

Aktie im Fokus Mai 2024

Calgro M3 Holdings – Ein Turnaround, den nur wenige sehen

Konträre Gelegenheiten

Wer an den Aktienmärkten nach günstigen Einstiegsgemeinheiten sucht, ist häufig dann erfolgreich, wenn er eine konträre Meinung zu allgemein akzeptierten Ansichten einnimmt. Das kann den Zustand oder die Aussichten eines einzelnen Unternehmens betreffen, aber auch ganze Branchen oder Länder umfassen. Gelegentlich treffen auch alle diese Faktoren auf eine Situation zu. Dabei ist es natürlich Unsinn, **grundsätzlich** eine konträre Haltung einzunehmen, denn zumeist überschätzen wir unsere Fähigkeiten und unterschätzen die Intelligenz der Masse. Man könnte sagen, als Individuen sind wir dümmer als wir denken. Es ist daher wichtig, nicht nur die eigene Position mit fundierten Fakten vertreten zu können, sondern auch die Gründe für die Zurückhaltung anderer Investoren zu kennen. Der verstorbene Charlie Munger drückte dies wie folgt aus: *“When you locate a bargain, you must ask, ‘Why me, God? Why am I the only one who could find this bargain?’”*

Perspektive Asset Management AG
Feringastrasse 7A
85774 Unterföhring



Patrick Petermeier, CIIA
Fondsmanager
p.petermeier@perspektive-ag.com

Was andere mit der Kneifzange nicht anfassen, ...

...erweckt unser Interesse. So auch der südafrikanische Immobilienmarkt und insbesondere der Immobilienentwickler Calgro M3 Holding zu Beginn des Jahres 2023. Das Unternehmen hat eine bewegte Vergangenheit hinter sich. Zwischen 2011 und 2016 herrschte eine hervorragende Stimmung am südafrikanischen Immobilienmarkt. Niedrige Hypothekenzinsen und erhebliche Wertsteigerungen der Immobilien führten zu einer großen Nachfrage, welche Immobilienentwickler und Bauunternehmen gerne bedienten. Calgro konnte seinen Nettogewinn in diesem Zeitraum verzehnfachen, die Aktie des Unternehmens stieg um das 40-fache! Calgro avancierte zu einem Börsenstar in Südafrika.

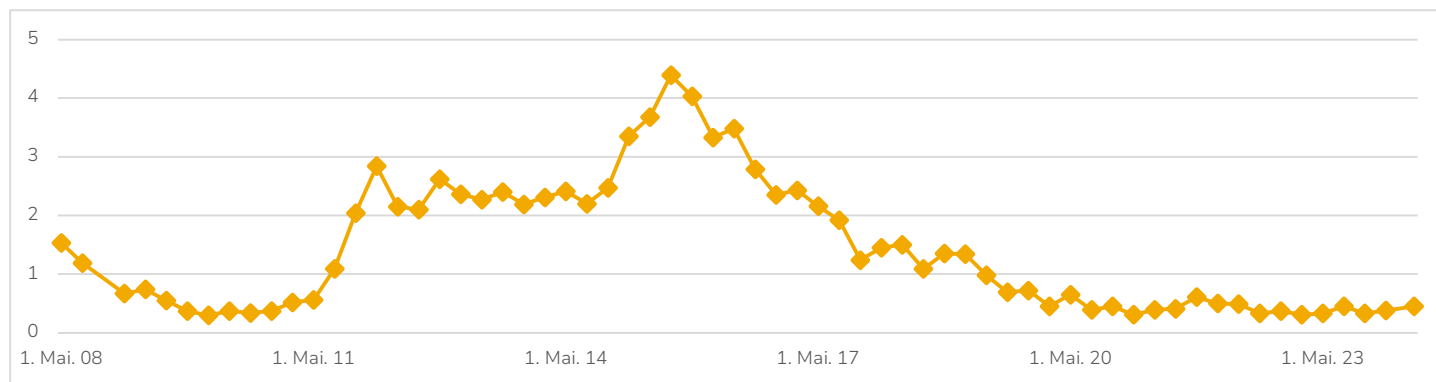
Eine Kombination aus branchenweiten Problemen, schlechter Managemententscheidungen und einer Überbewertung der Aktie ließen den Kurs in den Folgejahren um mehr als 90% einbrechen (siehe Grafik 1). Der einstige Börsenliebling wurde zum Fallen Angel.



Grafik 1: Calgro M3 Holding Kursentwicklung 01.01.2010 bis 07.06.2024; Quelle: TIKR.com, Stand: 10.06.2024

Doch wie wir es an der Börse häufig erleben, übertreiben die Märkte sowohl nach oben als auch nach unten. Trotz struktureller Probleme und gestiegener Finanzierungskosten sind Wohnimmobilien in Südafrika weiterhin gefragt. Auf ca. 60 Millionen Einwohner kommen gerade einmal 6,7 Millionen Wohneinheiten. Der Rückstau, derzeit etwa 5,5 Millionen Wohnungen, wächst jedes Jahr um weitere 75.000 Einheiten an. Die Nachfrage übersteigt das Angebot immer noch bei Weitem.

