

Interview mit Dr. Christian Schärer – Manager des Uranium Resources Fund und Partner der Incrementum AG

dass die USA jährlich etwa 47 Millionen Pfund U_3O_8 verbrauchen, reduziert das parahierte Abkommen den jährlichen Grenzwert für Natururan-Komponenten von etwa 9,4 Millionen Pfund russischem U_3O_8 auf weniger als 2,4 Millionen Pfund.

Uran-ETFs und Uran-Unternehmen bringen Spot-Preis zum Steigen + Sprott steigt mit ein

Erst jüngst kamen mehrere weitere, starke Marktakteure hinzu, die sich mittlerweile am Spot-Markt zum kleinen Preis U_3O_8 sichern, das zumeist aus Minen stammt, wo Uran als Bei-Produkt anfällt. Neben Cameco, das mittlerweile als Käufer auftritt, konnten auch Uranium Participation Corp. und Yellow Cake Plc. größere Mengen Uran aufkaufen. Yellow Cake nutzte seine Einnahmen aus dem Börsengang in Höhe von 200 Millionen US\$ für den Kauf von 8,4 Millionen Pfund U_3O_8 von Kazatomprom mit der Option, 9 Jahre lang Uran für weitere 100 Millionen US\$ pro Jahr zu erwerben. Dies nimmt immensen Druck vom Uran-Spot-Preis und baut zudem Druck auf die Energieversorger auf, ihre auslaufen-

den Verträge zu verlängern. Weiterhin kaufen auch Uran-Unternehmen wie Uranium Energy, Denison Mines und Boss Energy physisches Uran, um im Falle einer baldigen Produktionsaufnahme flexibel agieren und Lieferverträge erfüllen zu können. Aufhören ließ zuletzt auch die Nachricht, dass Sprott Asset Management Uranium Participation übernahm und damit den Sprott Physical Uranium Trust formte.

Die besten Uranaktien versprechen Vervielfachungs-Potenzial!

Die aktuelle Situation eines viel zu niedrigen und nicht die Realität widerspiegelnden Uran-Spot-Preises plus das zukünftig zu erwartende, massive Angebotsdefizit haben wir zum Anlass genommen, Ihnen aussichtsreiche Uran-Aktien kompakt zusammenzufassen. Dabei konzentrieren wir uns vor allem auf Entwicklungsgesellschaften mit äußerst aussichtsreichen Projekten, da diese neben der eigentlichen Aufwertung durch einen höheren Uran-Spot-Preis in dem Zusammenhang auch noch eine hohe Übernahme-Chance bieten.

Herr Dr. Schärer, über die letzten Monate ist am Uranmarkt eine zweigleisige Marktentwicklung zu beobachten. Während sich im physischen Uranmarkt preislich wenig bewegt, haben Uranaktien recht dynamisch zugelegt. Was sind die Gründe für diese differenziert ablaufende Markterholung?

Als wesentliche Antriebskräfte hinter der guten Kursentwicklung der Uranaktien sehe ich die deutlich verbesserte Investorenstimmung und die sektorspezifische Marktstruktur. Rohstoffwerte haben generell aufgrund verbesserter Konjunkturaussichten von Portfolioumschichtungen profitiert. Das hat auch den Aktien aus dem Uransektor geholfen. Zudem hat sich im Rahmen der global geführten Klimadebatte die Wahrnehmung der Atomkraft verändert. Gemäß den Zielen des Pariser Klimaabkommens soll die Energieversorgung künftig weniger auf fossilen Brennstoffen basieren. Alternative Energien (Wind, Sonne, Wasserkraft) sollen entsprechend ausgebaut werden. Um die unvermeidlichen Produktionsschwankungen bei den Alternativen Energieträgern auszugleichen und die Stromnetze zu stabilisieren braucht es auch künftig eine verlässliche Stromerzeugung (7/24) aus nicht fossilen Quellen. Vor diesem Hintergrund wird die Atomkraft zunehmend als valable Quelle angesehen, welche die Grundlast für das Stromnetz zur Verfügung stellt. Weil Atomstrom CO_2 arm produziert wird, sind Atomkraftwerke für die Regierung Biden ein möglicher Bestandteil des „New Green Deal“. Zudem hat auch ein Expertenbericht der EU der Kernenergie jüngst ein grünes Etikett verliehen. Entsprechend steigt die Akzeptanz des Anlagethemas „Uran“ bei Investoren. Nicht zuletzt haben die aktuellen Marktstrukturen dafür gesorgt, dass dieses Interesse auf „fruchtbaren Boden“ gefallen ist. Trotz der jüngsten Kursanstiege ist die aggregierte Marktkapitalisierung der Aktien aus dem Uransektor weiterhin marginal. Das illustriert folgender Vergleich: Das Vermögen von Elon Musk beläuft sich auf rund USD 170 Milliarden. Der Marktwert der gewichtigsten Uranaktie (Cameco) beträgt aber nur rund

USD 7 Milliarden. Vor diesem Hintergrund hinterlassen bereits kleinere Kapitalallokationen von institutionellen Investoren deutliche Spuren in der Kursentwicklung von Uranaktien. Entsprechend positiv bleiben die mittelfristigen Perspektiven vor dem Hintergrund sich weiter verbessernder Fundamentaldaten.

