

AAP Investoren Brief Q4 2022

Solothurn, 08.02.2023

Performance

Daten per 31.12.2022

Daten in CHF

Jahr	AAP Zertifikat TR (CHF, nach Kosten)	SPI TR (CHF)	MSCI World TR (CHF)
2020 (Ab 16. Oktober)	+4%	+4.64%	+6.86%
2021	+3.77%	+23.38%	+25.42%
2022	-35.22%	-16.91%	-18.15%
Gesamtpformance (Seit 16.10.2020)	-30.17%	+7.83%	+10.98%
Annualisierte Rendite	-15.03%	+3.48%	+4.84%

Quelle: Bloomberg

SPI TR und MSCI World TR vor Kosten. AAP Zertifikat nach Kosten.

Daten in CHF

«Zurück zur Normalität?»

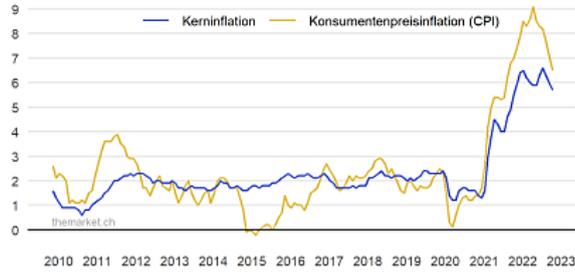
Liebe Kundinnen und Kunden (nachfolgend Kunden)

Liebe Investorinnen und Investoren (nachfolgend Investoren)

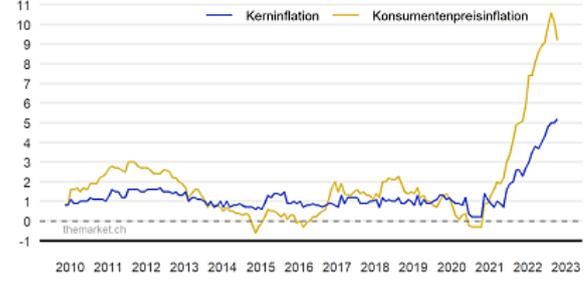
Die Inflation in den USA sinkt und vieles deutet darauf hin, dass der Inflationspeak erreicht ist. (Siehe Grafik 1) Die sinkenden Inflationszahlen wecken im Markt die Erwartung auf eine expansivere Geldpolitik ab dem Q4 des aktuellen Geschäftsjahres. Dabei ist eine Diskrepanz zu erkennen zwischen dem, was die FED sagt und dem was der Markt einpreist. (Siehe Grafik 2)

Grafik 1:

