

Kompanie typu royalties na przykładzie Silver Wheaton

27 listopada 2014

Pisząc artykuł odnośnie spółek wydobywczych celowo pominąłem pewien specyficzny typ kompanii, a mianowicie royalties. Różnią się one tym od tradycyjnych kopalni, że nie koncentrują się na wydobyciu metalu, lecz wyłącznie finansują wydobycie, w zamian za możliwość odkupienia całej produkcji złota czy srebra po z góry ustalonej cenie.

Założmy, że jest sobie mała kompania wydobywcza, która dokopała się do metalu. Brakuje jej jednak kapitału na uruchomienie pełnej produkcji, a banki nie chcą udzielić kredytu. W takim momencie pojawia się właśnie kompania royalties zatrudniająca wyłącznie osoby perfekcyjnie znające branżę. Sprawdzają oni czy prognozy dotyczące wydobycia jak i koszty przedstawione przez kopalnie są realne.

Jeżeli wszystko jest w porządku, strony dochodzą do porozumienia. Kompania typu royalties wykłada gotówkę niezbędną do sfinansowania wydobycia. W zamian otrzymuje złoto lub srebro, za które musi zapłacić tylko ułamek wartości rynkowej.

Kompania typu royalties kupuje długoterminowy strumień metalu po bardzo atrakcyjnej cenie. Kompania wydobywcza finansuje w ten sposób produkcję główną, np. miedzi, przy której srebro jest „produktem ubocznym”. Jest to typowa transakcja win – win.

SILVER WHEATON

Zdecydowanie największą na świecie kompanią typu royalties (streamingową) jest Silver Wheaton notowana w NY oraz w Toronto. Kapitalizacja spółki wynosi 7,5 mld USD. SLW ma obecnie zawarte porozumienia z 19 kompaniami wydobywczymi, od

których skupuje srebro w średniej cenie 4,15 USD za uncję srebra i 400 USD w przypadku złota. Silver Wheaton negocjuje także umowy z 5 kolejnymi kompaniami.

Poniżej prezentuję koszty pozyskania srebra oraz marże handlowe w SLW z ostatnich 10 lat. Dla wyjaśnienia, koszty srebra określają wyłącznie ile Silver Wheaton płaci kontrahentom za każdą uncję. Nie ujmują one kwot wyłożonych na uruchomienie produkcji. Pole srebrne obrazuje ile kompania zarabia na każdej uncji. Właśnie z tej części finansowane są projekty wydobywcze.

Firma generalnie jest nakierowana na poszukiwanie kompanii o niskich kosztach wydobywania, a jednocześnie o zasobach pozwalających na wydobywanie metalu przez co najmniej kilkanaście lat. W 2013 roku SLW pozyskała ze wszystkich projektów 26 mln oz srebra oraz 151 tys. oz złota. Na koniec czerwca 75% przychodów generowało srebro, 25% złoto.

W przeszłości kompania koncentrowała się wyłącznie na srebrze, ale spadające ceny złota i srebra sprawiły, że wiele kompanii złota znalazło się w problemach finansowych, na czym skorzystał SLW pozyskując dla siebie także strumienie złota.

Niskie ceny metali pomogły zatem spółce w pozyskaniu kilku kolejnych strumieni metalu. Pod względem akwizycji najgorsze były lata 2010 – 2011, kiedy na fali rosnących cen banki chętnie udzielały kredytów na sfinansowanie wydobywania. Po trzech latach spadków cen złota i srebra sytuacja diametralnie się zmieniła. Banki albo nie udzielają kredytów spółkom wydobywczym wcale albo stawiają zaporowe wymagania, dzięki czemu dla wielu małych firm wydobywczych Silver Wheaton stał się jedyną możliwością pozyskania kapitału.

Obecna sytuacja (niskie ceny) jest idealna dla SLW pod względem pozyskiwania nowych inwestycji. SLW jako duża i zyskowna firma notowana na giełdach w NY oraz Toronto nie ma większych problemów ze zgromadzeniem kapitału, który zamienia

na przyszłe strumienie srebra oraz złota, co w kolejnych latach bardzo pomoże w zwiększeniu „produkcji” obu metali.