Im Unterschied dazu hat sich der physische Uranmarkt jüngst eher verhalten entwickelt. Wir erinnern uns, dass der Uransektor nach dem Reaktorunfall von Fukushima während fünf Jahren eine Durststrecke durchlaufen hat. Diese wurde mit dem vorläufigen Tiefpunkt des Uran-Spot-Preises von Ende 2016 beendet. Seitdem konnte speziell der Uran-Spot-Preis wieder etwas zulegen. So richtig raus aus dem Tal der Tränen scheint der physische Uranmarkt aber noch nicht. Woran liegt das?

Es lohnt sich tatsächlich, die Marktentwicklung seit dem Reaktorunfall von Fukushima genauer zu betrachten. Nur so verstehen wir, wie sich der Uranmarkt im Rahmen eines mehrjährigen Bereinigungsprozesses in die aktuell attraktive Ausgangslage bewegt hat. Für den Uransektor war der Reaktorunfall von Fukushima ein einschneidendes Ereignis, das den Markt aus dem Gleichgewicht brachte. Zu diesem Zeitpunkt hatte Japan 54 Reaktoren am Netz, produzierte knapp 30 Prozent seiner Elektrizität in Atomkraftwerken und generierte damit rund 1/8 der weltweiten Nachfrage nach Uran. Zudem verfügten die Kraftwerksbetreiber über signifikante Uran-Lagerbestände, um die Versorgungssicherheit zu garantieren. Nach dem Zwischenfall wurde die gesamte Reaktorflotte vom Netz genommen. Rund ¼ dieser Reaktoren wurde endgültig stillgelegt. Die restlichen Anlagen wurden einer harten Sicherheitsprüfung unterzogen und mussten teilweise aufwändig nachgerüstet werden. Entsprechend dauert der Neustart der japanischen Reaktorflotte deutlich länger und hat weniger Reaktoren zurück an Netz gebracht, als ursprünglich er-



Dr. Christian Schärer ist Partner der Incrementum AG, zuständig für Spezialmandate. Bereits während des Studiums hat er sich auf die Suche nach den strategischen Erfolgsfaktoren erfolgreicher Geschäftsmodelle gemacht. Ein Thema, das ihn bis heute fasziniert und bei der Auswahl aussichtsreicher Investitionsmöglichkeiten inspiriert. Er studierte an der Universität Zürich Betriebswirtschaft und promovierte berufsbegleitend am Bankeninstitut Zürich mit einer analytischen Untersuchung zur Anlagestrategie schweizerischer Pensionskassen im Immobilienbereich. Er hat sich in verschiedenen Funktionen als Anlageberater, Broker und Portfoliomanager ein umfassendes Finanzmarktwissen angeeignet. Seit dem Sommer 2004 fokussiert sich Schärer als Unternehmer, Berater und Portfoliomanager auf verschiedene Anlagethemen mit Sachwertcharakter. Sein praxisorientiertes Finanzmarktwissen bringt er auch als Verwaltungsrat in Unternehmen ein. Er ist verheiratet und Vater eines Sohnes. In seiner Freizeit kocht er gerne für Freunde und Familie, wandert in den Tessiner Bergen oder liest die Biographie einer faszinierenden Persönlichkeit.



(Quelle: ravapixel)

wartet. Als Konsequenz daraus resultierte eine deutlich geringere Nachfrage nach Uran. Vor diesem Hintergrund wäre zu erwarten, dass die Uranproduktion aufgrund des Nachfrageeinbruchs deutlich reduziert und damit der Markt wieder zurück ins Gleichgewicht gebracht würde. Das ist aber nicht geschehen. Im Gegenteil. Die Produktion wurde unter der Führung der beiden Sektor Schwergewichte „Kazatomprom“ und „Cameco“ sogar noch ausgeweitet. Aus ökonomischer Sicht haben 3 Faktoren dieses Verhalten unterstützt. Einerseits hat „Kazatomprom“ konsequent seine relativen Kostenvorteile aufgrund der „in-situ Produktionsmethode“ und des Produktionsstandortes Kasachstan ausgespielt. Mit seiner tiefen Kostenbasis im Rücken, hat sich das Unternehmen zum Marktführer (40% Marktanteil) in der weltweiten Uranproduktion aufgeschwungen. Andererseits konnten sich die übrigen Produzenten Dank ihren vollen Auftragsbüchern mit langfristig laufenden Lieferverträgen zu guten Konditionen, dem Preisdruck des Marktes in den ersten Jahren weitgehend entziehen. Die Marktungleichgewichte haben sich in der Zeit von 2011 bis 2016 also nicht abgebaut, sondern sogar noch verstärkt. Umso grösser war in der Folge der Anpassungsbedarf.