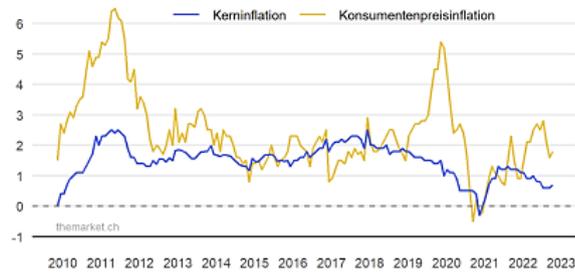
USA



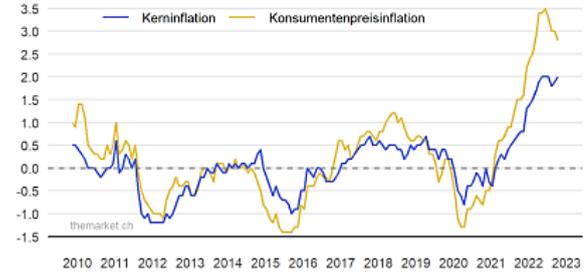
Eurozone



China

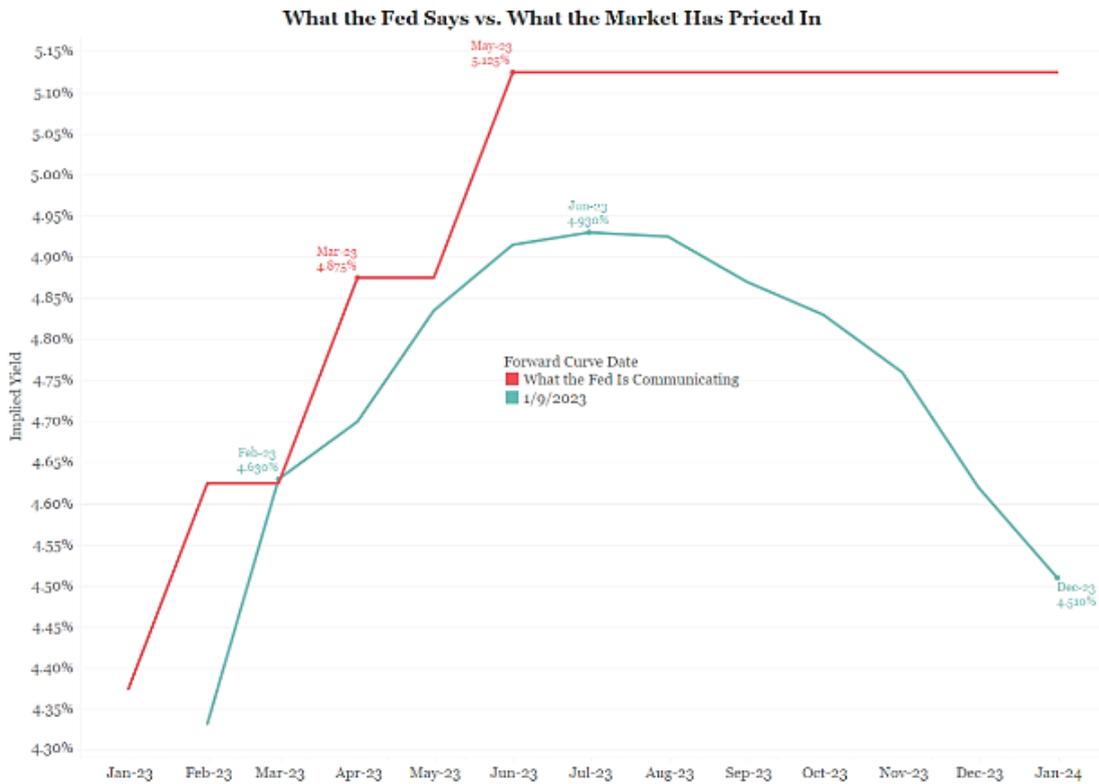


Schweiz



Quelle: Bloomberg, themarket.ch

Grafik 2:



Quelle: Bianco Research

Ich frage mich, wer am Ende recht haben wird? Wenn man den Bondinvestoren glauben will, so ist die Antwort klar: Der Markt und nicht die FED. Ich persönlich bin da vorsichtiger, denn es spielen viele unvorhersehbare Faktoren eine wichtige Rolle. Sollte es beispielsweise nicht zu einer Rezession kommen, könnte die FED über eine längere Zeit die Zinsen hochhalten, um positive Realzinsen zu erreichen. Fakt ist, dass der Markt aktuell auf der erwarteten Zinskurve und nicht auf der FED-Zinskurve die Aktien abdiskontiert. Sollte sich also die erwartete Zinskurve der FED-Zinskurve anpassen müssen, so erscheint mir eine Neubewertung mit tieferen Preisen ein mögliches Szenario.

Falls sich diese Diskrepanz ausweitet, besteht die Gefahr, dass zu viel «Zurück zur Normalität» in den Markt eingepreist wird. In solch einem Szenario empfinden die Marktteilnehmer die historisch tiefen Zinsen der letzten 15 Jahren als normale Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte. Das wiederum könnte ein Trugschluss sein, denn ein Zinsniveau um die 4% ist aus historischer Sicht durchaus normal. Eher atypisch waren daher die sehr tiefen Zinsen über einen sehr langen Zeitraum.

