerne presne kopírovať vývoj podkladového aktíva, respektíve koša aktív. Alternatívou je investovanie do klasického podielového fondu zameraného na komodity, ten ale má v porovnaní s ETC fondmi niekoľko nevýhod, z ktorých najväčšou je nižšia likvidita. ETC sú kótované na renomovaných svetových burzách, čiže obchod môže prebehnúť prakticky okamžite. V prípade podielových fondov prebehne vysporiadanie spravidla do niekoľkých dní.

Pomerne jednoduchou formou investovania do komodít je nákup akcií ťažobných spoločností. Tie sa dajú rozdeliť na dve základné skupiny. Na zabehnuté (senior) spoločnosti, ktoré ťažia nerasty už celé roky, a na začínajúce (junior) spoločnosti, ktoré sa pripravujú na začatie ťažby. Juniorské spoločnosti sa ďalej dajú rozdeliť podľa pokročilosti projektov na prieskumné spoločnosti, čo ešte len skúmajú ložisko a snažia sa definovať rezervy, spoločnosti vo fáze realizácie projektu (výstavba bane už prebieha, respektíve sa s ňou už čoskoro začne a spoločnosť je vo fáze dohadovania financovania) a začínajúce ťažobné spoločnosti, ktoré už baňu postavili, no tá je v prevádzke len pomerne krátky čas a postupne sa zvyšuje objem jej produkcie. Najmenej rizikové sú druhé dve kategórie, na druhej strane vysoko rizikové prieskumné spoločnosti môžu zo dňa na deň priniesť zhodnotenie v rádoch stoviek až tisícov percent.

Cieľom tejto analýzy je práve posúdenie väzieb medzi hodnotou akcií ťažobných spoločností a hodnotou komodít, na ktoré sa tieto spoločnosti primárne zameriavajú. Ďalším cieľom je porovnanie výnosnosti seniorských a juniorských ťažobných spoločností.

1 Skúmané aktíva

Na účely analýzy bolo vybraných 10 komodít. Priemyselné kovy reprezentuje oceľ, železná ruda, hliník a meď, zástupcami vzácnych kovov sú zlato a striebro. Z energetických komodít boli vybrané ropa, zemný plyn a uhlie a oblasť poľnohospodárstva reprezentuje potaš, využívaná na výrobu draselných hnojív. Každá z komodít sú priradené po dve verejne obchodovateľné veľké akciové spoločnosti, obchodované na niektorých zo severoamerických búrz, ktoré patria medzi lídrov v ťažbe danej suroviny. Jedinou výnimkou je železná ruda, kde boli vybrané tri spoločnosti. Ide však o BHP Billiton, Vale do Rio Doce a Rio Tinto, čiže tri najväčšie banské spoločnosti na svete, ktoré síce majú prím na trhu so železnou rudou, no zároveň majú silné postavenie aj v ťažbe mnohých ďalších kovov, od medi až po zlato. Oceľiarsky priemysel reprezentujú Arcelor Mittal a U. S. Steel, producentov hliníka Alcoa a Chinalco. Hlavných producentov medi zastupujú spoločnosti Freeport-McMoran Copper & Gold a Newmont Mining Corporation. Oblasť vzácnych kovov reprezentuje Barrick Gold, Gold Corp, Silver Standard Resources a Pan American Silver. Z energetického sektora majú zastúpenie uhoľné spoločnosti Peabody Energy Company a Arch Coal, plynárenské spoločnosti Gazprom a Chesapeake Energy a ropné spoločnosti Petro China a Exxon Mobil. Spomedzi producentov potaše sú uvedení Potash Corporation of Saskatchewan a Mosaic.