In diesem Zusammenhang ist auch das Verständnis wichtig, dass die Urannachfrage der Kraftwerksbetreiber kaum preissensitiv ist. Dies, weil die gesamten Produktionskosten von Atomstrom nur unwesentlich von der Höhe der Brennstoffkosten (Uranpreis) abhängen. Der wichtigste Kostenblock im Betrieb eines Atomkraftwerkes sind die Kapitalkosten (aktivierte Baukosten, welche über die gesamte Betriebslaufzeit abgeschrieben werden). Damit unterscheidet sich die Kostenstruktur eines Atomkraftwerkes wesentlich von derjenigen fossil befeuerter Kraftwerke (hoher Anteil der Brennstoffkosten an den Gesamtproduktionskosten). Diese Kostenstruktur prägt den Lagerzyklus bzw. das Einkaufsverhalten der AKW-Betreiber. Nicht die absolute Höhe des Uranpreises treibt primär die Urannachfrage, sondern die Überlegungen zur Versorgungssicherheit. Wer Milliarden in den Bau eines AKW investiert, will dieses auch betreiben können! So gesehen überrascht

das Verhalten der Kraftwerksbetreiber nicht: gute Verfügbarkeit und tiefer Preis von Uran führen nicht zu einem Aufbau der Lager, sondern zu deren Abbau. Das belastete den Markt zusätzlich.

2016 wurde die Wende am Uranmarkt durch die Erkenntnis eingeleitet, dass sich ökonomische Realitäten zwar ausblenden, aber nie dauerhaft außer Kraft setzen lassen. Die vollen Auftragsbücher der Uranproduzenten mit ihren garantierten Abnahmemengen und auf hohem Niveau fixierten Preisen waren zwischenzeitlich zu großen Teilen abgearbeitet. Weiter zu produzieren und Uran zu nicht kostendeckenden Preisen am Spotmarkt zu verkaufen, war auf lange Sicht keine ökonomisch tragbare Perspektive. Aus unternehmerischer Sicht machte es vielmehr Sinn, das Uran ungefördert im Boden zu belassen und auf bessere Zeit zu warten. Entsprechend wurden Verpflichtungen aufgrund bestehender Lieferverträge vermehrt durch Käufe am Spotmarkt abgedeckt. Zudem setzte sich auch in Kasachstan die Erkenntnis durch, dass die dominante Marktposition aufgrund der tiefen realisierten Preise unter dem Strich zu wenig einbrachte. Damit war die Basis für eine Bereinigung der Angebotsseite gelegt. Der Uranpreis konnte nach der ersten Produktionskürzungen nach der jahrelangen Preiskorrektur in eine Phase der Bodenbildung übergehen.

Seit 2017 haben mehrere große Uranförderer Minen geschlossen und damit das Angebot verringert. Die Corona-Pandemie führte nochmals zu Minenschließungen bzw. geringeren Fördermengen, speziell in Minen, in denen Uran als Bei-Produkt anfällt und auf dem Spot-Markt landet. Inwieweit wird diese Angebotsverknappung zu einer Verbesserung der aktuellen Lage des Uransektors führen?

Es gilt in diesem Zusammenhang zwischen der strategischen und der zyklischen Marktentwicklung zu unterscheiden. Die Corona bedingten Produktionskürzungen haben den Markt im Rahmen einer zyklischen Schwankung kurzfristig entlastet und den

Spotpreis gestützt. Dies weil namhafte Produzenten aufgrund von Produktionsunterbrüchen ihre Lieferverpflichtungen nicht mehr aus der eigenen Uranproduktion, sondern nur mit Käufen am Spotmarkt abdecken konnten. Im Sinne der angestrebten Marktstabilisierung ein willkommener Beitrag. Diese Kapazitäten werden aber früher oder später wieder in den Markt zurückfinden, wie das Beispiel der „Cigar-Lake“ Mine von Cameco jüngst gezeigt hat. Das gilt insbesondere auch für Produzenten, bei denen Uran im Produktionsprozess als Nebenprodukt anfällt.

