Baker Steel

Ihr führender Spezialist für Rohstoffaktien

Edelmetall-Serie: Teil 5
Gold über $3.100/Unze, aber fangen die Minengesellschaften gerade erst an?

Inmitten des historischen Ausbruchs von Gold scheinen Edelmetallminen in den Ausläufern eines neuen Bullenmarktes zu stehen

April 2025

Gold über $3.100/Unze, aber fangen Kurssteigerungen bei Minen-gesellschaften gerade erst an?

Inmitten des historischen Ausbruchs von Gold scheinen Edelmetallminen in den Ausläufern eines neuen Bullenmarktes zu stehen

Baker Steel Capital Managers LLP

3. April 2025

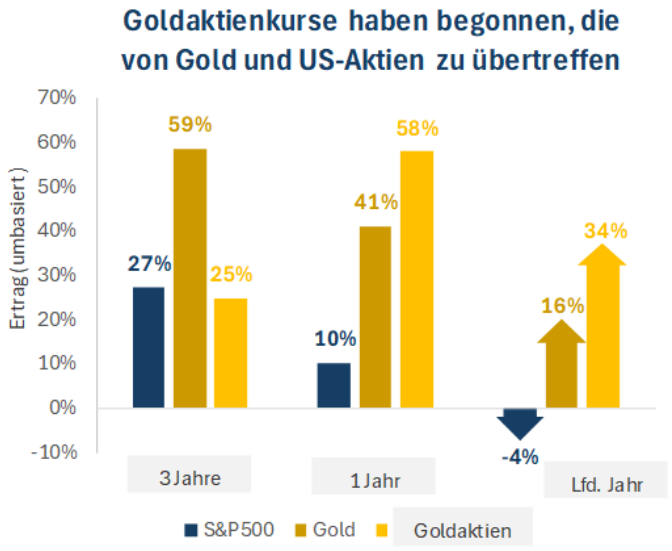
Der Goldpreis hat zum ersten Mal die Marke von 3.100 USD/Unze überschritten und setzt damit seine historische Hausse nach einer gesunden Konsolidierungsphase Ende 2024 fort. Da die „Trump-Trades" verblasst sind, verlagert sich der Fokus der Anleger auf die Risiken für das US-Wachstum und die zunehmende wirtschaftliche Unsicherheit. Die globalen Finanzmärkte befinden sich im Umbruch, da Trumps Zölle in Verbindung mit der angespannten geopolitischen Lage und den wachsenden wirtschaftlichen Ungleichgewichten die Anleger dazu veranlassen, nach Diversifizierung und Werten zu suchen. Die Widerstandsfähigkeit des Bullenmarktes von Gold unterstreicht die große Anzahl von Käufern weltweit, von Zentralbanken und institutionellen Anlegern bis hin zu vermögenden Privatanlegern. Die breite Anziehungskraft von Gold führt dazu, dass mindestens eine dieser Anlegergruppen in der Regel bestrebt ist, ihre Goldposition aufzustocken. Es wird weiterhin zu Rückschlägen kommen, die jedoch kürzer und flacher ausfallen als von vielen Anlegern erwartet.

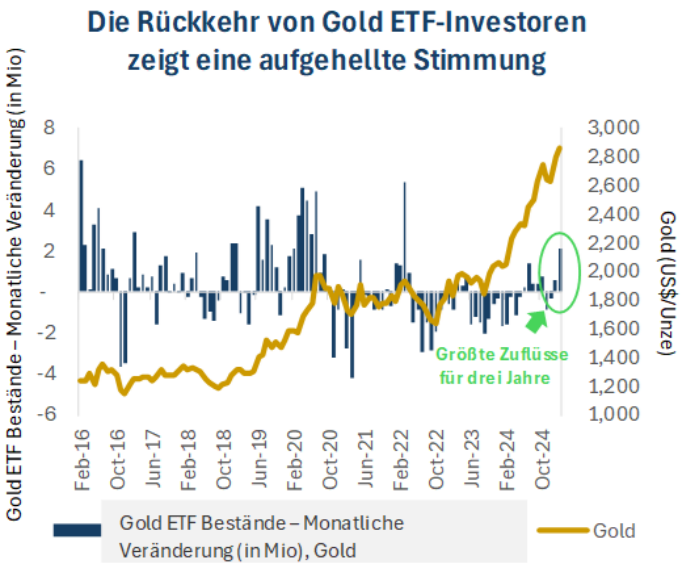
Da sich die Stimmung der Anleger gegenüber Gold zunehmend aufhellt, scheinen die Edelmetallminenunternehmen für eine Outperformance bereit zu sein. Der Goldpreis steigt und die Kosten bleiben weitgehend unter Kontrolle, so dass die Minengesellschaften ihre Margen ausweiten können. Die Bilanzen sind stark, und die Rückkäufe nehmen zu. Edelmetallminenunternehmen werden im Vergleich zu den breiteren Aktienmärkten auf einem sehr niedrigen Niveau gehandelt, doch scheint ein Wendepunkt erreicht zu sein, da die Anleger beginnen, in den Goldsektor zurückzukehren. In Anbetracht der relativ geringen Größe des Goldminensektors dürfte selbst eine geringfügige Umschichtung in diese unterbewerteten Aktien zu einem deutlichen Anstieg der Aktienkurse führen.