Okrem veľkých, seniorských spoločností sa výber sústredil aj na začínajúce spoločnosti, takzvané „junior miner companies“. Ide o spoločnosti, ktoré hľadajú ložiská nerastných surovín a usilujú sa o ich ďalší rozvoj. Hoci takýchto spoločností existujú tisíce, len malá časť z nich je úspešná, nájde vhodné ložisko a začne ťažbu, respektíve je pohltená väčšou spoločnosťou. Vo väčšine prípadov preto pri nákupe akcií juniorských spoločností ide predovšetkým o špekuláciu. Existujú však určité znaky, ktoré oddeľujú špekulatívny nákup od investičného. V prípade, že spoločnosť má overené ložisko, medzi jej akcionárov patria významní inštitucionálni investori a manažment sa skutočne usiluje o realizáciu projektu a nečaká na pohltenie nejakým seniorom, spoločnosť má reálnu šancu stať sa producentom a priniesť akcionárom zhodnotenie vo výške stoviek, často dokonca tisícov percent. Práve tieto spoločnosti sú v centre pozornosti tejto štúdie. Nie sú však rovnomerne rozmiestnené po celom spektre komodít, keďže pri niektorých komoditách spoločnosti s vyššie uvedenými znakmi jednoducho nie sú. Zastúpenie má spoločnosť Consolidated Thompson, ťažiacia železnú rudu, ktorú už po necelom roku produkcie, v zime tohto roka, kúpila konkurenčná spoločnosť Cliffs Natural Resources za 4,9 mld. USD. Produkciou medi za zaoberajú spoločnosti Copper Mountain, ktorá spustí ťažbu v najbližších mesiacoch, a Baja Mining, ktorá je uprostred konštrukčnej fázy a ťažbu plánuje začať začiatkom roka 2013. Ťažiť zlato začne v priebehu leta 2011 kanadská spoločnosť Osisko. Zlatých juniorov zastupuje aj spoločnosť Northern Dynasty Minerals, ktorá má ešte niekoľko rokov do začatia ťažby a čaká ju tvrdý boj s environmentálnymi aktivistami, no jej ložisko Pebble na Aljaške je najväčším známym ložiskom zlata, medi a molybdénu na svete. Doteraz bolo objavených vyše 105 miliónov trójskych

uncí zlata, 80 miliárd libier medi a 5,6 miliárd libier molybdénu. Aktuálna trhov hodnota k 30. 5. 2011 týchto kovov je približne 590 miliárd USD. Juniorov zaoberajúcich sa prieskumom a rozvojom ložísk striebra zastupuje Bear Creek Mining. Sektor energií reprezentuje len uholn spoločnosť South Gobi Resources, ktorá v roku 2010 začala ťažbu metalurgického uhlia v mongolskom ložísku Ovoot Tolgoi. Posledným zastúpenm „junior minerom“ je spoločnosť Allana Potash, ktorá sa v roku 2013 chystá spustiť ťažbu z obrovského ložíška potaše v Etiópii. Tto spoločnosť spĺňa všetky vyšie uvedené parametre. M obrovské ložísko, ktoré eše stále nie je kompletne preskúman, a manažment jednoznačne deklaruje snahu o vybudovanie bane a začatie ťažby. Navyše, za spoločnosťou stojí siln báza inštitucionálnych investorov, od investičných spoločností Forbes & Manhattan a Liberty Metals and Mining, cez čínsky suverénní fond China Mineral United Management, až po člena skupiny Svetovej banky, IFC (International Finance Corporation). Poslednou z juniorských spoločností je Avalon Rare Metals, ktorá rozvíja ložísko prvkov vzácných zemín v Kanade. Prvky vzácných zemín sú v posledných rokoch horúcou témou, pričom najjednoduchší spôsob ako získať expozíciu voči nim je práve pomocou akcií juniorských spoločností so zameranm na tieto komodity. V prípade Avalon Rare Metals však nie je priraden podkladov komodita. Dôvodom je náročnosť ocenenia prvkov vzácných zemín a relatívna netransparentnosť tohto trhu.

2 Analýza seniorských spoločností

Analýza prebehla na viacerých časových úsekoch. V prípade seniorských spoločností bola porovnaní výkonnosť akcií jednotlivých spoločností s výkonnosťou príslušných komodít na 10, 3 a 1-ročnej báze. V prípade juniorských spoločností prebehla analýza na 3 a 1-ročnej báze, keďže pred 10 rokmi väčšina týchto spoločností neexistovala.

