

AAP Investoren Brief Q4 2021

Solothurn, 15.02.2022

Performance

Daten per 31.12.2021

Jahr	AAP Zertifikat	SPI	MSCI World
2020 (Ab 16. Oktober)	+ 4%	+ 5.87%	+ 10.43%
2021 (YTD)	+ 3.77%	+ 23.38%	+ 20.14%
Gesamtpformance (Seit Lancierung)	+ 7.93%	+ 29.11%	+ 32.44%
Annualisierte Rendite	+ 6.52%	+ 23.55%	+ 26.18%

Quellen: Markets Insider (Financial Times), UBS Quotes, ZKB

«Be greedy when others are fearful and be fearful when others are greedy» Warren Buffet

Liebe Kundinnen und Kunden (nachfolgend Kunden)

Liebe Investorinnen und Investoren (nachfolgend Investoren)

Unser Aktienzertifikat (AMC) hat das Anlagejahr 2021 mit einer Performance von + 3.77% abgeschlossen. Um es vorweg zu nehmen: Ja, es hätte im Börsenjahr 2021 mehr sein können. Die Märkte haben stärker zugelegt als unser Zertifikat. Dies, weil wir im AMC konzentrierte Positionen halten, die im letzten Jahr stark korrigiert haben. Allen voran Alibaba. Wir glauben fest an die Positionen die wir halten und sind uns bewusst, dass die Neubewertungen unserer Aktien nicht auf einzelne Kalenderjahre abgestimmt werden können. Auch sind wir zuversichtlich was das Potenzial des AMC's angeht, halten wir doch im Schnitt einen gewichteten Bewertungsabschlag von rund 20% auf unseren intrinsischen Werten.

1. Positionsgrößen

Rückblickend würden wir im Anlagejahr ein paar Dinge optimieren. Wie gesagt, glauben wir an die Unternehmen die wir halten, und die Meisten von denen handeln heute zu einem Abschlag gegenüber dem inneren Wert. Seid nicht besorgt, dass der innere Wert zu sehr auf rein mathematischen Kennzahlen basiert. Um den inneren Wert eines Unternehmens zu bestimmen, braucht es weitaus mehr als eine Cash-Flow Abdiskontierung oder einen Vergleich der Bewertungsmultiples. Wäre es so einfach, gäbe es keine Unterbewertungen, weil dieses Problem mit einem Algorithmus gelöst werden könnte. Vielmehr geht es darum, alle verfügbaren Bewertungsmöglichkeiten einfließen zu lassen, um diese einzeln und zusammenhängend plausibilisieren zu können. Einen besonderen Stellenwert nimmt hierbei die qualitative Bewertung ein, welche hilft sogenannte «Value traps» also Bewertungsfallen zu vermeiden. Bisher konnten wir aus unserer Sicht «Value Traps» vermeiden und trotzdem fragt sich der eine oder andere Anleger, warum die Performance des AMC's so sensitiv auf Preisbewegungen einzelner Aktien reagiert.

Auf diese Frage gibt es zwei klare Antworten:

1. Qualitätstitel, die zu einem Abschlag käuflich sind, haben kurzfristige Probleme. Gäbe es diese Probleme nicht, gäbe es die Preisabschläge nicht. Es ist unsere Aufgabe zu beurteilen, ob diese Probleme für die Firma nachhaltig schädlich sind oder temporärer Natur sind. Wenn wir also eine Firma kaufen, die vorübergehend mit Gegenwinden zu kämpfen hat, dann werden sich die Gegenwinde nicht innerhalb von ein paar Wochen in Rückenwinde transformieren. Auf Unternehmensebene brauchen Veränderungen Zeit. Wenn wir also eine Firma kaufen, dann haben wir eine Überzeugung, dass die Schwierigkeiten oder Gegenwinde temporärer Natur sind, aber wir wissen definitiv nicht, wann die Neubewertung einsetzt. Es ist also unsere Aufgabe als Investoren, eine Opportunität wahrzunehmen und es ist nicht unsere Aufgabe darauf zu setzen wann die Preise steigen werden.
2. Die zweite Antwort auf die Frage liefern uns die Positionsgrößen. Wir sind also überzeugt, dass es bei einer Firma eine Fehlbewertung im Markt gibt und daher investieren wir. So weit so gut. Doch die Frage ist nun mit welcher Gewichtung? Sollen es 1%, 2%, 5% oder 20% des Anlagevermögens sein? Als überzeugte Langzeitinvestoren betrachten wir die Portfolioschwankung nicht als Risiko und möchten bei einem grossen Überzeugungsgrad nicht nur 1 oder 2% in das Portfolio allozieren. Demzufolge haben wir im letzten Jahr von Anfang an mit grösseren Positionen investiert, was sich im aktuellen Umfeld negativ auf die Performance auswirkt.