Gesamtpformance 2022

Als letzter Investorenbrief zum Geschäftsjahr 2022 möchte ich noch ein paar Bemerkungen zu der Rendite des Zertifikats anbringen:

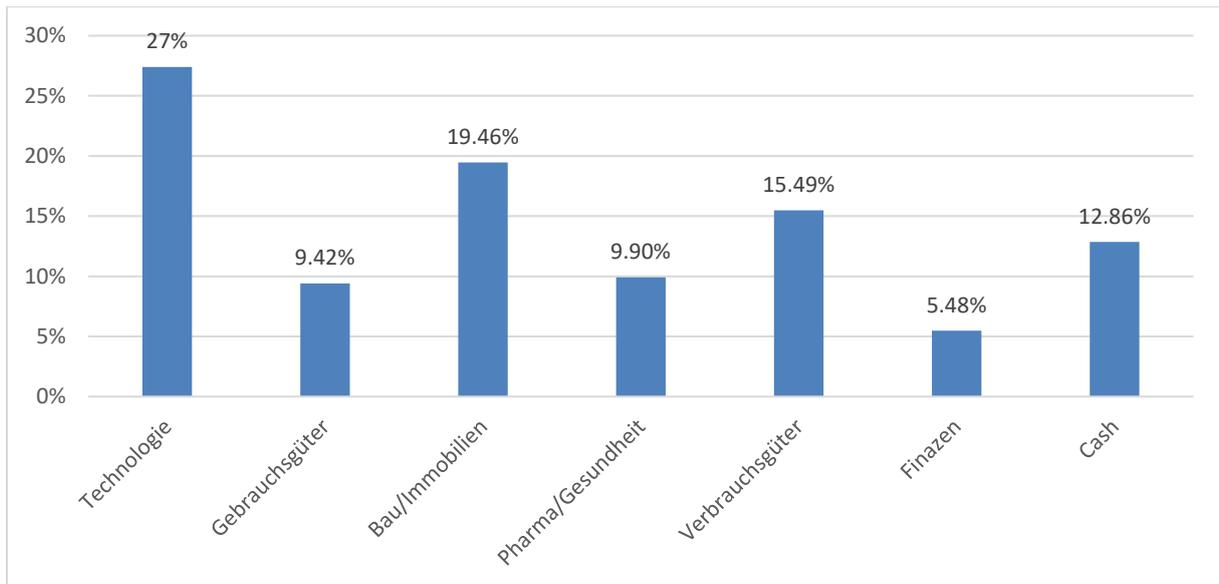
Das Zertifikat weist im 2022 eine Unterperformance gegenüber den beiden Vergleichsindizes MSCI World und SPI aus. Dies ist vorwiegend auf das relativ hohe Exposure in Tech Aktien zurückzuführen. Bei steigenden Zinsen werden Technologieaktien übermässig abgestraft, weil der Diskontfaktor für zukünftige Gewinne den Barwert der Anlage erheblich reduziert. Wir sind der Meinung, dass unsere Titel übermässig abgestraft wurden und eine hohe Korrelation zum Nasdaq viele Techfirmen indifferenziert in Mitleidenschaft gezogen hat. (Im 2022 verliert der Nasdaq rund -33%.)

Was zusätzlich auf den Preisen unserer Tech Investments lastet, sind regulatorische Themen wie im Fall von Facebook (Meta), Transformationsbemühungen der Unternehmen selbst (Auch hier kann ich Meta als Beispiel anbringen) und disruptive Technologien aus dem Bereich der künstlichen Intelligenz wie beispielsweise Chat GPT 3. Mit einem Sektorexposure im Bereich Technologie von ca. 27% sind wir von diesen Themen stark betroffen. Wir sind aber der Meinung, dass zu viel negative Szenarien in einzelnen Titeln wie Meta oder Alphabet eingepreist sind und diese Firmen dadurch zu sehr hohen Abschlägen zum inneren Wert gehandelt werden.