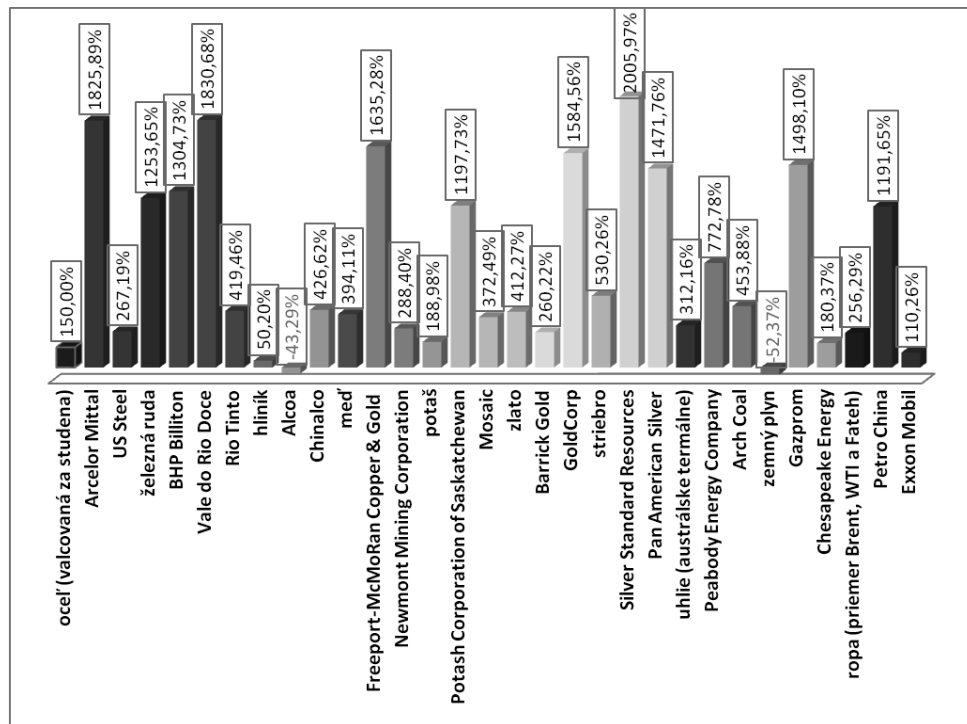
Z grafu č. 1 je zrejme, že v desaťročnom časovom horizonte sa akciám ťažobných spoločností darilo podstatne lepšie ako komodtm, na ktoré sa zameriavajú. Z 21 skúmaných spoločností až 16 vykázalo zhodnotenie vyšie ako podkladov komodita. To sa dá do určitej miery pripísať pákovému efektu, ktorým ťažobn spoločnosti disponujú. Ten spočíva v tom, že ak je napríklad cena zlata na úrovni 1000 USD a ťažobn náklady sú 500 USD, spoločnosť má zisk 500 USD. Ak však cena zlata vzrastie na 1500 USD, pričom náklady zostanú nezmenen, zisk z jednej unce zlata je 1000 USD. Cena zlata teda vzrástla o 50 %, no zisk spoločnosti za predpokladu ceteris paribus vzrástol o 100 %. Dalším, nemenej dôležitým faktorom je b komoditn trh, vďaka ktorému rastú už spomnan zisky spoločností. Tie následne majú dostatok prostriedkov na investovanie do nových projektov, respektíve na akvizície iných spoločností. Akumulácia kapitálu a schopn manažment uplatňujúci rastov strategiu spoločnosti tak prispievajú k rastu hodnoty akcií.

Najlepšie výsledky zaznamenali akcie spoločnosti Silver Standard Resources, ktoré za 10 rokov vzrástli o vyše 2 000 %. Viac ako 1 800 % si pripísali aj spoločnosti Arcelor Mittal a Vale do Rio Doce. Najhoršie výsledky dosiahol hlinkrensk g-

gant Alcoa, ktorého akcie sa prepadli o 43,29 %. Spomedzi seniorských spoločností v desaťročnom časovom intervale ide o jediný prepád.