Angesichts der Tatsache, dass Gold die Marke von 3.100 USD/Unze überschreitet, sehen wir einige wichtige Themen für Edelmetallminenbetreiber –

1. **Edelmetalle werden von starken Fundamentaldaten unterstützt -** Die Käufe der Zentralbanken und die physische Nachfrage sind stark, während ein Wiederaufleben der Käufe von börsengehandelten Fonds darauf hinweist, dass sich die Stimmung der Anleger erholt.
2. **Makroökonomische Bedingungen deuten auf weitere Stärke hin –** Die hartnäckige Inflation, der Druck auf den US-Dollar und die steigenden Risiken für die US-Finanzlage und die Aktienmärkte schaffen ein günstiges Umfeld für Gold.
3. **Minenaktien scheinen noch viel Kurspotenzial vor sich zu haben –** Goldminenaktien bieten in der Regel eine 2-5-fache Hebelwirkung auf steigende Goldpreise in einem Bullenmarkt, dennoch liegen die Minenaktien weit unter den jüngsten Höchstständen. Das Aufwärtspotenzial ist beträchtlich.
4. **Eine Reihe anderer Spezial- und Industriemetalle scheint für eine überdurchschnittliche Entwicklung bereit zu sein -** Vor allem Kupfer- und Silberminenunternehmen haben angesichts steigender physischer Preise und solider Bilanzen gute Aussichten.

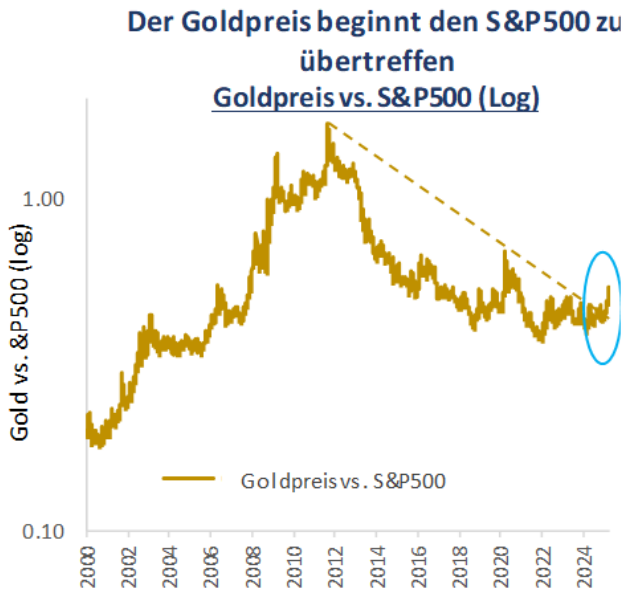
Gold erreicht neue Höchststände und Goldminenaktien beginnen zu outperformen

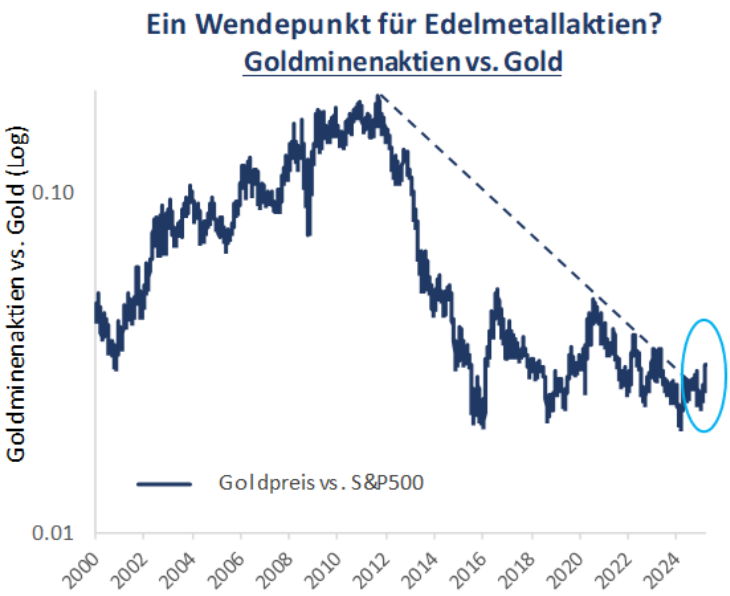




Quelle: Bloomberg. Stand: 18. März 2025.

