

Stefan Rehm

Von: Stefan Rehm <sr2503@gmail.com>
Gesendet: Sonntag, 20. Januar 2019 11:45
An: mail@srvalue.de
Betreff: SR Value GmbH - Geschäftsjahr 2018

Sehr geehrte Damen und Herren,

gerne informiere ich Sie darüber, dass die Wertentwicklung des Portfolios zum 31. Dezember 2018 auf www.srvalue.de veröffentlicht wurde. Es handelt sich um die zeitgewichtete Portfolio Performance lt. Depotbank. Die Entwicklung des Inneren Werts der Gesellschaft weicht hiervon ab.

Eine solche Portfolio Performance wie im Jahr 2018 ist mittels hoher Konzentration und Glück sowie die überproportionale Steigerung des Inneren Werts nur mit zusätzlichem Fremdkapital möglich. Die langfristige Nachhaltigkeit dieser Einflussfaktoren sollte jedoch künftig überdacht und ein internes Regelwerk implementiert werden. Schließlich soll die Beteiligungsgesellschaft, als sehr langfristig orientierte Investmentpartnerschaft, nicht irgendwann durch einen ungünstigen Zufall aus der Bahn geworfen werden. Selbstverständlich wird diese auch weiterhin mehr die Charakteristika eines „Enterprising Investor“ nach Graham oder Hedgefonds anstatt die eines durchschnittlichen Investmentfonds aufweisen. Die eigenen Prinzipien von Preis und Wert werden nicht auf dem Altar von Diversifikation oder kurzfristigen Neuorientierung des Prozesses geopfert. Letztendlich zählen ein realistisch bestimmter Innerer Wert von Aktien und anderen Vermögenswerten, dessen laufende Sicherstellung sowie eine sehr hohe Sicherheitsmarge, kombiniert mit Durchhaltevermögen gegenüber den jeweiligen Tagesstimmungen von Mr. Market.

Haupttreiber für den Erfolg im Geschäftsjahr 2018 waren im Wesentlichen der Turnaround bei der Fossil Group Inc. (FOSL) sowie opportunistische Engagements bei Steinhoff International Holdings NV, Flybe Group PLC und weiteren Positionen. Im Fall von FOSL hat der Markt im Nachhinein anerkannt, dass die Kurse im Winter 2017/18 nicht mehr annähernd dem fundamentalen Wert entsprochen haben. Interessanterweise wurden nicht einmal mehr Indizien des möglichen Turnarounds berücksichtigt (Neuigkeiten CES Las Vegas, Lizenzerlöse bei Michael Kors, Produktbewertungen, Google Trends, etc.) und tatsächlich hat der Preis erst mit Veröffentlichung der finalen Zahlen am Aschermittwoch 2018 reagiert. Es wird auf die zahlreichen Research Notizen sowie Diskussionen zu FOSL verwiesen.

Die Anteilsscheine an der italienischen Monte Dei Paschi (BMPS) haben sich seit dem erstmaligen Wiedereinstieg nach der Rekapitalisierung und dem Artikel „Ich kaufe jetzt“ im August 2018 fast halbiert. Per Jahresende 2018 standen die Titel insbesondere aufgrund der politischen Wirren in Italien noch bei EUR 1,50. Ein vorläufiges Schreiben der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie ergänzende Medienberichte zu Beginn der aktuellen Kalenderwoche (KW 3) haben den Kurs weiter auf unter EUR 1,25 abrutschen lassen.

Zum einen hebt die EZB hervor, dass die Kapitalposition von BMPS durch die gestiegene Zinsdifferenz BTP-Bund und der damit verbundenen Kursverluste im Staatsanleihenbuch angegriffen wird. Es ist davon auszugehen, dass diese Effekte weitestgehend in den Zahlen Q3/2018 verarbeitet sind, da die Zinsdifferenz zwischen deutschen und italienischen Staatspapieren seither wieder etwas zurückgekommen ist.