Wichtiger für die weitere Entwicklung des Uranpreises sind aber die Veränderungen auf der strategischen Ebene. Unter Führung der beiden Schwergewichte „Kazatomprom“ und „Cameco“ hat die Angebotsseite über die vergangenen vier Jahre mit signifikanten Produktionskürzungen versucht, den Uranmarkt zurück in ein neues Gleichgewicht zu führen. Wir sehen am Markt eine zuvor unbekannte Disziplin der Angebotsseite. In der Folge dürfte sich die weltweite Minenproduktion im Vergleich zu 2016 um rund ein Viertel reduziert haben.

Diese Produktionskürzungen reflektieren nichts anderes als die Anerkennung der ökonomischen Realitäten durch die Uranproduzenten. Aus der Sicht der Minenbetreiber ist das Verhältnis der Produktionskosten ihrer bestehenden Kapazitäten (ASIC – All In Sustaining Costs) zum Spotpreis relevant. Sind diese Kosten höher als der am Spot- und Terminmarkt realisierte Verkaufspreis, dann macht die Uranproduktion aus strategischer Sicht keinen Sinn.

Im aktuellen Umfeld stellt sich die ökonomische Realität der Uranproduzenten wie folgt dar: Sowohl der Spot- als auch die Terminpreise pendeln um die USD 30 pro Pfund. Die weltweite Nachfrage beläuft sich auf rund 180 Mio. Pfund. Insgesamt dürften im vergangenen Jahr rund 125 Mio. Pfund produziert worden sein. Der Markt ist entsprechend im Defizit und die resultierende Angebotslücke wird aus nicht strategischen Lagerbeständen sowie aus sekundären Quellen abgedeckt. Eine Entwicklung, die mit Blick auf die abnehmen-

den Lagerbestände nicht nachhaltig scheint und sich aufgrund der ökonomischen Realitäten (ASIC) auf Seiten der Minenbetreiber in den kommenden Jahren akzentuieren dürfte. Denn weniger als 100 Mio. Pfund der aktuellen Produktion werden zu Kosten (ASIC) von maximal USD 30 pro Pfund gefördert. Folglich sind gut 30% der aktuellen Produktion aus ökonomischer Sicht nicht kostendeckend und damit nicht nachhaltig! Folglich kann die sich akzentuierende Angebotslücke nur über deutlich höhere Uranpreise geschlossen werden. Damit bereits stillgelegte Produktionskapazitäten (im Care & Maintenance-Status) wieder in Betrieb gehen, braucht es Preise von mindestens USD 50 pro Pfund. Für die Realisierung neuer Minenprojekte braucht es Uranpreise, die sich nachhaltig über der USD 60 Marke etablieren. Dabei ist zu berücksichtigen, dass selbst die „nur“ stillgelegten Kapazitäten nicht auf Knopfdruck wieder verfügbar sind. Die Wiederinbetriebnahme braucht Zeit und kostet Geld. Von der Realisierungszeit neuer Minenprojekte gar nicht zu sprechen...

Bis jetzt haben wir unsere Diskussion ausschließlich auf die unter Druck stehende Angebotsseite des Uranmarktes fokussiert. Doch auch die Nachfrageseite ist in Bewegung. Bemerkenswert ist die Tatsache, dass trotz des im deutschsprachigen Raum (Deutschland, Schweiz) beschlossenen Atomausstiegs die weltweite Stromproduktion aus Atomkraftwerken die alten Höchstmarken aus der Zeit vor den Ereignissen in Fukushima wieder übertroffen hat. Insbesondere der Ausbau der Reaktorflotten in China, Indien, im mittleren Osten oder in Russland führt trotz diversen Reaktorabschaltungen in den westlichen Industrieländern per Saldo zu einem Nachfragewachstum von rund +2% p.a. Getrieben wird dieser Ausbau der Atomkraft, wie bereits einleitend bemerkt, durch den stetig steigenden Bedarf an CO₂-armer Grundlast in den Stromnetzen. Atomkraftwerke produzieren im 7/24 Rhythmus und helfen die großen Produktionsschwankungen von Wind- und Solaranlagen auszugleichen und damit die Stromnetze zu stabilisieren. Zudem ist Atomstrom eine willkommene Trumpfkarte im Kampf gegen die Luftverschmutzung so-

wie die Importabhängigkeit bei fossilen Energieträgern. Bemerkenswert erscheint mir zudem die Tatsache, dass sich dieses Wachstum durch eine hohe Visibilität auszeichnet. Atomkraftwerke entstehen oder verschwinden nicht über Nacht. Planung und Bau kosten viel und dauern lange. Wenn ein Reaktor aber einmal in Betrieb ist, so streben die Betreiber nach Möglichkeit eine hohe Auslastung der Produktionskapazität über die gesamte Laufzeit von mehr als 40 Jahren an. Diese Transparenz der Nachfrageentwicklung unterscheidet den Uranmarkt deutlich von den konjunktursensitiven Rohstoffmärkten im Basismetall- oder Energiebereich.