Die Stärke und das Tempo der Hausse bei Gold haben viele Marktbeobachter überrascht, und die wichtigsten Faktoren deuten darauf hin, dass der Markt auf diesen Niveaus gut unterstützt ist. Die jüngsten neuen Höchststände wurden durch die starke physische Nachfrage nach Gold von einer Reihe von Anlegern angetrieben. Von Zentralbanken, die ihre Goldreserven aufstocken, über Institutionen, die eine Diversifizierung anstreben, bis hin zu Privatanlegern, die einen sicheren Hafen suchen, nimmt die Bedeutung von Gold unter den aktuellen makroökonomischen Bedingungen weiter zu. Die börsengehandelten Goldfonds verzeichneten im Februar die größten monatlichen Zuflüsse seit drei Jahren, was auf einen Stimmungsumschwung der Anleger gegenüber dem Goldsektor hindeutet. Gold hat sich im vergangenen Jahr besser entwickelt als der S&P500, und auch die Minenwerte haben begonnen, sich besser zu entwickeln als physisches Gold. Wir glauben, dass ein Wendepunkt erreicht ist und dass die derzeitige Kapitalrotation dazu führen wird, dass die Edelmetallminenunternehmen weiterhin eine Hebelwirkung auf den Goldpreis ausüben, wenn dieser weiter steigt.





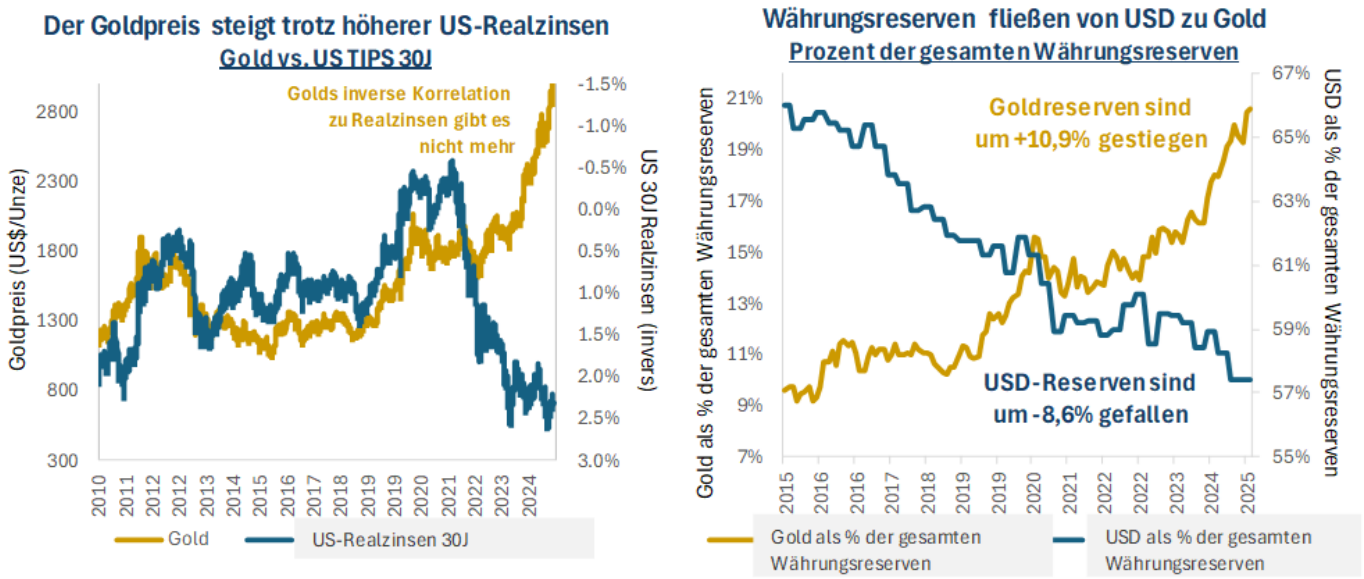
Quelle: Bloomberg. Stand: 20. März 2025.

Der Anstieg des Goldpreises um ca. 1.000 USD/Unze im vergangenen Jahr ist für die Rentabilität der Bergbauunternehmen von entscheidender Bedeutung. Die Edelmetallminenunternehmen haben sich bei steigenden Goldpreisen gut entwickelt, doch wir glauben, dass es ein erhebliches Potenzial für eine Neubewertung gibt, da die Unternehmensergebnisse weiterhin darauf hindeuten, dass die Kostenkontrolle und die Kapitaldisziplin anhalten und die Margen steigen. In früheren Goldhausse-Zyklen haben die Bergbauunternehmen eine 2-5-fache Hebelwirkung auf steigende Goldpreise erzielt[i]; ein Verhältnis, das unserer Meinung nach wiederhergestellt werden könnte, wenn die Stimmung in den Sektor zurückzukehren beginnt.

Ein makroökonomischer Wandel deutet auf eine starke Zukunft für Edelmetalle hin

Wir sind der Ansicht, dass die oben erwähnten starken Nachfragetrends eine grundlegende Veränderung der makroökonomischen Bedingungen für Gold widerspiegeln. In der Vergangenheit wurde der Goldpreis stark von einer Kombination aus US-Zinssätzen, Inflationserwartungen und dem US-Dollar beeinflusst. In den letzten drei Jahren haben sich diese Zusammenhänge jedoch aufgelöst, insbesondere die für Gold typische umgekehrte Korrelation zu den US-Realzinsen (siehe nachstehende Grafik).