Unsere Aufmerksamkeit erregt die niedrige Bewertung, welche die gute Verfassung des Gesamtmarktes nicht widerspiegelte. Während das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) des Unternehmens in der Spitze mehr als 4 erreichte, notierte die Aktie im Jahr 2023 zu einem Abschlag von etwa 70% auf den Buchwert des Eigenkapitals, also zu einem KBV von 0,3! Ein dauerhaft unprofitables Unternehmen würde eine solche Bewertung unter Umständen rechtfertigen, Calgro erzielte jedoch in jedem Jahr nach dem Geschäftsjahr 2006 einen Jahresüberschuss, wodurch die Aktie 2023 zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von lediglich 2(!) notierte.

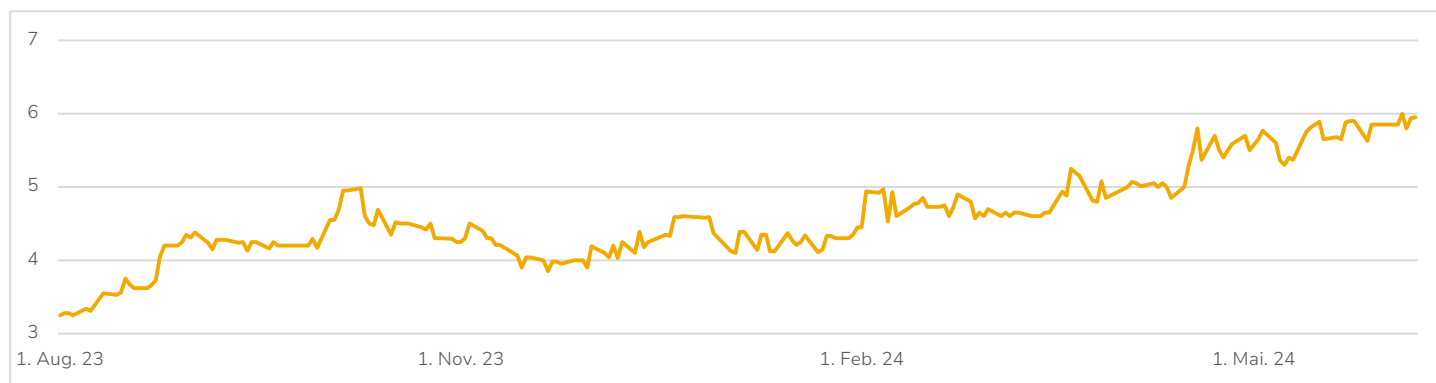


Grafik 2: Calgro M3 Holding Historisches Kurs-Buchwert-Verhältnis; Quelle: TIKR.com, Stand: 10.06.2024

Grund genug für uns mit dem Management zu sprechen und siehe da, wir haben etwas vorgefunden, das es bei börsennotierten Gesellschaften selten gibt: Eine Unternehmensführung, welche Fehler eingesteht und aktiv an Verbesserungen arbeiten. So baut man die Wohnkomplexe nicht mehr selbst, sondern vergibt die Aufträge an Bauunternehmen. Der Vorteil: Die Quote der variablen Kosten ist deutlich angestiegen und die Aufwendungen können ggf. mit der Nachfrage reduziert werden. Bei der Erschließung von Grundstücken verlässt sich Calgro nicht mehr auf die lokalen Behörden, sondern übernimmt dies selbst. Zwar erhöht dieses Vorgehen die Kosten, führt jedoch auch zu einer zuverlässigeren Planung.

Neben den operativen Verbesserungen zeigt das Management mittlerweile ein ausgezeichnetes Verständnis für Kapitalallokation. So betreibt Calgro heute private Friedhöfe (in Südafrika weit verbreitet und notwendig), um ungeeignete Landabschnitte besser zu nutzen. In Zukunft soll der Cash Flow dieses Segments die gesamten Administrativen Kosten des Unternehmens tragen können. Auch die erhebliche Unterbewertung der Aktie hat die Unternehmensführung erkannt und etwa 20% der ausstehenden Aktien zurückgekauft. Für das abgelaufene Geschäftsjahr zahlt man nun erstmals eine Dividende.

Der Markt beginnt nur zaghaft den Wert des Unternehmens zu erkennen. Zwar konnte der Kurs seit unserem ersten Kauf um etwa 60% zulegen, der Abschlag auf den Buchwert des Eigenkapital beläuft sich jedoch immer noch auf 50%, das KGV auf etwa 3, trotz gestiegener Erträge und verbesserter Rentabilität.