Zusammenfassend halten wir mit Blick auf die aktuelle Konstellation am Uranmarkt fest, dass sich per Saldo eine weiter expandierende Angebotslücke abzeichnet. Rund 30% der aktuellen Uranproduktion ist aus ökonomischer Sicht nicht nachhaltig. Gleichzeitig wächst die Nachfrageseite mit rund 2% p.a. Die Angebotslücke (Nachfrage > Minenproduktion) wird sich folglich ausweiten. Bisher wird das Defizit mit dem Abbau nicht strategischer Lagerpositionen sowie aus sekundären Quellen gedeckt. Der Lagerabbau dürfte aber mit Blick auf die von den Kraftwerksbetreibern angestrebte Versorgungssicherheit bald an seine Grenzen stoßen. Die Schlussfolgerung aus meiner Sicht ist klar: das Risiko am Uranmarkt ist im Begriff von der Angebots- auf die Nachfrageseite überzugehen. Die Nachfrageseite wird mit dem Start des neuen Lagerzyklus zum Katalysator für einen deutlichen Preisanstieg. Nur so kann die wachsende Angebotslücke geschlossen werden.

In diesem Jahr haben wir ein neues Phänomen am Uranmarkt beobachtet. Neben den beiden Beteiligungsgesellschaften „Yellow Cake“ und „Uranium Royalty“ sind auch (noch) nicht produzierende Gesellschaften am Uran-Spot-Markt als Käufer aufgetreten. Wie interpretieren Sie diese Entwicklung?

Diese Käufe von physischem Uran am Spot-Markt durch „Uranium Energy“, „Denison Mines“ und „Boss Energy“ sind tatsächlich bemerkenswert. Sie sind meiner Meinung nach

aufgrund von 3 Gründen erfolgt. Erstens spiegeln sie die positive Markteinschätzung durch die involvierten Entscheidungsträger. Diese gehen offensichtlich davon aus, dass die Bereinigung am Spot-Markt aufgrund des Lagerabbaus bereits weit fortgeschritten und entsprechend eine baldige Preiserholung absehbar ist. Zweitens zeigen diese Käufe, dass sich die Refinanzierungsmöglichkeiten am Uranmarkt aufgrund der gestiegenen Aktienkurse deutlich verbessert haben. Die dafür notwendigen Kapitalerhöhungen lassen sich wegen der geringeren Verwässerung gegenüber den Aktionären zudem einfacher vertreten. Und drittens erweitern sich die Unternehmen mit diesen Käufen den unternehmerischen Handlungsspielraum. So lassen sich mit den physischen Uranbeständen in der Hinterhand auch glaubwürdiger Verhandlungen über langlaufende Lieferkontrakte mit potenziellen Käufern sowie mit finanzierenden Banken führen.

Speziell die USA arbeiten daran, ihre Uran-Industrie wieder in Schwung zu bringen. Wie will man das erreichen?

Hintergrund für die verschiedenen Initiativen und Vorschläge zur Unterstützung der heimischen Uranproduzenten ist die Tatsache, dass US-amerikanische Atomkraftwerke rund 20% der nationalen Stromproduktion bereitstellen. Aufgrund der tiefen Uranpreise ist aber die Uranproduktion aus heimischen Minen in den vergangenen Jahren zusammengebrochen und das zur Produktion benötigte Uran muss fast vollumfänglich importiert werden. Gut 40% dieser Importe stammt aber aus Ländern, die aus US-Perspektive als politisch nicht vertrauenswürdig gelten oder außerhalb des US-Einflussbereiches liegen. Damit rückt das Thema Versorgungssicherheit in den Fokus. Entsprechend hat das US-Handelsministerium aufgrund einer Untersuchung zur Versorgungssicherheit verschiedene Handlungsempfehlungen erarbeitet. Allen gemeinsam ist die Absicht, die Uranproduktion aus heimischen Quellen zu incentivieren und zu unterstützen.