Die Abkopplung des Goldpreises von seinen historischen Triebkräften spiegelt eine Verschiebung bei den fundamentalen Käufern wider, die derzeit die Goldnachfrage bestimmen. Die Goldnachfrage der Zentralbanken stützt den Markt weiterhin, wobei die jährlichen Käufe in den letzten drei Jahren über 1.000 Tonnen lagen[ii]. Neben der PBOC gehörten Polen und die Türkei zu den größten Käufern im Jahr 2024. Zu den anderen fundamentalen Käufern von Gold gehören eine Reihe von institutionellen und privaten Anlegern auf der ganzen Welt, die angesichts der weltweiten wirtschaftlichen Unsicherheiten sichere Häfen kaufen. Die Nachricht, dass Chinas Versicherungsgesellschaften Gold halten können und dazu ermutigt werden könnten, ist ebenfalls ein potenziell wichtiger Nachfragefaktor. Diese Anleger scheinen weniger von den US-Zinsen und den Aussichten für den US-Dollar beeinflusst zu sein als westliche institutionelle Anleger, die, wie bereits erwähnt, in den letzten Jahren dem Markt weitgehend ferngeblieben sind, aber Anzeichen für eine Rückkehr zeigen, wie die steigenden Zuflüsse in börsengehandelte Goldfonds zeigen[iii].



Quelle: Bloomberg. Stand: 28. Februar 2025.

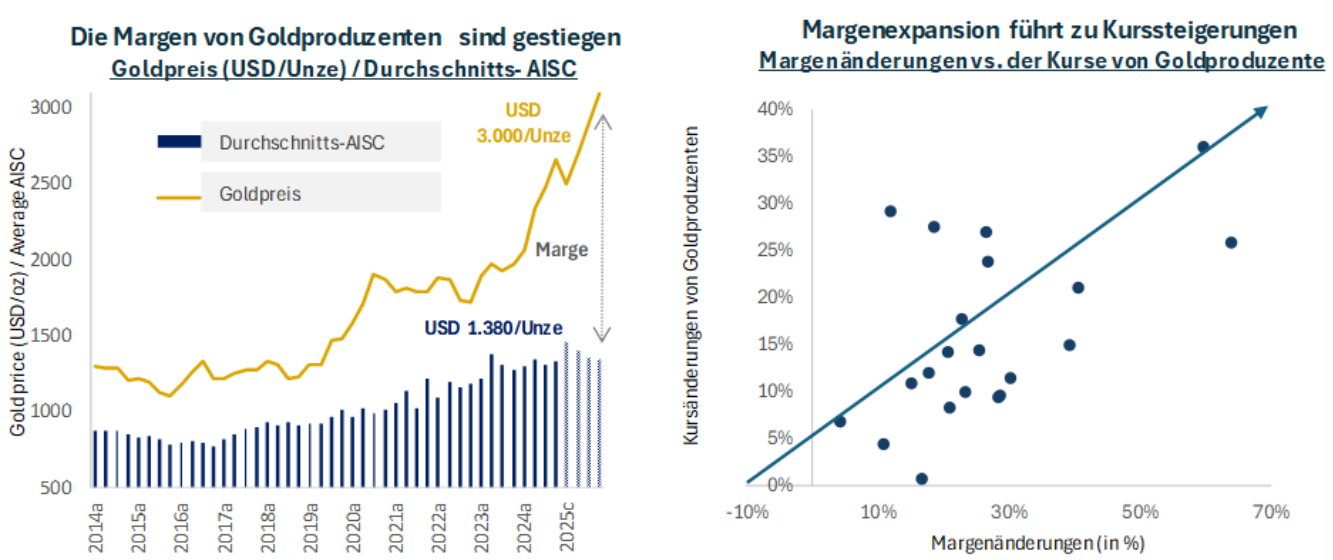
Hinter dieser Entwicklung verbirgt sich ein grundlegender Wandel in der Rolle von Gold und anderen Sachwerten für Anleger und politische Entscheidungsträger im Vergleich zum US-Dollar und zu US-Vermögenswerten. Erstens ist eine Entdollarisierung in den Ländern im Gange, vor allem in den BRICS-Ländern, wobei China seine US-Schatzbestände in den letzten zehn Jahren um 38% reduziert hat[iv]. Die Streichung der US-Schatzbestände Russlands nach der Invasion in der Ukraine hat diesen Trend noch beschleunigt. Unterdessen häufen viele Länder weiterhin Goldreserven an. Wie das obige Schaubild zeigt, ist der Anteil der US-Dollar-Reserven an den gesamten Devisenreserven in den letzten zehn Jahren um 8,6% gesunken, während der Anteil des Goldes um 10,9%

gestiegen ist[v]. Zweitens sind die USA selbst mit Risiken für ihre Finanzlage konfrontiert, was die Nachfrage nach Gold als sicherem Hafen ankurbeln dürfte. Der US-Dollar tendiert seit Trumps Amtsantritt inmitten erneuter Sorgen über eine Verlangsamung des Wachstums und eine mögliche Stagflation angesichts der anhaltenden Inflation nach unten. Die Aussicht auf weitere Zinssenkungen in den USA hat sich zwar abgeschwächt, doch halten wir Zinserhöhungen nach wie vor für unwahrscheinlich. In der Zwischenzeit dürfte sich das Defizit weiter ausweiten. Das Anfang März verabschiedete US-Ausgabengesetz sah Steuersenkungen in Höhe von 4,5 Billionen USD und Ausgabenkürzungen in Höhe von nur 2 Billionen USD vor, wodurch die Staatsverschuldung um 2,5 Billionen USD anstieg[vi]. Trotz der Bemühungen des neuen Department of Government Efficiency (DOGE) steigt die Verschuldung der USA weiter an, so dass die Schuldenlast bis 2025 auf über 1 Billion USD ansteigen wird[vii], was das Risiko für Gold nach oben verschiebt.

