

Stefan Rehm

An: info@srvalue.de
Betreff: SR Value GmbH: Geschäftsjahr 2016

Hallo zusammen,

gerne informiere ich Sie/Euch darüber, dass die Wertentwicklung des Portfolios zum 31. Dezember 2016 auf www.srvalue.de veröffentlicht wurde. Die Performance ist zeitgewichtet. Die Entwicklung des Buchwerts der Gesellschaft kann, auch aufgrund der Kapitalstruktur, hiervon abweichen.

Die Beiträge zur Gesamtentwicklung in Höhe von 14,43 % stellen sich wie folgt dar:

Aktien	+	18,50%
Derivate	+	7,26%
Renten	-	11,33%

Aktien

Haupttreiber für die Entwicklung der bedeutendsten Anlageklasse in 2016 war insbesondere die Erholung von zyklischen Titeln wie Salzgitter AG, Verbund AG oder Vale S.A. Die Marktturbulenzen im Frühjahr und zur Jahresmitte (Brexit) haben hervorragende Einstiegschancen geboten, welche leider mangels Liquidität nur teilweise umgesetzt werden konnten. Nichtsdestotrotz konnte beispielsweise Mitte Februar 2016, in Folge der niedrigen Ölpreise, die norwegische Ölservicefirma Subsea 7 zu einem sehr günstigen Preis erworben werden. Anders als die meisten Unternehmen aus dem rohstoffnahen Bereich war Subsea 7 mit einer sehr starken Bilanz (u.a. Liquide Mittel deutlich größer als Finanzschulden und Pensionen, geringer Geschäfts- oder Firmenwert) ausgestattet und konnte trotz Umsatzrückgängen weiterhin hohe freie Cashflows erzielen. Es hat vieles dafür gesprochen, dass Subsea 7 als Technik- und Ingenieursdienstleister mit seinen zahlreichen Arbeitsschiffen für Unterwasserinfrastruktur überleben wird und der starke Kursverfall der Anteilsscheine weit unter Buchwert zu hoch war.

Neben Sondersituationen soll die eingeschlagene Fokussierung auf Unternehmen mit hohen Cash Kapitalrenditen COROA (COROA nach Jack Ciesielski „Forget ROE or EBITDA – and meet COROA, or cash operating return on assets“) zu moderaten Preisen verfolgt werden.

Derivate

Die Entwicklung beinhaltet ausschließlich EUREX Stillhaltergeschäfte und resultiert aus Prämieinnahmen aus dem Verkauf von Kaufoptionen auf Aktien im eigenen Bestand, im Wesentlichen aber aus dem Verkauf von Verkaufsoptionen auf Aktien der K+S AG. Der Verkauf von Verkaufsoptionen konnte als interessante Alternative zum direkten Kauf der K+S AG Aktie genutzt werden. Auf Basis des gescheiterten Übernahmeangebots im Jahr 2015 durch Potash Corp und der eigenen Bewertung werden Preise unter EUR 20 als günstig und langfristig als definitiv werthaltig angesehen, weshalb beispielsweise auch bei Aktienkursen zu EUR 17 Verkaufsoptionen mit Basis EUR 19 geschrieben werden konnten. Grundsatz sollte hierbei sein, dass nur so viele Verkaufsoptionen verkauft werden, wie man auch tatsächlich bereit ist, Aktien zum fixierten Ausübungspreis abzunehmen und diese langfristig zu halten.

Renten

Das Resultat Renten betrifft ausschließlich Investitionen in Nachranganleihen (Tier II) der italienischen Banca Monte Dei Paschi Di Siena. Im Juli 2016 wurde die Nachranganleihe in britischen Pfund mit Fälligkeit 30. September 2016 zu 80 % erworben, welche am Fälligkeitstag zu pari zurückbezahlt wurde. Unter Berücksichtigung des noch ausstehenden Betrags in Höhe von lediglich GBP 60 Mio und der für November/Dezember 2016 geplanten Kapitalerhöhung (u.a. Brückenfinanzierung bereits garantiert) konnte die Wahrscheinlichkeit für einen Ausfall der Nachranganleihe bis zum 30. September 2016 als gering eingeschätzt werden.