Graf č. 1

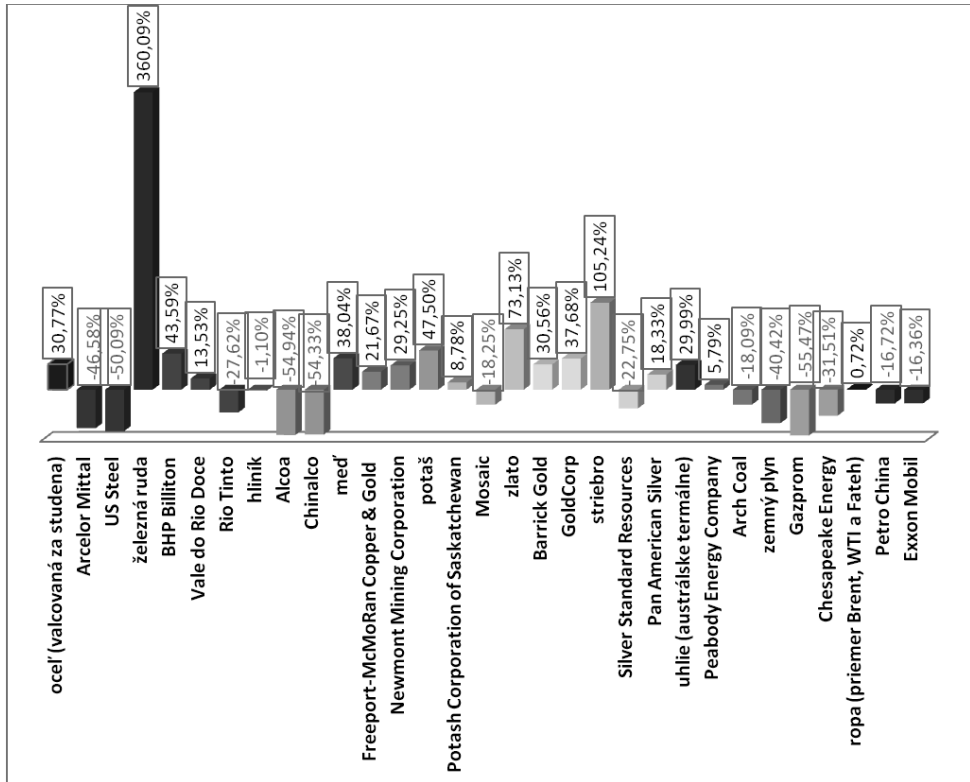
Zhodnotenie akcií vybraných seniorských ťažobných spoločností a príslušných komodít (XII. 2000 –XII. 2010)



Prameň: vlastné spracovanie podľa údajov googlefinance.com, MMF a SB.

V trojročnom časovom horizonte (graf č. 2) sa výrazne prejavil vplyv globálnej finančnej krízy. Ako vidieť, väčšina spoločností sa nedokázala spamätať z dôsledkov krízy a za obdobie od decembra 2007 do decembra 2010 vykazuje stratu. V červených číslach skončilo až 12 z 21 spoločností, čo predstavuje nadpolovičnú väčšinu. Najtvrdšie bol zasiahnutý ruský plynárenský kolos Gazprom, ktorý stratil 55,47 % hodnoty. V tesnom závесе sú hlinikárne Alcoa a Chinalco a hranicu -50 % prekonal aj US Steel. Naopak, s krízou sa najlepšie vysporiadala najväčšia banská spoločnosť na svete, BHP Billiton, ktorá za uvedené obdobie skončila v pluse o 43,59 %. Väčšina spoločností vykazuje pokles hodnoty akcií, hoci hodnota komodity, na ktorú sa zameriavajú, vzrástla. Dôvodom je rýchlejšie zotavenie komoditných trhov v porovnaní s akciovými. Svoju rolu zohráva aj fakt, že veľa spoločností bolo krátko pred krízou nadhodnotených, v očakávaní ďalšieho rastu cien komodít.