Grafik 3: Calgro M3 Holding Kursentwicklung 01.08.2013 bis 07.06.2024; Quelle: TIKR.com, Stand: 10.06.2024

Übersehen wir hier etwas? Warum ist der Markt weniger von der Aktie des Unternehmens überzeugt?

„Why me god?“

Der erste negative Aspekt einer Investition in Calgro liegt auf der Hand: Wir investieren in Südafrika. Zwar verfügt das Land über die stärkste Wirtschaft des Kontinents, ist jedoch auch geprägt von Kriminalität, Korruption, hoher Arbeitslosigkeit und niedrigem Wirtschaftswachstum. Wer hier investiert, muss mit höheren Schwankungen, nicht nur bei Aktien, sondern auch auf der Währungsseite, rechnen. Im Rahmen der strategischen Assetallokation finden sich sicherlich attraktivere Orte, um Geld anzulegen. Und trotzdem erklärt dies den Bewertungsabschlag nur unzureichend. Der MSCI South Africa notiert mit einem KGV von etwa 13 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von ca. 1,6 deutlich höher als Calgro. Die Gründe sind demnach eher Branchen- oder Unternehmensspezifisch.

Ein Blick auf die Industrie und Gespräche mit den Exekutives mehrerer Branchenvertreter zeigte uns, dass insbesondere die hohe Inflation und das in Folge angestiegene Zinsniveau auf die Stimmung schlägt. Investoren sind kritisch, was die künftige Nachfrage betrifft. Doch ein Downturn sollte nur kurzlebig und moderat ausfallen. In den wirtschaftlich stärkeren Regionen, diejenigen in denen Calgro operiert, zeigen sich die Banken bis dato jedoch immer noch bereit, Finanzierungen zu übernehmen. Auch das Zinsniveau dürfte im Zuge der fallenden Inflation wieder zurückgehen. Fallenden Hypothekenzinsen und Baukosten könnten früher oder später einen erneuten Nachfrageboom auslösen und damit einen neuen Zyklus begünstigen.

Der Hauptgrund für den Bewertungsabschlag sollte in der Größe des Unternehmens liegen. Nach dem starken Kursrückgang beträgt der Marktwert des Unternehmens gerade einmal ca. \$30 Millionen. Dementsprechend illiquide ist der Handel der Aktie. Wer sich bei Calgro engagiert, muss langfristig denken (was bei jedem Aktieninvestment der Fall sein sollte) und keine Angst vor erhöhter Volatilität haben. Dieser Umstand allein sollte viele institutionelle Investoren abschrecken. Zudem ist zu bedenken, dass größere Investmentmanager schlichtweg keine für sie relevante Position aufbauen können. Unternehmen mit einer solchen Marktkapitalisierung schaffen es kaum auf die Watchlist.

Fazit

Wir gehören zu den Investmentmanagern, die sich dazu in der Lage sehen, eine signifikante Position in einem kleinen Unternehmen aufzubauen, Volatilität zu ertragen und langfristig zu denken. Calgro ist mit etwa 7,6% in unserem Sustainable Smaller Companies ESG Fund und mit etwa 1,1% in unserem Perspektive OVID Equity ESG Fonds vertreten. Trotz Kursgewinnen halten wir die Aktie immer noch für deutlich zu günstig bewertet. Selbst wenn in den kommenden Quartalen oder Jahren weiteres Wachstum ausbleibt, alleine die laufenden Aktienrückkäufe und Dividenden sollten zu einer jährlichen Rendite von mehr als 10% führen. Sobald am südafrikanischen Immobilienmarkt wieder bessere Rahmenbedingungen vorherrschen, dürfte auch die Stimmung in der Branche drehen. Wird Calgro infolgedessen ein faires Bewertungsmultiple zugesprochen, sehen wir das Potenzial eines Vervielfachers. Die Downside sollte durch den NAV begrenzt sein. Wer höhere Volatilität und eine eingeschränkte Handelbarkeit akzeptieren kann, findet in Calgro ein ansprechendes asymmetrisches Chance-/Risikoverhältnis: „Heads I win, tails I don't lose much.“ (Monish Pabrai)

Disclaimer

Dies ist eine Werbemitteilung im Sinne des WpHG. In diesem Dokument enthaltene Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Merkmale des Fonds. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Wesentlichen Anlegerinformationen sind abrufbar unter: www.hansainvest.de. Dieses Dokument ist nur für Informationszwecke bestimmt und gilt nicht als Angebot für den Kauf oder Verkauf des Fonds. Der Fonds darf weder direkt noch indirekt in den USA vertrieben noch an US-Personen verkauft werden.

Unsere Fondslösungen:

[Perspektive OVID Equity ESG Fonds](#)

DE000A2DHTY3

DE 000A2ATBG9

[Sustainable Smaller Companies ESG](#)

Fund

DE000A2QDRX0

DE000A2QDRY8