Es gibt Spekulationen über eine mögliche Neubewertung der US-Goldvorräte, die seit 1973 offiziell mit 42 USD/Unze bewertet werden. Bei einer Neubewertung zu aktuellen Preisen würden die US-Goldreserven von rund 11 Mrd. USD auf über 800 Mrd. USD ansteigen[viii]. Dies wäre zwar ein möglicher Weg zur Stärkung der US-Bilanz, aber letztlich nur ein Tropfen auf den heißen Stein und würde nicht einmal die Zinsen für ein Jahr abdecken. Die Tatsache, dass diese Option überhaupt erörtert wird, unterstreicht unserer Ansicht nach jedoch die wachsende Bedeutung von Gold als Finanzanlage und geopolitisches Instrument. Auch der Markt für physisches Gold stand in den letzten Monaten im Mittelpunkt des Interesses, da es an bestimmten Börsen zu Spekulationen über eine Verknappung des physischen Goldes kam. Der Ansturm auf die Rückführung von Gold in die USA hat in den letzten Monaten zu Turbulenzen auf den physischen Märkten geführt. Am deutlichsten wurde dies bei der Bank of England, wo die Wartezeiten für Abhebungen im Februar auf bis zu acht Wochen anstiegen. Angesichts dieser Verzögerungen stellen wir fest, dass sich die COMEX durch die Abschaffung bestimmter OTC-Kontrakte von der LBMA distanziert, während einige Marktteilnehmer die Fähigkeit der LBMA, physisches Gold zu liefern[ix], in Frage stellen. Insgesamt sollen seit Dezember 2024 über 600 Tonnen Gold in die New Yorker Tresore verbracht worden sein[x].

Stehen die Edelmetallminen in den Ausläufern eines neuen Bullenmarktes?

Die jüngsten Kursgewinne des Goldes bieten Edelmetallminenunternehmen eine neue Chance. Viele von ihnen stehen vor einem Rentabilitätsschub, der die Stimmung der Anleger gegenüber diesem oft übersehenen Sektor verbessern dürfte. In den letzten Jahren waren Edelmetallaktien extrem unterbewertet: Das KGV von Goldminen ist seit den Höchstständen im Jahr 2020 um 46 % gesunken[xi], und Goldaktien werden mit einem EV/EBITDA von nur 5,0 gehandelt, während Technologieaktien mit dem 18,9-fachen bewertet werden[xii]. Diese Unterbewertung ist besonders deutlich, wenn man bedenkt, dass die Fundamentaldaten für Edelmetallminenunternehmen immer besser werden. Die Ergebnisse des vierten Quartals 2024 waren ermutigend, da viele Unternehmen Produktionswachstum und Kostenkontrolle nachweisen konnten. Bei durchschnittlichen nachhaltigen Gesamtkosten (AISC) von rund 1.380 USD/Unze erhalten die Bergbauunternehmen eine beträchtliche Marge, wie aus der nachstehenden Grafik hervorgeht, während die konservative Planung der Erzreserven eine gute Disziplin erkennen lässt. Wir sehen eine eindeutige positive Korrelation zwischen der Margenausweitung eines Minenunternehmens und der Neubewertung seines Aktienkurses, wie aus dem nachstehenden Diagramm hervorgeht.