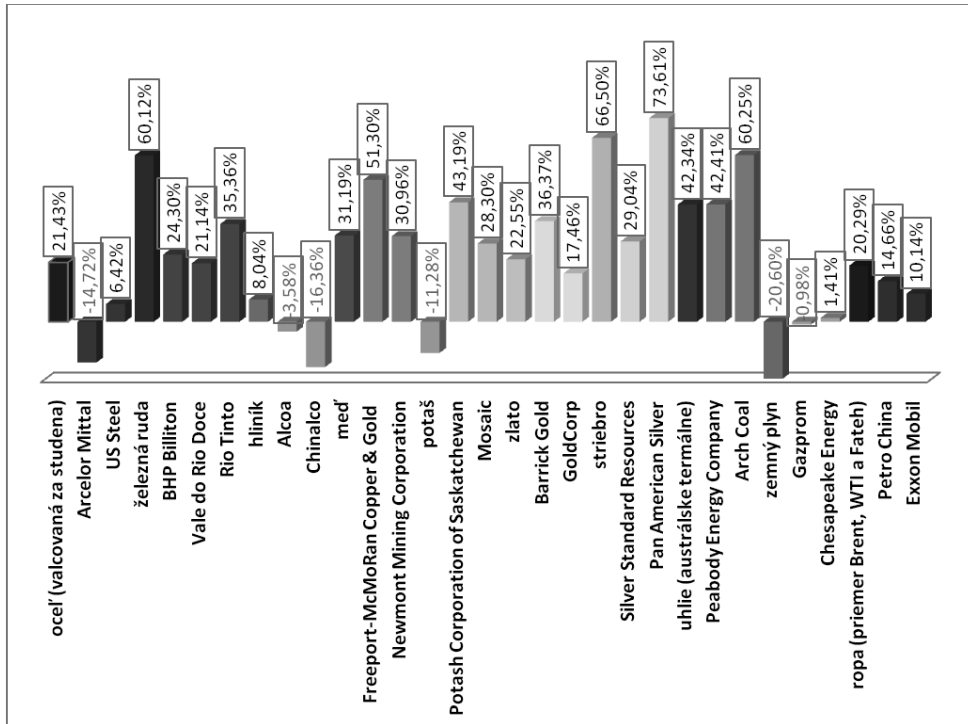
Zhodnotenie akcií vybraných seniorských ťažobných spoločností
a príslušných komodít (XII. 2007 – XII. 2010)



Prameň: vlastné spracovanie podľa údajov googlefinance.com, MMF a SB.

Rok 2010 (graf č. 3) sa vyznačoval rastom cien väčšiny komodít aj akciových trhov. Výsledkom je, že v strate skončili len spoločnosti Arcelor Mittal, Alcoa, Chinalco a Gazprom. Práve hlinikársky sektor zasiahla kríza obzvlášť tvrdo a dodnes sa celkom nespamätal. Za slabou výkonnosťou plynárskych spoločností zasa stoja nízke ceny zemného plynu. Tie sú zapríčinené najmä objavením obrovských nekonvenčných zdrojov zemného plynu z bridlíc. Vďaka novej technológii extrakcie zemného plynu z bridlíc sa jeho zásoby v mnohých krajinách zniekoľkonásobili. Obrovské ložiská sú predovšetkým v USA a Poľsku. To spôsobilo, že ceny plynu sa na rozdiel od ostatných komodít len mierne vzdialili od pokrizového dna. Na opačnom konci spektra skončila spoločnosť Pan American Silver.

Zhodnotenie akcií vybraných seniorských ťažobných spoločností
a príslušných komodít (XII. 2009 – XII. 2010)



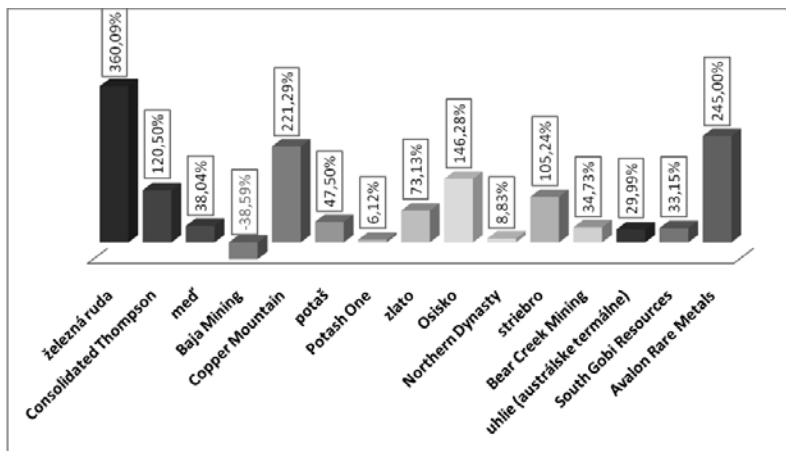
Prameň: vlastné spracovanie podľa údajov googlefinance.com, MMF a SB.