2. Im Fokus: Seritage Growth Properties (SRG)

SRG wurde im Jahr 2015 als Spin-off von der Sears Holding gegründet, um das gesamte Immobilienportfolio der Einzelhandelskette Sears auszugliedern. Die Warenhauskette Sears hatte mit SRG vorteilhafte Mietverträge, welche ihnen eine geringe Miete zusicherte. Das war gut für Sears aber weniger erfreulich für SRG. Im Jahr 2018 leitete Sears das Insolvenzverfahren unter Chapter 11 ein. (Chapter 11 ist ein Sanierungs- oder Reorganisationsverfahren für US-Unternehmen, welches sich vom schweizerischen Insolvenzverfahren in gewissen Punkten unterscheidet) Bis heute gibt es noch ein paar wenige geöffnete Stores. Die meisten Flächen innerhalb der SRG Immobilien wurden von Sears in der Zwischenzeit geräumt und auch die restlichen Flächen werden frei. SRG ist somit eine eigene unabhängige Immobilienfirma, welche sich von Sears befreien konnte.

Seritage hält, entwickelt und verkauft Liegenschaften im Wohn- und Geschäftsbereich verteilt in mehreren Bundesstaaten in den USA.

Per 30.06.2021 sieht die Situation bei SRG wie folgt aus:

- 170 Immobilien in den USA
- 25.9 Millionen m² vermietbare Flächen.
- 23 Millionen m² Land zum Entwickeln oder verkaufen.

Das Total von Land und Gebäuden ist in der Bilanz mit 2.23 Milliarden USD bewertet. (Stand per 30.09.2021) Wenn wir die Verkäufe der Liegenschaften von SRG anschauen, so sieht man deutlich, dass der Bilanzwert sehr tief angesetzt ist. Ein realer, durchschnittlicher Verkehrswert liegt eher bei 3.5 Milliarden USD. Gehen wir aber vom tieferen Wert aus.

Die Nettoschulden abzüglich Nettoliquidität betragen 1.62 Milliarden USD. Hier sind auch die Vorzugsaktien als Schulden aufgeführt.

Wenn wir bei SRG einen Wert eruieren wollen dann sollten wir uns in dieser Phase auf den Nettowert sprich den Liquidationswert der Bilanz konzentrieren. Weil viele Liegenschaften entweder verkauft oder entwickelt werden müssen und die Mietpreise nach oben angepasst werden müssen, hilft uns hier eine Bewertungsmethode nach Discounted Cash Flow oder P/E Multiples ziemlich wenig. Insbesondere müssen wir berücksichtigen, dass SRG aktuell jährlich ca. 100-120 Mio USD Cash verbraucht. Konzentrieren wir uns also auf den Liquidationswert, welcher sich wie folgt berechnen lässt:

Total Assets zu Buchwerten – Nettoschulden = Liquidationswert.

2'23 Milliarden USD – 1.62 Milliarden USD = 610 Millionen USD.

Die aufmerksamen Leserinnen und Leser werden nun anmerken, dass wir diesen Wert nicht als Liquidationswert nehmen können, da bei einer möglichen Liquidation verschiedene Anspruchsgruppen bedient werden müssen. Das mag wohl stimmen und diese Summe ist schwierig abzuschätzen. Daher müssen wir in unserer Berechnung noch ein wenig Sicherheit einbauen für folgende Risiken:

- Immobilienpreise, die korrigieren aufgrund von steigenden Zinsen.
- Das Management von SRG macht einen schlechten Job und die Ziele werden nicht erreicht.
- Aufgrund einer schlechteren Wirtschaftslage, bleiben viele Mietflächen unvermietet oder zu tiefen Preisen vermietet.

- Schlechtere Vermietbarkeit durch Konkurrenz.
- Verlust von Ankermieter.
- Der Cashverbrauch frisst die Substanz auf und SRG ist gezwungen vielversprechende Immobilien zu verkaufen.

Im Zusammenhang mit SRG sind das die wichtigsten Risiken nebst vielen unvorhersehbaren Risiken, die jedes Investment mit sich bringt.

Das Immobilienportfolio hat eine Marktbewertung von rund 3.5 Milliarden USD. Wir rechnen mit 2.23 Milliarden USD. Daher haben wir einen Bewertungsabschlag auf den Liegenschaften von rund 35% eingerechnet. (1.23 Milliarden USD Sicherheitsmarge) Diese Marge sollte doch einige der oben aufgeführten Risiken berücksichtigen. Gehen wir noch einen Schritt weiter und sagen wir, dass wir eine zusätzliche Sicherheitsmarge von 25% auf unserer Berechnung haben wollen.

Das wären dann 610 Millionen USD $-25\% = 457$ Millionen USD.

Wenn man die Vorzugsaktien herausrechnet, so sind aktuell 43.631 Millionen Aktien ausstehend. Was einem Liquidationspreis pro Aktie von 10.47 USD ausmacht.

Die Aktie handelt aktuell bei 9.38 USD. (Stand 08.02.2022)

Aus meiner Sicht haben wir ein Investment unter dem Liquidationswert. Schauen wir aber das mögliche Upside an. Leider ist das sehr schwierig zu berechnen, aber wir haben hier eine Gesellschaft die mehrere Hebel in der Hand hat und den Preis in wenigen Jahren realistischerweise auf 20-40 USD pro Aktie heben kann. (Übrigens der Preis von SRG vor Corona war bei 40 USD)

1. Sie können Liegenschaften verkaufen und die Schulden zurückzahlen.
2. Sie können Liegenschaften entwickeln und so die vermietbare Flächen vervielfachen.
3. Sie können die Mieten an die normalen Mietniveaus anpassen.

Die Chancen stehen aus unserer Sicht gut, dass SRG die Hebel so einsetzen, dass eine Höherbewertung Sinn ergibt.

3. 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