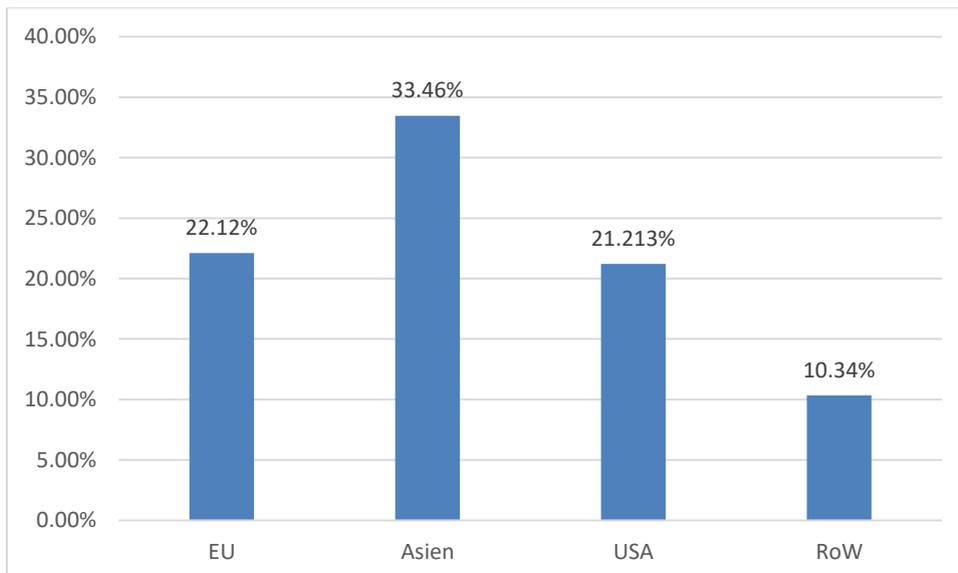
Portfolioansicht

Für das Geschäftsjahr 2022 (Weitgehend auch im Q1 2023 zustimmend) zeige ich Euch folgend eine Portfolioansicht bezogen auf das Sektor Risiko und auf das Regionen Risiko (Nach Umsatz). Ausserdem haben wir den gewichteten Durchschnitt berechnet für diejenigen Finanzkennzahlen, die wir als besonders wichtig erachten.

Sektorexposure



Geographischer Exposure nach Umsatz



Durchschnittswerte der Finanzkennzahlen im Portfolio

ROIC 16.1%
Brutto Marge 47.79%
Operative Marge 15%
Cash Umwandlungsrate 87.37%
Zinsdeckungsfaktor 48.63

1. Im Fokus: Seritage Growth Properties (SRG) zum Zweiten

Gerne gebe ich Euch ein Update zu Seritage Growth Properties. Wie Ihr wisst, hatte ich schon im Investorenbrief vom Q4 2021 über diese Position geschrieben. Damals stellte sich die Situation wie folgt dar:

Total Assets zu Buchwerten – Nettoschulden = Liquidationswert.

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

In der Zwischenzeit ist viel passiert und das Management bei Seritage hat richtigerweise entschieden, die eigenständige Weiterentwicklung einzelner Areale zu sistieren und den ganzen Liegenschaftsbestand zu liquidieren. Die Erlöse sollen dann den Aktionären als Liquidationserlös ausgeschüttet werden. Das sind gute Nachrichten und das Management hat eine Ausschüttung von 18.5 – 23 USD pro Aktie in Aussicht gestellt in einem Zeitraum von ca. 2 Jahren. In der Zwischenzeit hat SRG ca. 2/3 aller Liegenschaften an schlechter Lage verkauft. Daher werden die Verkäufe, die nun kommen werden, eher grössere, wertvollere Liegenschaften betreffen. Zudem hat es SRG trotz den Umständen aufgrund der steigenden Zinsen vorzeitig geschafft, das Fremdkapital auf noch 800 Mio USD zu reduzieren und so den Kredit bis in das Jahr 2025 zu verlängern.

Die Situation stellt sich neu wie folgt dar:

1.8 Mia USD an Immobilien (Berechnet aus den Angaben des Managements)
– 800 Mio USD an Schulden
= 1 Mia USD Liquidationswert.

Im Vergleich zur Ausgangslage in meinem Brief vom Q4 2021 hat sich die Lage sehr verbessert. Die gestiegenen Zinsen und eine drohende Rezession bleiben die grössten erkennbaren Risiken für SRG.

2. Schlusswort

Ich danke der Leserschaft für das Interesse. Insbesondere bedanke ich mich bei unseren Kunden für ihre Treue und für das uns 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