3 Analýza juniorských spoločností

Globálna finančná kríza síce tvrdo zasiahla aj segment „junior minerov“, no vzhľadom na rastový potenciál týchto spoločností boli takmer vo všetkých prípadoch straty zmazané (graf č. 4). Jedinou výnimkou je Baja Mining, ktorá skončila v strate 38,59 %. Tento pokles je ale zapríčinený predovšetkým financovaním výstavby bane na meď, ktorého veľká časť prebehla formou emisie nových akcií, čím došlo k výraznému zníženiu ich hodnoty. Najviac sa darilo spoločnostiam Avalon Rare Metals a Copper Mountain, obidve získali viac ako 200 %.

Graf č. 4

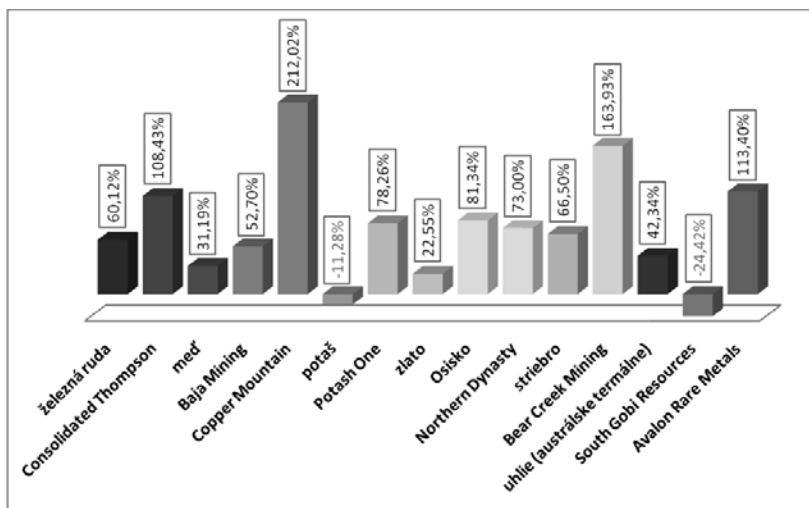
Zhodnotenie akcií vybraných juniorských ťažobných spoločností
a príslušných komodít (XII. 2007 – XII. 2010)



Prameň: vlastné spracovanie podľa údajov googlefinance.com, MMF a SB.

Graf č. 5

Zhodnotenie akcií vybraných juniorských ťažobných spoločností
a príslušných komodít (XII. 2009 – XII. 2010)



Prameň: vlastné spracovanie podľa údajov googlefinance.com, MMF a SB.

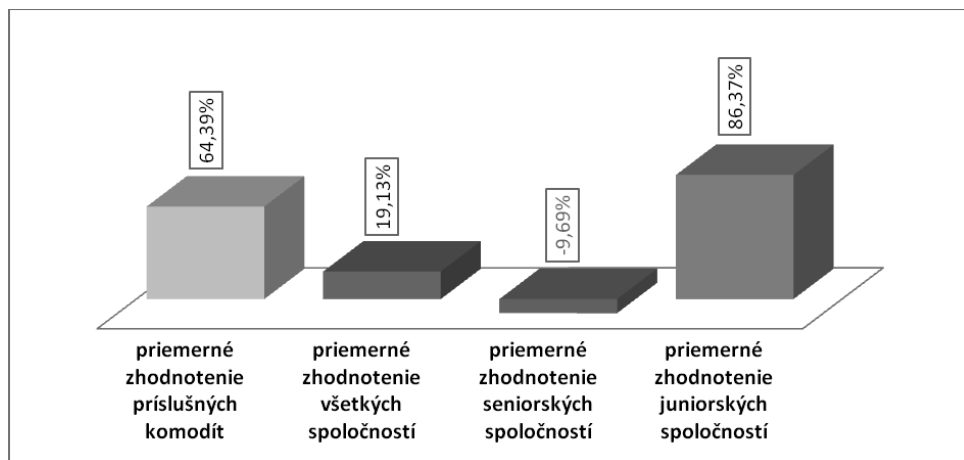
V roku 2010 (graf č. 5) skončili všetci sledovaní junióri s výnimkou South Gobi Resources v pluse, pričom všetci s výnimkou South Gobi prekonalí výkonnosť svojej primárnej komodity. Najlepšie výsledky zaznamenali Copper Mountain a Bear Creek Mining, ktoré výrazne ťažili z rekordných cien medi a striebra.