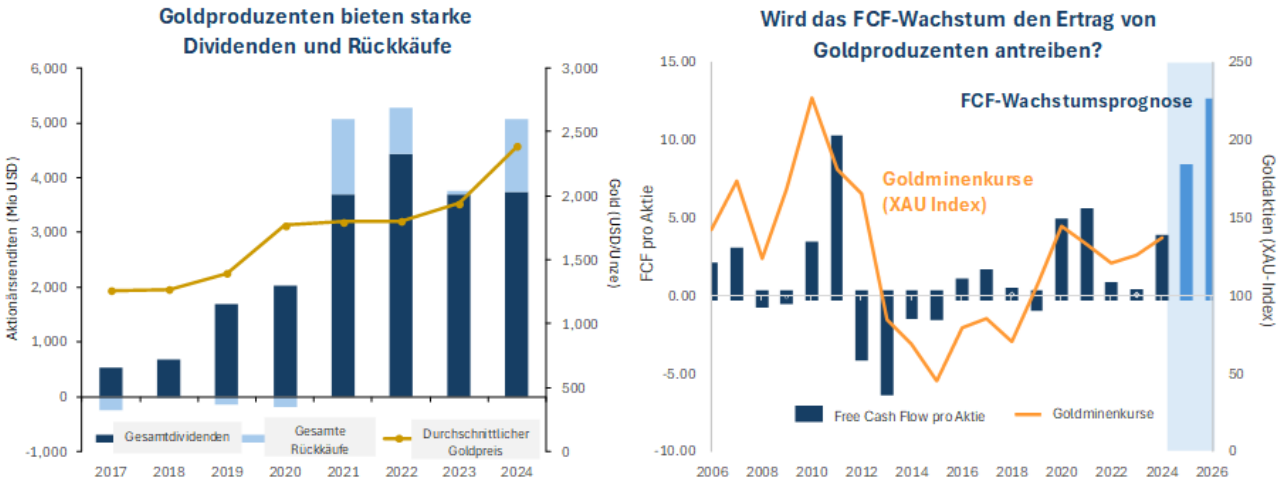


Quelle: Baker Steel interne Schätzungen, Visible Alpha, Bloomberg, Company Reports. Bitte beachten: AISC-Kosten beziehen sich auf Large-Cap Goldproduzenten (>1 Mio Unzen).

Das Aufwärtspotenzial für Edelmetallminengesellschaften ist beträchtlich, da die Minengesellschaften noch nicht das Ausmaß an Performance erreicht haben, das in früheren Goldzyklen zu beobachten war. In der Vergangenheit erzielten Bergbauunternehmen bei Goldpreiserholungen eine 2-5-fache Hebelwirkung, doch während des aktuellen Zyklus entsprach die Performance weitgehend der des physischen Metalls.

Wir sehen zwei Gründe für den Bewertungsrückstand der Goldminenaktien. Erstens Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Goldpreises, der Kosten und der Kapitaldisziplin im Sektor und zweitens ein mangelndes Interesse westlicher Anleger am Metallsektor aufgrund der Konzentration auf Mainstream-Aktien. Trotz der jüngsten Zuflüsse in börsengehandelte Fonds für physisches Gold haben die großen börsengehandelten Goldaktienfonds noch keinen deutlichen Anstieg der Zuflüsse zu verzeichnen, was darauf hindeutet, dass die Anleger noch nicht damit begonnen haben, diesem Sektor in nennenswertem Umfang zuzuweisen[xiii].

Dennoch sind wir der Meinung, dass Goldminenunternehmen für Anleger zunehmend attraktiv erscheinen. Neben den niedrigen Bewertungen und der Ausweitung der Gewinnspannen sehen wir auch, dass Goldminenunternehmen mehr Kapital an ihre Aktionäre zurückgeben, was durch die starken Goldpreise und den robusten freien Cashflow unterstützt wird. Die Dividenden steigen im Einklang mit der bestehenden Politik, auch wenn einige Unternehmen beginnen, ihre Ausschüttungspläne zu überarbeiten, um flexibler zu sein. Aktienrückkäufe werden immer beliebter, um überschüssige Barmittel zurückzugeben. So hat Newmont Mining sein Programm auf 3 Mrd. USD ausgeweitet, Barrick Gold erhöht es auf 1 Mrd. USD, und Kinross Gold und B2 Gold erwägen die Wiederaufnahme von Rückkäufen[xiv].

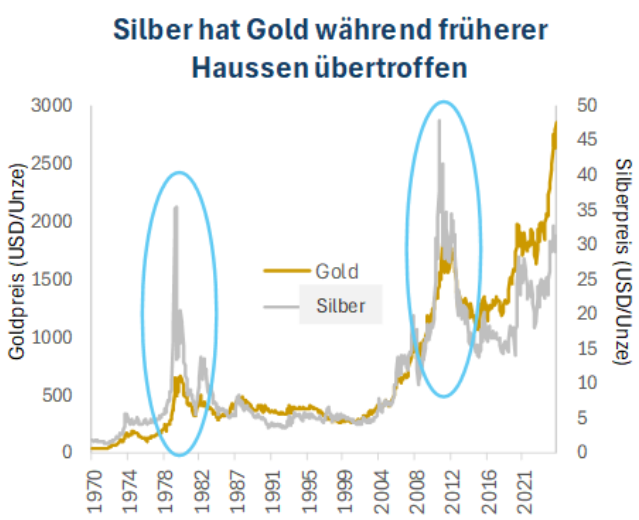


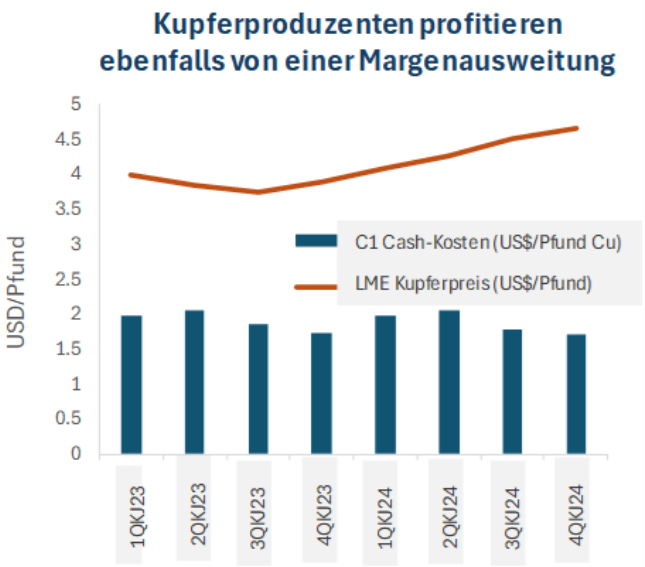
Quelle: Bloomberg, Company Reports, Baker Steel intern. Stand: 31. Dezember 2024. Geschätzte FCF Daten für 2025 und 2026.