Co bardzo ważne, już zakontraktowane strumienie metali zapewniają dostawy na wiele lat. Rezerwy przypisane do SLW oznaczone jako proven & probable wynoszą 812 mln oz srebra oraz 6,1 mln oz złota. Zaklasyfikowanie rezerw jako p&p oznacza bardzo wysokie prawdopodobieństwa wydobycia z nich metalu. Rezerwy oznaczone jako measured & indicated przypisane do SLW stanowią kolejne 564 mln oz srebra oraz 2,6 mln oz złota, jednak do nich nie przywiązywałbym większej uwagi.

Przy obecnym poziomie wydobycia rezerwy (proven & probable) wystarczą na kolejne 31 lat w przypadku srebra oraz 46 w przypadku złota. Jak widać, już zakontraktowane wydobycie pozwala spokojnie zakładać znaczny wzrost produkcji w kolejnych latach.

Ogromnym atutem spółki jest najwyższej klasy kadra zarządzająca oraz minimalne koszty administracyjne wynoszące zaledwie 0,48%. Co ciekawe, jest to mniej niż tanie ETF-y złota, czy srebra.

SLW CZY SREBRO FIZYCZNE?

Kompania Silver Wheaton jest czymś pomiędzy ETF-em srebra a kompanią wydobywczą. Jest niewątpliwie zakładem na cenę srebra fizycznego z pewnym lewarem. Mamy bowiem stałe koszty pozyskania srebra na poziomie 4,15 USD oraz 400 USD dla złota. Wzrost ceny metali o 20% przekłada się na wzrost zysków spółki o 25% dla srebra i 30% dla złota.

Największym czynnikiem mającym wpływ na cenę akcji SLW w przyszłości są nowe strumienie srebra, które udało się pozyskać w ostatnich miesiącach oraz nowe strumienie właśnie negocjowane. Jeżeli wyliczenia SLW są trafne (tak uważam), to ilość metalu jaka trafi do spółki do roku 2018 wzrośnie o 35% w stosunku do obecnych poziomów. Rosnący strumień metalu ma także odwzorowanie w systematycznie rosnącej cenie SLW w

relacji do uncji srebra, co widać na poniższym wykresie. Mimo iż za ostatnie 3 lata korelacja cen akcji SLW i cen srebra wynosi 90% (prawie ideał), to jednak akcje SLW rosną minimalnie szybciej.

TIMING

Pomimo, iż SLW jest długoterminowo ciekawą opcją, to obecnie wstrzymałbym się z jakimikolwiek zakupami. Przyczyny są dwie...

Po pierwsze, w ciągu ostatnich kilku tygodni cena SLW wzrosła znacznie w stosunku do cen srebra. Mimo, że cena srebra na rynkach światowych spadła o kilkanaście procent, to cena akcji SLW wzrosła nieznacznie. Po czymś takim przydałoby się pewne odreagowanie.

Po drugie, i co najważniejsze, w poprzednich dwóch latach mniej więcej od połowy grudnia kartel bardzo ostro atakował wszystko, co związane z metalami szlachetnymi, aby zamknęły one rok możliwie na jak najniższych poziomach. Jeżeli w tym roku manewr ma być powtórzony, to za miesiąc możemy być na poziomach minimalnie niższych. Na ewentualne zakupy poczekałbym do nowego roku.

PODSUMOWANIE

Silver Wheaton nie jest absolutnie jedyną kompanią działającą na zasadach royalties, lecz jest zdecydowanie największą i najbardziej znaną. Kolejną firmą, bardzo ładnie rozwijającą się w ostatnich kilku latach jest RoyalGold (RGLD) skupiający się głównie na złocie oraz Franco Nevada (FNV), które poza złotem otrzymuje strumienie platyny, żelaza, niklu, a także ropy i gazu. Jest także nieduża Sandstorm Gold (SAND) o kapitalizacji zaledwie 300 mln USD.

Royal Gold i Franco Nevada na pewno warte są głębszej analizy, co uczynię w wolnej chwili. Sandstorm, ze względu na małą kapitalizację najprawdopodobniej sobie odpuszczę.

Autor: Trader21

Źródło: [Independent Trader](#)