4 Porovnanie jednotlivých typov aktív

Z porovnania jednotlivých typov aktív vyplýva niekoľko záverov. V časovom úseku od decembra 2007 do decembra 2010 (graf č. 6) vidieť, že jednoznačne najvýhodnejšia bola investícia do juniorských spoločností ťažobného sektora. Priemerné zhodnotenie analyzovaných juniorských spoločností dosiahlo výšku 86,37 %. Na druhom mieste skončili analyzované komodity, ktorých cena priemerne vzrástla o 64,39 %. Seniorské ťažobné spoločnosti zaznamenali priemernú stratu 9,69 %, čo spôsobilo, že priemerná výkonnosť juniorských a seniorských spoločností je len 19,31 %. To znamená, že finančná kríza z uvedených segmentov najviac otriasla segmentom seniorských spoločností, ktoré sa z nej stále celkom nespamätali. Na druhej strane, ak zoberieme do úvahy 5-ročné a 10-ročné obdobie, seniorské spoločnosti sú na tom o poznanie lepšie. Ich výkonnosť na 5-ročnom úseku je 116,74 % oproti 133,78 % v podaní komodít. Na 10-ročnom úseku seniori dokonca s prehľadom vyhrávajú, v pomere 907,37 % ku 349,55 %.

Graf č. 6

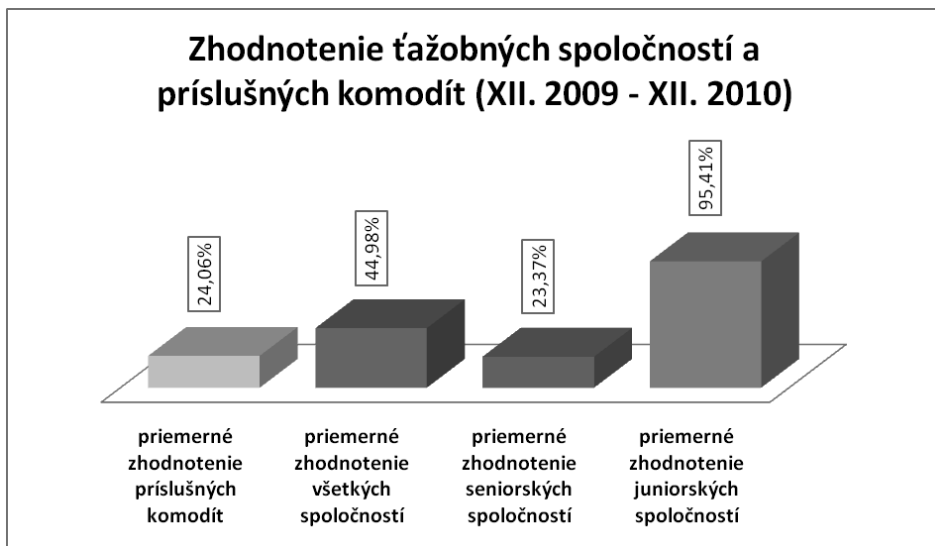
Porovnanie výnosnosti jednotlivých typov aktív (XII. 2007 – XII. 2010)



Prameň: vlastné spracovanie podľa údajov googlefinance.com, MMF a SB.