Zum anderen werden Kapital- und Liquiditätsrisiken genannt, so dass zusätzliches Tier 2-Kapital sowie besicherte Anleihen, nicht wie ursprünglich vorgesehen am Markt platziert werden können. Beispielsweise konnte BMPS seine erste und einzige Nachrangsanleihe (Tier 2) im Januar 2018, nachdem im Rahmen der vorsorglichen Rekapitalisierung sämtliche Tier Außenstände in Eigenkapital getauscht wurden, zu für Nachrang günstigen Konditionen von 5,375 % auf 10 Jahre ausgeben. Diese Nachrangsanleihe notiert heute zu unter 50 % und stellt neben der oben geäußerten Besorgnis gleichzeitig eine neue spannende Investitionsmöglichkeit dar. Die vorrangigen Anleihen notieren weiterhin um pari. Dies zeigt, dass die Vertrauensbasis durch die politischen Querelen zwischen Rom und Brüssel stark erschüttert wurde und es quasi kaum Nachfrage von Seiten der Investoren gibt. Selbst die besseren Adressen wie Intesa Sanpaolo und UniCredit müssen deutliche Aufschläge auf ihre Emissionen in Kauf nehmen. Der Punkt

Liquidität sollte nicht zu pessimistisch eingeschätzt werden, da im Zweifel von der EZB wiederum ein langlaufendes, günstiges Programm (vgl. TLTRO) platziert werden könnte.

Weiterhin hat die EZB in ihrem vorläufigen Schreiben empfohlen, die Deckungsquoten für Non-performing-Exposure (NPE Coverage Ratio) mit Stand vor März 2018 stufenweise bis Ende 2026 zu erhöhen. Gleichzeitig gab es eben die o.g. Medienberichte, wonach die EZB alle Banken dazu zwingen könnte, die noch vorhandenen NPE sofort und vollständig abzuschreiben. Dies würde das Eigenkapital tatsächlich massiv belasten und die derzeit aufgerufenen Börsenkurse rechtfertigen. Eine vollständige Wertminderung ist als unrealistisch anzunehmen, da der ökonomische Wert nicht mehr abgebildet werden würde. Schließlich sind NPE nicht wertlos und es gibt mittlerweile einen etablierten Markt mit regelmäßigen Transaktionen. Des Weiteren hat beispielsweise BMPS im Restrukturierungsplan 2016 – 2021 verbindliche NPE-Quoten mit der EZB vereinbart. Die Gross NPE Ratio (Brutto vor Wertberichtigungen) soll demnach vereinbarungsgemäß 14,3 % per Ende 2019 betragen und mit voraussichtlich 16 % zum 31.12.2018 ist man hierbei auf einem guten Weg. Die Profitabilitätsziele können voraussichtlich nicht vollständig erreicht werden, waren allerdings in dieser Höhe auch nicht eingeplant.

Nichtsdestotrotz kann durch zusätzlichen Regulierungsdruck nochmals eine erhebliche Downside für die Aktionäre und ggf. Halter der o.g. Nachranganleihe bestehen, die zugegebenermaßen bei der Erstbetrachtung (nach Rekapitalisierung) von BMPS im Sommer 2018 nicht konservativ genug in die Bewertung miteinbezogen wurde.

BMPS wird am 7. Februar 2019 voraussichtlich deutlich positive Ergebnisse vor Wertberichtigungen, vor Steuern und ebenfalls nach Steuern für das abgelaufene Geschäftsjahr präsentieren und somit die äußerst günstigen Bewertungsparameter bestätigen können. Zudem gibt es noch einen vielversprechenden Katalysator in der Vereinbarung der vorsorglichen Rekapitalisierung zwischen Europäischer Kommission und italienischem Finanzministerium. Aus Wettbewerbsgründen muss das Finanzministerium bis Ende 2019 darlegen, wie der erlangte 68 % Anteil an BMPS bis Ende 2021 veräußert werden soll.

Für Rückfragen stehe ich gerne zur Verfügung und freue mich über einen regen Austausch!

Mit freundlichen Grüßen

Stefan Rehm

+49/173/5311185
www.srvalue.de

PS: Sie möchten entsprechende Nachrichten nicht mehr erhalten, bitte mit einem kurzen NEIN antworten. Vielen Dank.