Die Gesundheit des Sektors spiegelt sich auch in den jüngsten Fusionen und Übernahmen von Goldunternehmen wider, bei denen es derzeit oft billiger ist, zu kaufen als zu bauen. Im März stimmte Ramelius Resources der Übernahme von Spartan Resources für 2,4 Mrd. AUD zu, während Gold Road Resources ein 2,1 Mrd. USD schweres Angebot von Gold Fields ablehnte[xv]. Mit Rückkäufen und mehr externen Käufern scheinen die Aussichten für Edelmetallminenunternehmen gut zu sein. Außerdem hat es den Anschein, dass die Disziplin in diesem Zyklus bisher anhält. Die Goldpreisannahmen für die Erzreserven sind in den fünf Jahren bis 2024 nur um 17% gestiegen (d. h. kein wirklich signifikanter Anstieg), während die Goldpreise in diesem Zeitraum um 71 % gestiegen sind. Zum Vergleich: Im Zyklus 2007-2012 stiegen die Goldpreisannahmen um 161%, während der Goldpreis um 141% anstieg[xvi]. Generell hat sich der Cutoff-Gehalt, der für die Reservenannahmen verwendet wird, für die einzelnen Minen nicht geändert. Was die Produktions- und Kostenprognosen und -erwartungen betrifft, so haben die Goldminenbetreiber ihre Prognosen für 2024 im Allgemeinen erreicht oder übertroffen. Die Kostenkontrolle war im Großen und Ganzen gegeben und scheint auch für 2025 unter Kontrolle zu sein. Das Produktionswachstum blieb im vergangenen Jahr weitgehend konstant, was darauf hindeutet, dass die Produktion nicht rücksichtslos erhöht wird und die Produktionsprognosen konservativ sind.

Welche anderen Metalle werden sich mittel- bis langfristig überdurchschnittlich entwickeln?

Neben der steigenden Nachfrage nach Gold sehen wir derzeit Chancen bei einer Reihe von Metallen. Während die kurzfristige Volatilität aufgrund industrieller Faktoren anhalten könnte, sind Kupfer- und Silberminen besonders gut für eine mittelfristige Outperformance positioniert. Beginnen wir mit Silber: Das Metall liegt seit einiger Zeit hinter Gold zurück, weist aber weiterhin ein hohes Beta gegenüber den Bewegungen des Goldpreises auf. Der Silbermarkt weist seit 2021 ein strukturelles Defizit auf, das im Jahr 2025 schätzungsweise 149 Mio. betragen wird[xvii]. Die Investitionsnachfrage war in den letzten Jahren schwach, wobei Silber ähnlich wie Gold mit einem mangelnden Interesse westlicher Investoren zu kämpfen hat. Der Unterschied bei Silber besteht darin, dass die industrielle Nutzung mehr als 50 % der Nachfrage ausmacht und schnell wächst. Die steigende Nachfrage nach Solarenergie und Elektronik ist eine wichtige Triebkraft für den Silberpreis und für die Silberminenbetreiber. Es wird prognostiziert, dass bis 2030 allein die Nachfrage nach Silber aus der Solarpanelproduktion rund 29 % des jährlichen Silberangebots ausmachen wird, verglichen mit rund 23 % im Jahr 2024[xviii]. Unserer Ansicht nach wird die Bedeutung von Silber in der Technologie oft übersehen, und wir betrachten Silber als den „unbesungenen Helden“ der neuen industriellen Revolution.





Quelle: Bloomberg, Company Reports, Baker Steel intern. Stand: 28. Januar 2025.

Die Aussichten für Kupferbergbauunternehmen sind derzeit gut, da die Kupferpreise neue Höchststände erreicht haben. Kupferminen haben in letzter Zeit ebenfalls eine ermutigende Performance gezeigt und seit Jahresbeginn um 10% zugelegt[xix], doch wir glauben, dass der Sektor weiteres Aufwärtspotenzial hat. Ähnlich wie die Edelmetallproduzenten profitieren auch die Kupferminenunternehmen von den steigenden Kupferpreisen in einer Zeit, in der die Kosten weitgehend unter Kontrolle sind, wie aus der obigen Grafik hervorgeht. Einige Kupferunternehmen werden durch Edelmetall-Nebenproduktgutschriften unterstützt, was dem Sektor einen zusätzlichen Vorteil verschafft. Das Wachstum der Kupferproduktion bleibt langsam, da die Kupferpreise seit einiger Zeit unter den Anreizpreisen für neue Projekte liegen.