Pri zhodnotení vývoja v minulom roku (graf č. 7) dospejeme k záveru, že najvýnosnejšie bolo opäť investovanie do juniorských spoločností. Ich priemerné zhodnotenie bolo na úrovni 95,41 %. Na druhom mieste skončili komodity s priemerným rastom o 24,06 %. Seniorské spoločnosti zaostali len tesne, pri priemernom zisku 23,37 %. Priemer všetkých ťažobných spoločností sa vyšplhal na 44,98 %.

Porovnanie výnosnosti jednotlivých typov aktív (XII. 2007 – XII. 2010)



Prameň: vlastné spracovanie podľa údajov googlefinance.com, MMF a SB.

Juniorské spoločnosti teda vychádzajú z analýzy ako najvýnosnejší spôsob investovania do komodít. Treba však podotknúť, že zároveň ide o najriskynejší spôsob investovania. Napriek tomu, že výber analyzovaných spoločností bol podľa určitých kritérií, vďaka ktorým sa dá obmedziť pravdepodobnosť neúspechu, riziko, že sa niečo pokazí, existuje vždy. Preto bude zaujímavé zistiť, aká by bola výnosnosť segmentu „junior minerov“ za predpokladu, že zhodnotenie dvoch najvýkonnejších spoločností z daného časového úseku sa upraví na hodnotu nula. Výsledkom na trojročnom intervale je priemerné zhodnotenie o 34,56 % a na ročnom intervale o 53,64 %. Ide o výrazný pokles, v oboch prípadoch je však toto zhodnotenie podstatne vyššie ako zhodnotenie seniorských spoločností. Navyše, v roku 2010 ide o viac ako dvojnásobnú hodnotu priemerného nárastu cien analyzovaných komodít.

Záver

Z analýzy vyplýva, že z dlhodobého hľadiska má hodnota akcií ťažobných spoločností tendenciu rásť rýchlejšie ako hodnota komodít. Globálna finančná kríza síce tento obraz narušila, no iba dočasne. V uplynulom kalendárnom roku dosiahli akcie ťažobných spoločností lepšiu výnosnosť v porovnaní s komoditami. Treba ale podotknúť, že v pokrízovom období zachraňuje česť ťažobných spoločností predovšetkým segment „junior minerov“, ktorý vykazuje výrazne vyššie zisky ako segment „senior minerov“. Dokonca aj po zohľadnení určitého rizika a vynulovaní ziskov dvoch najvýkonnejších juniorských spoločností je priemerný ročný zisk lepší ako v prípade seniorských spoločností.

Dá sa teda povedať, že hodnota akcií ťažobných spoločností za normálnych podmienok vďaka pákovému efektu a investíciám do rozvoja rastie rýchlejšie ako hodnota komodít, ktoré ťažia. Zároveň rizikovejší segment takzvaných „junior minerov“ skrýva výrazne vyšší výnosový potenciál v porovnaní s už zabehnutými ťažobnými spoločnosťami.

Literatúra

- [1] ROGERS, J.: 2008. *Žhavé komodity*. Praha: GRADA Publishing, 2008, 240 s. ISBN 978-80-247-2342-6.
- [2] ROGERS, J.: 2007. *A Bull in China: Investing Profitably in the World's Greatest Market*. New York: RandomHouse, 2007, 221 s. ISBN 978-08-129-7748-6.
- [3] CHRISTIAN, J.: 2006. *Commodities Rising: The Reality Behind the Hype and How to Really Profit in the Commodities Market*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2006, 250 s. ISBN 978-0-471-77225-5.
- [4] DAY, A.: 2010. *Investing in Resources: How to Profit from the Outsized Potential and Avoid the Risks*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2010, 341 s. ISBN 978-0-470-89030-1.
- [5] SHIPMAN, M.: 2006. *The Next Big Investment Boom*. Londýn: Kogan Page, 2006, 179 s. ISBN 0-7494-4577-7.
- [6] <http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp>.
- [7] <http://data.worldbank.org/data-catalog/commodity-price-data>.
- [8] <http://www.googlefinance.com>.
- [9] <http://www.yahoofinance.com>.