

AAP Investoren Brief Q2 2021

Solothurn, 09.07.2021

«Anlageerfolg bedeutet nicht gute Firmen zu kaufen, sondern Firmen gut zu kaufen.» Howard Marks

Liebe Kundinnen und Kunden (nachfolgend Kunden)

Liebe Investorinnen und Investoren (nachfolgend Investoren)

Sinkende Fallzahlen, offene Geldschleusen und steigende Aktienpreise sorgten im zweiten Quartal für eine gute Stimmung bei den Investoren. Die Sorgen um die Inflation sind in den Hintergrund gerückt und die hohen Bewertungen auf Indexebene scheinen die Anleger nicht zu beunruhigen. In einem solchen Marktumfeld ist die Risikokontrolle zentral.

1. Price matters

Das KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) des S&P 500 liegt aktuell bei 45.9. Der KGV Median liegt im Zeitraum 1917 bis 2021 bei 14.86. (Daten per 01.07.2021) Für den gleichen Index könnte man auch das Schiller KGV heranziehen, welcher die Gewinne der letzten zehn Jahre in die Berechnung einfließen lässt. Hier ergibt sich folgendes Resultat: Aktuelles KGV von 37.92, Medianwert KGV von 16.84. (Daten per 01.07.2021)

Anhand dieses Zahlenbeispiels möchte ich Ihnen aufzeigen, dass wir aktuell auf Indexebene hohe Bewertungsniveaus erreicht haben. In der Fachpresse lese ich immer wieder, dass man diese einfachen Bewertungskennzahlen nicht zu ernst nehmen sollte, weil sie auch Verfälschungen haben können. U.a. wird argumentiert, dass ein hoher Tech-Aktien-Anteil in einem Index zwar zu einem höheren KGV führt, dieses KGV aber nicht für jede im Index vertretene Branche gleich hoch ist und es daher auch viele Unternehmen hat, die ein niedrigeres KGV haben. Nun ist es aber so, dass es bei der Bewertung nicht primär um die optimale Zusammensetzung des jeweiligen Index geht, sondern um einen historischen Preisvergleich. Auch in der Vergangenheit war der Branchen- und Unternehmungsmix nicht konstant. Viele Unternehmen sind ausgeschieden, andere sind dazugekommen. Ein Index wie der S&P 500, kann somit sehr wohl als Gradmesser für ein allgemeines Preisniveau dienen. Aktuell ist es so, dass wir für ein S&P 500 Unternehmen im Schnitt das 45.9 fache des Gewinns zahlen oder das 37.92 fache des inflationsbereinigten Durchschnittsgewinns der letzten zehn Jahre.

Die breite Investorenmasse scheint dies kaum zu beunruhigen. Machen wir ein kleines Rechnungsbeispiel: Wenn ich eine Firma zu einem KGV von 40 kaufe, dann muss ich rund 40 Jahre warten, bis meine Investition aus den jährlichen Firmengewinnen bezahlt ist.

Dies entspricht einer jährlichen Durchschnittsrendite von 2.5%. Jetzt werden viele aufmerksame Leser argumentieren: «Aber halt, da geht man ja davon aus, dass der Gewinn konstant bleibt und kein Wachstum erfährt!» Guter Einwand, aber das stimmt nicht ganz. Denn das hohe Gewinnwachstum wird sehr wohl erwartet, darum zahlen viele Käufer das 40-fache vom aktuellen Gewinn. Nicht weil Sie pro Jahr 2.5% Rendite wollen, sondern weil Sie eine klare Gewinnsteigerung erwarten. Die Erwartung ist also bereits im Preis. Wer den Investorenbrief vom Q1 2021 gelesen hat, der weiss, dass der Aktienmarkt eine offene Auktion ist und dass sich in diesem System die «Wettquoten» verändern. (Investorenbrief vom 09.04.2021, Abschnitt 1, Absätze 6, 7 und 8)

Es gibt keine gute Investition ohne Berücksichtigung des Preises. Wir dürfen diesen Leitsatz besonders in guten Börsenzeiten nicht vergessen. Für uns ist es eine grosse Herausforderung in dieser Zeit gute Investments zu finden.

2. Riskmanagement

Wie sie wissen, verstecken wir uns nicht gerne hinter mathematischen Kennzahlen, um das Risiko unserer Portfolios zu messen. Die Volatilität als Risikomass wird aus unserer Sicht überschätzt und kann das tatsächliche Risiko eines Portfolios nur ungenügend abbilden. Wir sehen ein, dass die Kennzahlen wie Volatilität, Sharpe Ratio usw. eine nützliche Grundlage sind, wenn es um die Vergleichbarkeit von Anlagen geht. Mehr aber nicht. Für uns ist das Portfoliorisiko, das unternehmerische Risiko der Unternehmen, in denen wir investiert sind. Für uns ist ein Aktienkorb keine mathematische Optimierungsformel, sondern eine Auswahl an guten Unternehmen. Die Risiken, die herbei entstehen sind u.a. folgende:

- Wir zahlen zu viel für das Unternehmen.
- Wir übersehen unternehmensspezifische Risiken, die wir nicht wollen. (Bsp. Starke Abhängigkeit von einzelnen Rohstoffpreisen)
- Wir liegen falsch in unserer Einschätzung bezüglich der Zukunft eines Unternehmens.