Im letzten Budgetentwurf der US-Regierung wurde der Vorschlag zum Aufbau einer strate-

gischen Uranreserve aufgenommen. Dafür sollen über die kommenden 10 Jahre bis zu USD 1.5 Mrd. bereitgestellt werden. Bezüglich der Umsetzung ist aber noch vieles unklar. Zudem ist das Geschäft erst ein Vorschlag im Rahmen des laufenden Budgetprozesses und es muss vom Parlament noch verabschiedet werden. Zudem ist unklar, ob die nächste Administration das Vorhaben weiterhin unterstützen wird. Auch ist nicht geregelt, zu welchem Preis das Uran gekauft werden soll. Zu einem die Produktionskosten deckenden Fixpreis? Oder zum aktuellen Spotpreis? Je nach Definition des Kaufpreises resultieren verschiedene Volumen, die mit den besagten 1.5 Milliarden US\$ erworben werden könnten. Unklar bleibt auch, von wem gekauft werden soll. Die nicht vorhandene inländische Produktionskapazität ist aber gerade der Ursprung der Initiative. Vieles ist also noch nicht fertig gedacht. Der Impuls ist aber gesetzt.

Sie sind Manager des Uranium Resources Fund (ISIN LI0224072749) der LLB Fundservices AG in Liechtenstein. Welche Strategie verfolgen Sie dabei und was bildet der Fonds konkret ab?

Eine Anlage in unserem Fund ist eine fokussierte Wette auf die sich ausweitende Angebotslücke am Uranmarkt. Einem Anleger mit einem mittelfristigen Anlagehorizont eröffnet sich trotz der jüngsten Kursanstiege ein attraktives Renditepotenzial, welches aber auch entsprechend risikobehaftet ist. Damit eignet sich der Fund als ergänzender Baustein in einem diversifizierten Portfolio und nicht als Basisanlage. Der Uranium Resources Fund hält rund 30 Positionen im Portfolio. Diese Diversifikation macht vor dem Hintergrund der aktuellen Marktverfassung am Uranmarkt Sinn.

Welche Auswahlkriterien legen Sie bei der Auswahl der Fonds-Werte zu Grunde und welches sind Ihre aktuellen Zugpferde?

Obwohl die Preiserholung an den physischen Uranmärkten bisher zögerlich verläuft, sind

wir aufgrund der fundamentalen Ausgangslage davon überzeugt, dass der Uranmarkt mit Blick auf die wachsende Angebotslücke die nachhaltige Wende nach oben schaffen wird. Zwischenzeitliche Rückschläge und eine hohe Volatilität bleiben aber eine Eigenschaft dieses engen Marktes. Der noch junge Bullenmarkt in den Uranaktien wird große Gewinnmöglichkeiten eröffnen. Diese wollen wir unter Inkaufnahme kontrollierter Risiken konsequent nutzen!

Vor diesem Hintergrund steht unser Portfolio auf vier Säulen. Als erstes Standbein halten wir eine strategische Liquiditätsquote. Sie sichert unsere jederzeitige Handlungsfähigkeit. So nutzen wir attraktive Einstiegspunkte, die sich aufgrund des volatilen Kursverlaufs vieler Uranaktien regelmäßig eröffnen.

Mit dem zweiten Standbein wollen wir direkt an einer Verbesserung des Uran-Spotpreises partizipieren. Ohne höhere Uranpreise ist eine nachhaltige Erholung der Uranproduzenten schwer vorstellbar. Deshalb bilden zwei Beteiligungsgesellschaften, die ihre Mittel überwiegend in physisches Uran investiert haben, den Kern des Portfolios. Wenn unsere Sicht richtig ist, so wird die Angebotslücke am Uranmarkt über einen steigenden Uranpreis geschlossen werden. „Uranium Participation“ und „Yellow Cake Plc.“ müssten entsprechend die Ersten und Unmittelbarsten Profiteure dieser Preiserholung sein. Wir haben diese Gruppe mit einer Position in „Uranium Royalty Corp.“ ergänzt. Das Unternehmen adaptiert das v.a. im Edelmetall-Umfeld erfolgreiche Businessmodell „Streaming and Royalties“ auf den Uranmarkt. Das Unternehmen finanziert Uranminen und sichert sich im Gegenzug einen Anteil an der schon laufenden oder zukünftigen Produktion. Allerdings ohne die Risiken einzugehen, die mit dem operativen Betrieb einer Mine verbunden sind.

Das dritte Standbein fokussiert auf die Aktien der Uranproduzenten bzw. Standby Produzenten mit bewilligten und/oder realisierten Projekten, die aber aktuell nicht in Produktion sind. Wenn die Uranpreise zu steigen beginnen, dann profitieren die Produzenten, wel-