Der Einstieg in die zum 30. November 2017 fällige Nachranganleihe ist im Herbst 2016 leider deutlich zu früh erfolgt. Der durchschnittliche Einstandspreis liegt nun bei rund 60 % und die in die Performance einfließende Bewertung zum 31. Dezember 2016 beträgt 47 %. Nachdem die private Kapitalerhöhung in Verbindung mit dem freiwilligen Debt-Equity-Swap vor Weihnachten gescheitert ist, ist nun eine vorsorgliche Rekapitalisierung (Bail-in light) durch den italienischen Staat geplant. Dabei soll auch eine Zwangskonvertierung von Nachranganleihen (Tier I + II) in Aktien erfolgen. Tier II Anleihen sollen mit ihrem Nominalwert von 100 % in die Kapitalerhöhung einbezogen werden. Der für den Schuldentausch verwendete Ausübungspreis als zweite Variable sollte grundsätzlich dem Preis entsprechen, den auch der italienische Staat für die neuen Aktien bezahlt. „A precautionary recapitalisation is a type of state intervention in a struggling bank that is still solvent. It means only a modest bail-in of investors though the government can buy shares or bonds only on market terms endorsed by EU state aid officials in Brussels.“

Auf Basis der Annahmen, dass die Nachrangleihen zu 100 % in die Kapitalerhöhung eingehen und der Ausübungspreis für diese nicht höher ausfällt als für den Staat, sollte der Anteil der Nachranggläubiger am Eigenkapital nach Abschluss der Rekapitalisierung bis zu 45 % betragen. Bei einem deutlich erhöhten Eigenkapital nach Abschluss der Transaktion bedeutet dies einen absoluten Anteil am Eigenkapital von mindestens EUR 4,5 Mrd und damit einen 1:1 Tausch der Nachranganleihen von insgesamt EUR 4,5 Mrd in Eigenkapital. Es ist allerdings davon auszugehen, dass das Eigenkapital trotz NPL Bereinigung zunächst mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter 1 gehandelt wird. Der Anteil am künftigen Betriebsergebnis (Plan 2018) würde knapp EUR 0,5 Mrd betragen und entspricht damit einem Multiple von rund 5,5 bezogen auf den durchschnittlichen Einstandspreis von 60 %.

Es wird allerdings angenommen, dass eine der beiden genannten Bedingungen nicht umgesetzt oder schlechter ausfallen und der auf die Nachranggläubiger entfallende Anteil an der rekapitalisierten Bank nicht größer als 25 % sein wird. Das bezahlte Multiple P/E 2018 würde sich dann auf vertretbare 10 erhöhen, weshalb auch in diesem Fall der durchschnittliche Einstandspreis von 60 % als langfristig werthaltig angesehen wird. Unter Berücksichtigung der Ausgliederung der Bad Loans sollte die Regionalbank ihre Zukunft haben (Kundenbasis, Filialnetz, relativ konstantes Zins- und Provisionsergebnis, kein großes Investmentbanking).

Fazit

Der Fokus liegt jedoch auch künftig nicht auf Distressed Debt, sondern auf unterbewerteten Value Aktien bei denen eine regulatorische Unsicherheit in diesem Maß nicht besteht und ein permanenter Kapitalverlust durch die fundamentale Basis (Cashflows und Substanz) der Unternehmung nahezu ausgeschlossen werden kann. Bei den derzeit (absolut betrachtet) hohen Bewertungsmultiplikatoren (Enterprise Value / Free Cashflow oder Enterprise Value / EBIT) in vielen Bereichen sollen auch künftig entsprechende Opportunitäten bei hoher Volatilität eingegangen werden.

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

Beste Grüße,

Stefan Rehm

Tel. 0173/5311185

www.srvalue.de