Das grösste Risiko ist somit ein nachhaltiger Kapitalverlust auf dem eingesetzten Kapital und nicht die Preisschwankung der Aktie.

Wie reduzieren wir also die Risiken?

Das Risikomanagement beginnt bei der Titelselektion. Es ist Teil unserer Research Arbeit. Bevor wir eine Firma kaufen, müssen wir uns Gedanken machen über Risiken und Gegenwinde, die auf die Firma zukommen können. Wir werden vielleicht nicht alles sehen. Das was wir sehen, müssen wir in den prognostizierten Zahlen abbilden und testen, ob die Firma ein negatives Szenario überleben kann. Auch in einem negativen Szenario muss die Firma auf eine Bewertung kommen, mit der wir leben können.

Wenn wir bei den Risikoüberlegungen merken, dass es eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für ein «out of the game» Szenario (Bankrott, schlechtere Marktstellung, technische Überholung etc.) gibt, dann werden wir nicht in die Firma investieren.

Über die Positionsgrösse dosieren wir unsere Risikobereitschaft für ein einzelnes Unternehmen. Je höher der Überzeugungsgrad, desto grösser die Position.

Ein sehr wichtiger Faktor ist der Preis. Je höher der Preis einer Anlage im Vergleich zum inneren Wert desto grösser das Risiko. Je tiefer der Preis im Vergleich zum inneren Wert, desto geringer das Risiko. Es kommt vor, dass wir einzelne Positionen «trimmen» (daher reduzieren oder aufstocken) um das Preisrisiko zu reduzieren.

3. Referenzportfolio Active Advisory Partners AG (Aktienzertifikat, Valor 56 677 982)

Performance and risk metrics AMC Q2 2021 (YTD per 30.06.2021)

	YTD	Seit Lancierung Zertifikat (16.10.2020)
AAP Zertifikat (nach Kosten)	15.29 %	19.91 %
MSCI World	13.41 %	23.64 %
SPI	14.72%	20.49 %

	Volatilität p.a.	Max. Drawdown	Sharpe Ratio
AAP Zertifikat	11 %	-7.06%	1.81

4. Im Fokus

Am 18.11.2020 haben wir zu einem Durchschnittspreis von 249 USD pro Aktie eine Beteiligung an Biogen aufgebaut. Als wir Biogen gekauft haben, war es nicht eine spekulative Überlegung bezüglich der Zulassung des neuen Alzheimermedikaments namens «Aducanumab». Wir haben Biogen als Biotechfirma gekauft, die spezialisiert ist auf die Behandlung von Multiple Sklerose Erkrankungen. Zu diesem Zeitpunkt stand Biogen unter grossem Druck, denn die Patente für Ihre Blockbuster Medikamente laufen in den nächsten Jahren sukzessive aus. Der Markt war sehr besorgt darüber, dass Biogen massive Marktanteile verlieren könnte. Wir haben die Zahlen abgebildet und mit einem sehr negativen Szenario von einem Umsatzverlust von ca. 30% ab 2021 gerechnet. Mit diesem Umsatzverlust und bedeutend schwächerer Margen haben wir immer noch eine leichte Unterbewertung erhalten. Ausserdem: Wenn wir andere Fällen von Patentverlusten studieren, so sehen wir, dass die Unternehmen welche durch Generika konkurrenziert werden nicht ganz hilflos dastehen. Die Bekanntheit des ersten Medikaments, das Vertriebsnetzwerk sowie ein potenzieller Preiskampf kann grössere Umsatzzellen verhindern. Wir rechnen damit, dass Biogen eine gute Verteidigungsstrategie umsetzen wird. Das Unternehmen überzeugt ausserdem durch die hohe Kapitalrentabilität seit min. 10 Jahren und einem glaubwürdigen Management. Aus unserer Sicht war im Preis eine gratis Calloption enthalten, nämlich die mögliche Zulassung des Alzheimermedikaments. Die Entwicklungskosten flossen in unsere Berechnung ein, der mögliche Ertrag nicht. Was uns bei Biogen eher ein wenig Sorgen machte, war der hohe Goodwill Anteil in der Bilanz, welcher wir nicht gerne sehen. Wir beobachten die Situation rund um Biogen genau und sind aktuell mit der schwierigen

Aufgabe konfrontiert, die Gefahr von neuen Zulassungen rund um das Thema Alzheimerbehandlungen zu evaluieren. Biogen ist ein neues Unternehmen mit einem zweiten Standbein. Wir können das zweite Standbein noch nicht genau bewerten. Wir haben aufgrund des hohen Preises und der schwierigen Abschätzbarkeit künftiger Erträge einen Teil der Position verkauft und einen guten Gewinn mitgenommen.

5. Schlusswort

Ich danke der Leserschaft für das Interesse. Insbesondere bedanke ich mich bei meinen Kunden für ihre Treue und für das mir entgegengebrachte Vertrauen. Ich freue mich auf den Austausch mit Ihnen und wünsche allen viel Erfolg beim Investieren.

Freundliche Grüsse



Giovanni Bartolotta
Geschäftsführender Partner Active Advisory Partners AG