che eine signifikante Uranproduktion am Markt platzieren können. Nur wer produziert, kann auch liefern. Um auf der sicheren Seite zu sein, setzen wir auf Gesellschaften, die einerseits tiefe Produktionskosten haben und andererseits über ein gutes Auftragsbuch an langfristigen Lieferverträgen verfügen. Signifikant im Portfolio vertreten sind die beiden Branchenführer „Cameco“ und „Kazatomprom“. Beide Gesellschaften verfügen über ein breites Portfolio von erstklassigen Produktionsstätten. Trotz des herausfordernden Umfeldes sind beide Gesellschaften Cash-flow positiv und zahlen eine anständige Dividende. Ergänzt wird diese Gruppe mit Investments in Unternehmen, denen wir den Status eines „Standby-Producers“ verleihen würden. Das sind Unternehmen, die über ein Portfolio von bewilligten Produktionsstätten und Verarbeitungskapazitäten verfügen. Die Produktion könnte innerhalb eines überblickbaren Zeitraums lanciert werden, sobald die ökonomischen Voraussetzungen (sprich ein höherer Uranpreis) erfüllt sind. Zu dieser Gruppe zählen wir beispielsweise „Uranium Energy“ oder „Energy Fuels“.

Im Rahmen des vierten Standbeins setzen wir auf Explorer und Developer, die Erschließungs- und Minenprojekte auf Weltklasse Niveau vorantreiben. Besonders interessant sind diese, wenn sie ihre Produktion im Zeitfenster der erwarteten Angebotslücke werden starten können. Sie werden dann von entsprechend attraktiven Verkaufspreisen profitieren können. Zudem sollten diese Assets die notwendige Größe haben, um sich auch als Übernahmehziele zu qualifizieren. Wir gehen nämlich davon aus, dass nach dem Eintreten der Preiswende am Uranmarkt eine Konsolidierungswelle ablaufen wird und sich möglicherweise auch Sektor-fremde Bergbauunternehmen im Urangeschäft positionieren wollen. Dies würde nicht zuletzt aufgrund der tiefen Konjunktursensitivität und der vergleichsweise hohen Visibilität der Urannachfrage Sinn machen. Beispielsweise sind die Unternehmen „Denison Mines“ oder „Boss Resources“ dieser Gruppe zuzuordnen.

Was raten Sie Anlegern, die sich für ein Investment in den Uran-Sektor interessieren?

Noch ist die skizzierte Angebotslücke und das damit verbundene Potenzial steigender Uranpreise erst absehbar und die erwartete Wende am physischen Uranmarkt lässt trotz der guten fundamentalen Perspektiven auf sich warten. Setzt sich die aktuelle Phase der Bodenbildung wider Erwarten noch für längere Zeit fort, so wird für einige Uranproduzenten die Luft schnell dünn. Ihre Bilanzen sind nach dem anhaltenden Preiszerfall ausgezehrt und die Kostensenkungspotenziale bereits weitgehend ausgeschöpft. Auch für die Entwickler neuer Uranprojekte bleibt das Umfeld herausfordernd, da ihre Projekte erst mit steigenden Uranpreisen ökonomisch werthaltig und damit realisierbar werden. Entsprechend schwierig ist es, Investoren für die Finanzierung der nächsten Projektetappen zu finden. Wer in dieser Konstellation alles auf eine Karte setzt, pokert also hoch – möglicherweise gar zu hoch. Der Einsatz eines innerhalb des Themas diversifiziert investierenden Fonds scheint mir vernünftig. Zudem empfehlen wir einen zeitlich gestaffelten Aufbau von Positionen.

Interview mit Scott Melbye

Executive Vice President von Uranium Energy, Commercial V.P. von Uranium Participation Corp. und Ex-Berater des CEO bei Kazatomprom

Herr Melbye, Sie hatten und haben leitende Positionen bei einer Vielzahl von Uranunternehmen inne und gelten als einer der angesehensten Uranexperten der Welt. Können Sie unseren Lesern einen kurzen Überblick über Ihren bisherigen Werdegang geben?

Vielen Dank, es ist mir eine Freude, meine Beobachtungen und Einblicke in den globalen Uranmarkt mit Ihren Lesern zu teilen. Ich hatte das Glück, meine gesamte 36-jährige Karriere in der Uran- und Kernenergiebranche zu verbringen. Als ich 1984 als Kernbrennstoffmakler bei Nukem in New York anfang und später für die Beschaffung von Uranbrennstoff im Kernkraftwerk Palo Verde in Arizona mit drei Blöcken verantwortlich war, war ich bestens auf den Großteil meiner Karriere im Uranbergbau vorbereitet. Neben 23 Jahren beim führenden Produzenten Cameco, zuletzt als Präsident der globalen Uranvermarktungstochter, hatte ich auch Führungspositionen bei der russischen Uranium One und der staatlichen kasachischen Urangesellschaft Kazatomprom inne. Ich hatte auch die Gelegenheit, die physischen Uranaktivitäten der Uranium Participation Corp. zu leiten. Seit 2014 bin ich Executive Vice President des US-amerikanischen Uranentwicklers und -produzenten Uranium Energy Corp. und habe vor kurzem die Rolle des CEO bei Uranium Royalty Corp. übernommen, das im Dezember 2019 an die Börse ging.

