

Stefan Rehm

Von: Stefan Rehm <sr@valuewerkstatt.de>
Gesendet: Samstag, 7. März 2020 15:45
An: sr@valuewerkstatt.de
Betreff: SR Value GmbH - Geschäftsjahr 2019

Hallo zusammen,

gerne informiere ich Sie/Dich darüber, dass die vorläufige Entwicklung der Gesellschaft zum 31. Dezember 2019 auf www.ValueWerkstatt.de veröffentlicht wurde. Verändert zu den Vorjahren wird nicht zusätzlich die zeitgewichtete Portfolio Performance lt. Depotbank, sondern ausschließlich die Entwicklung des Inneren Werts berichtet. Der Innere Wert entspricht dem Marktwert des Gesellschaftsvermögens, vermindert um Verbindlichkeiten sowie Rückstellungen und gibt dessen tatsächliche Entwicklung wieder. Neu ist zudem, dass die Entwicklung des Inneren Werts künftig unter Berücksichtigung von Verbindlichkeiten mit Eigenkapitalcharakter dargestellt wird. Somit soll vermieden werden, dass bilanzielle Verbindlichkeiten, die wirtschaftlich betrachtet Eigenkapital darstellen, nicht als Hebel auf die Entwicklung des Inneren Werts wirken und Leverage-Effekte lediglich aus echtem Fremdkapital (z.B. Margin Schulden, Bankschulden) resultieren. Entsprechend wurden die berichteten Vorjahreszahlen angepasst.

Nach einer fulminanten Entwicklung im Jahr 2018, die mittels hoher Konzentration auf Fossil Group sowie der überproportionalen Steigerung des Inneren Werts durch Fremdkapital beeinflusst war, hat die Gesellschaft im Jahr 2019 den berichteten zweistelligen Rückwärtsgang eingelegt. Nun ist dies aus Value Investing-Sicht zunächst nicht dramatisch, da zwischen kurzfristigen Kursschwankungen und permanentem Kapitalverlust unterschieden wird. Ein permanenter Kapitalverlust beim zugrundeliegenden Unternehmen wird dabei als Risiko definiert und ein beispielsweise 30-prozentiger Kurseinbruch nach genauerer Prüfung des Inneren Werts als Chance betrachtet. Ein permanenter Kapitalverlust des zugrundeliegenden Unternehmens kann z.B. durch wegbrechende Geschäfte (Umsätze, Cashflows) eintreten, die sich nicht wiederherstellen lassen und damit den Unternehmenswert nachhaltig mindern.

Die Haupttreiber für den Misserfolg im Geschäftsjahr 2019 waren leider in beiden Bereichen zu finden. Zum Einen, wurde direkt im Februar 2019 eine verunglückte Spekulation auf Quartalszahlen mittels Margin Schulden durchgeführt, was selbstverständlich recht wenig mit Value Investing zu tun hat. Zum Anderen, wurde die Bewertung des bis dahin größten Titel im Depot, Banca Monte Dei Paschi, durch die italienische Politikkrise mit Regierungswechsel in Mitleidenschaft gezogen. Hier konnte der ursprüngliche Einstandskurs durch disziplinierte Nachkäufe zu Tiefstkursen deutlich reduziert werden. Nichtsdestotrotz hat die Kapitalisierung von MPS per Jahresende 2019 wiederum nachgegeben und damit im Wesentlichen den stichtagsbezogenen Verlust von SR Value GmbH zum 31. Dezember 2019 verursacht.

Bereits in der Woche nach Dreikönig 2020 wurde der Titel vom Markt wieder auf den Radar genommen und bis Mitte Februar 2020 hat sich eine mittlere Neubewertung eingestellt. Gründe waren ein seit Sommer geplanter, finaler Abbau von Problemkrediten, das von den Wettbewerbern Intesa Sanpaola und UBI Banca angestoßene Fusionskarussell sowie eine allgemein bessere Stimmung. Die höhere Bewertung wurde zum Abbau der Position genutzt und war wiederum der Haupttreiber für die bislang positive Entwicklung im Jahr 2020, die sich in der nachfolgend aufgezeigten Performance der Depotbank vom 1. Januar 2020 bis 6. März 2020 widerspiegelt (siehe Screenshots unten). Die Portfolio Performance entspricht in diesem Zeitraum im Wesentlichen auch der Entwicklung des Inneren Werts.

Analysis Period: January 2, 2020 to March 6, 2020 (Daily)

Performance Measure: TWR

Cumulative Return: 29.59%

Die mit dem Coronavirus und Rezessionsängsten verbundenen Marktverwerfungen wurde zu einem Wiedereinstieg bei Fossil Group sowie Käufen von Kraft Heinz, O-I Glass und Agfa-Gevaert genutzt. O-I Glass ist einer der weltweit größten Glasflaschenhersteller, der zwar Gegenwind aus rückläufigen Massenbiermärkten wie den USA ausgesetzt ist, jedoch Wachstumspotential bei nachhaltigen Produkten und als Glasflaschenhersteller jeweils einen regionalen Wettbewerbsvorteil (Burggraben) besitzt. Die hohe Verschuldung sollte durch den fortschreitenden Turnaround, die erfolgte Einstellung der jahrelangen Asbest-Zahlungen sowie den geplanten Beteiligungsverkäufen in Australien/Neuseeland reduziert werden können. Interessanterweise weißt die im Jahr 2019 an die Börse gestartete französische Verallia (Tochter Oberland Glas in Bad Wurzach) eine höhere Kapitalisierung auf als O-I Glass, obwohl diese ein ähnliches Europa-Geschäft besitzt und insgesamt mehr als doppelt so groß ist. Agfa-Gevaert hat den Bereich Healthcare verkauft und wird noch in 2020 einen Barmittelzufluss erhalten, der den eigenen aktuellen Marktwert überschreitet. Aufgrund dem aktivistisch geprägten Eigentümerkreis ist eine teilweise Auskehrung an die Aktionäre nicht unwahrscheinlich.

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

Beste Grüße,

Stefan Rehm

+49/173/5311185
www.ValueWerkstatt.de

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