Angesichts der starken Verfassung des Edelmetallsektors und der vielversprechenden Aussichten für die anderen Teilsektoren der Metall- und Bergbauindustrie sind wir der Ansicht, dass jetzt eine sehr interessante Zeit für Anleger in Bergbauaktien ist. Neben der jüngsten Stärke in einigen Bereichen, insbesondere bei den Edelmetallen, sind wir auch der Ansicht, dass die zunehmenden geopolitischen Bedenken hinsichtlich der Lieferketten für wichtige Rohstoffe einem aktiven Investmentmanager wie Baker Steel weiterhin neue Chancen bieten werden. Angesichts der sich abzeichnenden Stimmungsverbesserung bei den Anlegern stellen wir fest, dass angesichts der geringen Größe des Bergbauaktienuniversums nur eine kleine Umschichtung von Mainstream-Aktien in Minenaktien erforderlich wäre, um transformative Ströme zu erzeugen. Wie wir in früheren Zyklen gesehen haben, kann der Sektor während eines Bullenmarktes beträchtliche Renditen erzielen, wobei ein aktives Management diese Renditen in der Regel noch steigert.

Über Baker Steel Capital Managers LLP

Baker Steel Capital Managers LLP verwaltet drei preisgekrönte Anlagestrategien, die Edelmetallaktien, Spezialmetallaktien und diversifizierten Bergbau umfassen.

*Baker Steel kann eine starke Erfolgsbilanz im Vergleich zu seinen Konkurrenten und im Vergleich zu passiven Anlagen im Metall- und Bergbausektor vorweisen. Der BAKERSTEEL Precious Metals Fund ist **2024** zum sechsten Mal in Folge Gewinner der **Lipper Fund Awards**, während der Baker Steel Resources Trust von Investment Week als **Investmentgesellschaft des Jahres 2021, 2020 und 2019** im Bereich natürliche Ressourcen ausgezeichnet wurde.*

*Die Fondsmanager Mark Burridge und David Baker wurden mit **zwei Sauren Goldmedaillen für das Jahr 2021** ausgezeichnet und erhielten bei den **Mines & Money Awards 2019** die Auszeichnung als **Fondsmanager des Jahres.***

Wichtige Informationen

Bitte beachten Sie: Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Finanzwerbung, die von der Baker Steel Capital Managers LLP (einer in England unter der Nr. OC301191 eingetragenen und von der Financial Conduct Authority zugelassenen und beaufsichtigten Kommanditgesellschaft) zur Information einer begrenzten Anzahl institutioneller Anleger (wie im Fondsprospekt definiert) auf vertraulicher Basis ausschließlich zur Verwendung durch die Person, an die es gerichtet wurde, herausgegeben wird. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zur Ausgabe oder zum Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zur Zeichnung oder zum Kauf von Anteilen oder sonstigen Beteiligungen dar, noch ist es oder die Tatsache seiner Verteilung Grundlage für einen diesbezüglichen Vertrag oder darf in Verbindung mit einem solchen Vertrag herangezogen werden. Der Preis von Aktien kann sowohl steigen als auch fallen und kann durch günstige oder ungünstige Wechselkursänderungen beeinflusst werden. Die Empfänger dieses Dokuments, die beabsichtigen, Anteile oder Beteiligungen an den Fonds von Baker Steel zu erwerben, werden darauf hingewiesen, dass ein solcher Antrag ausschließlich auf der Grundlage der Informationen und Meinungen in dem entsprechenden Prospekt oder einem anderen diesbezüglichen Angebotsdokument gestellt werden darf, die sich von den in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen unterscheiden können. Dieser Bericht darf nicht vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden, und andere Personen sollten sich nicht auf seinen Inhalt verlassen. Die Verteilung dieser Informationen stellt kein Angebot zur Beteiligung an einer Anlage dar und ist auch nicht Teil eines solchen Angebots. Dieser Bericht erhebt nicht den Anspruch, Anlageberatung zu leisten.

Quellen

[i] Bloomberg, Baker Steel Capital Managers LLP.
[ii] World Gold Council.
[iii] Bloomberg.
[iv] Bloomberg. Stand: 28. Februar 2025.
[v] Bloomberg. Stand: 28. Februar 2025.
[vi] FT.
[vii] Bloomberg.
[viii] World Gold Council, Baker Steel.
[ix] CME Group.
[x] CNBC, World Gold Council.
[xi] Bloomberg, Canaccord.
[xii] Bloomberg. Stand: 28. Februar 2025.
[xiii] Bloomberg, Market Vectors Junior Gold Miners Index
[xiv] Bloomberg, Company Reports, Baker Steel intern.
[xv] Company Reports, Bloomberg.
[xvi] Bloomberg, Company Reports, Baker Steel intern.
[xvii] Silver Institute.
[xviii] IEA, Energy Institute, The Economist, BNEF, Baker Steel interne Schätzungen.
[xix] Bloomberg, Stand: 26. März 2025.

34 Dover Street, London, W1S 4NG
+44 (0)20 7389 0009
ir@bakersteelcap.com