Der Uran-Spotpreis befindet sich seit etwa 5 Jahren in einer Baisse-Phase und konnte sich bis vor kurzem noch nicht signifikant von seinem Tiefststand im Jahr 2016 erholen. Was sind die Hauptgründe für diese Entwicklung?

Obwohl wir durch die jüngsten Verbesserungen auf dem Uran-Spotmarkt sehr ermutigt sind (Anstieg um 63 % gegenüber den Tiefständen von 2016), war es in der Tat eine frustrierend langsame Erholung mit Preisen, die sich seitwärts bewegten oder vorübergehend anstiegen, um dann wieder auf die vorherigen

Niveaus zurückzufallen. Im Nachhinein können wir nun erkennen, dass 2016 ein entscheidendes Jahr für die Fundamentaldaten von Uran war. Infolge der Auswirkungen von Fukushima auf den Markt fiel der Uranpreis von einem Zehnjahreshoch von 70 US-Dollar pro Pfund Anfang 2011 auf ein Zyklustief von 17,75 US-Dollar pro Pfund im November 2016. Heute schwanken die Uranpreise über und unter 30 US\$ pro Pfund. Angesichts der fallenden Preise in den letzten zehn Jahren ist die globale Uranproduktion kontraintuitiv von Jahr zu Jahr gestiegen und erreichte schließlich 2016 mit 162 Millionen Pfund ihren Höhepunkt. Dies spricht für die relativ ineffiziente Natur des Uranmarktes im Vergleich zu anderen mineralischen Rohstoffen wie Kupfer, Gold oder Silber. Bei diesen Rohstoffen manifestieren sich Preissignale in der Regel in Anpassungen des Angebots viel schneller und in Echtzeit, da die Verkaufspreise stärker von der Indexierung des Spotpreises abhängig sind. Im Fall von Uran isolierte die Prävalenz von abgesicherten, langfristigen Verträgen zu höherpreisigen, basisskalierten Konditionen viele Produzenten von den niedrigeren Spotpreisen. Ende 2016 begannen wir jedoch, den raschen Rückgang dieser langfristigen vertraglichen Absicherung, die im vorherigen Zyklus gesichert wurde, zu sehen, wodurch die Produzenten (endlich) den gedrückten Marktbedingungen ausgesetzt wurden. Der Uranmarkt hat infolgedessen einen stetigen Rückgang der globalen Uranproduktion von 2017 bis heute erlebt. Dies war eine wichtige Angebotsentwicklung, da sie endlich den kritischen Abbau von überschüssigen Lagerbeständen ermöglicht, die den Markt überhängen. Diese Angebotskürzungen haben im Jahr 2021 eine Lücke zwischen der jährlichen Produktion (wahrscheinlich etwa 127 Millionen Pfund im Jahr 2021) und dem Verbrauch (etwa 175 Millionen Pfund) von etwa 47 Millionen Pfund U_3O_8 geschaffen. Im Jahr 2020 wurde diese Lücke durch Kürzungen des Minenangebots auf etwa 57 Millionen Pfund aufgrund der Coronavirus-Pandemie vergrößert, auf die wir noch näher eingehen werden. Auf der Nachfrageseite erlebten wir in diesem



Scott Melbye ist mit seiner über 30-jährigen Zugehörigkeit ein Veteran der Kernenergie-Industrie, wo er Führungspositionen in großen Uran-Bergbau-Unternehmen sowie branchenübergreifenden Organisationen inne hatte beziehungsweise hat. Bis zum Juni 2014 war Melbye Executive Vice President, Marketing, bei Uranium One und dabei verantwortlich für globale Uran-Vertriebsaktivitäten. Zuvor war Melbye 22 Jahre bei der Cameco-Gruppe tätig, sowohl am Hauptsitz in Saskatoon, als auch bei den Tochtergesellschaften. Er war zuletzt als Präsident der Cameco Inc., der Tochtergesellschaft tätig, die verantwortlich für Marketing und Handel ist, mit einem jährlichen Umsatz von über 30 Millionen Pfund U_3O_8 . Melbye war früher Vorsitzender im World Nuclear Fuel Market Board of Governors und als Präsident der Uranium Producers of America. Er ist derzeit als Executive Vice President von Uranium Energy und VP-Commercial für Uranium Participation Corporation tätig und war Berater des CEO von Kazatomprom, des weltweit größten Uranproduzenten in Kasachstan. Melbye erhielt einen Bachelor of Science in Business Administration mit Spezialisierung in International Business von der Arizona State University im Jahr 1984.