Aktie im Fokus September 2026

Calgro M3 Holdings – Aktives Engagement

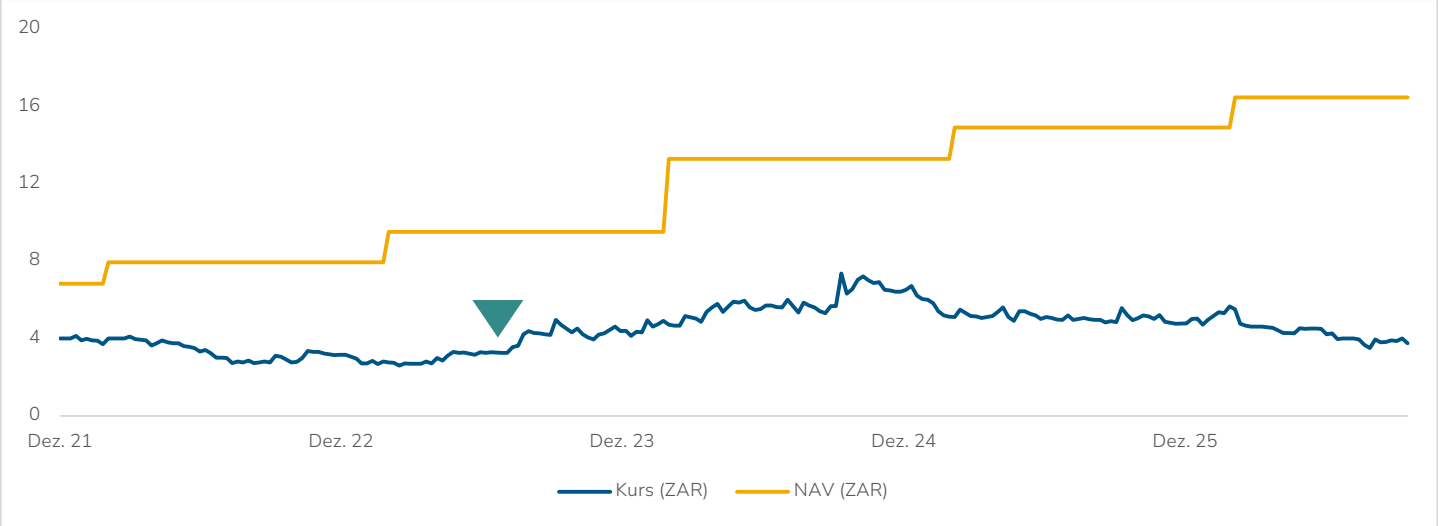
Kein Return, aber Opportunitätskosten

Perspektive Asset Management GmbH
Feringastraße 6
85774 Unterföhring



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

Im Mai 2024 berichteten wir von unserem Investment in Calgro M3 Holdings, einem kleinen südafrikanischen Immobilienentwickler, der deutlich unter seinem Substanzwert gehandelt wurde. Danach ist viel geschehen, nur nicht mit dem Aktienkurs. Seit unserem ersten Kauf im August 2023 bewegte sich der Kurs des Unternehmens unter hoher Volatilität seitwärts (siehe Grafik 1), obwohl der NAV (Net Asset Value) von ZAR9,50 auf ZAR16,44 anstieg. Heute notiert die Aktie zum einem KGV von etwa 2 und einem KBV von 0,25 – absurd günstig. Natürlich spiegelt die Bewertung zahlreiche Risikofaktoren wie eine schwächelnde Wirtschaft, hohe Inflationsraten und steigende Zinsen, wieder. Zudem ist es fraglich, wie werthaltig der ausgewiesene NAV in einem solchen Umfeld tatsächlich sein kann. Eine mögliche Abwertung ist jederzeit möglich. Und doch erscheint uns der Discount zu hoch. Wettbewerber Balwin wurde in diesem Jahr zu einem Kurs-NAV-Verhältnis von etwa 0,5 von der Börse genommen. Bei Calgro würde dies einem Aktienkurs von ca. ZAR8 entsprechen. Aktuell schwankt der Kurs um etwa ZAR4.



Grafik 1: Aktienkurs Calgro M3 Holdings 31.12.2021 bis 16.10.2026; Quelle: TIKR.com

Obwohl das Management unserer Ansicht nach einen guten Job macht, schafft es keinen Wert für die Aktionäre. Wir wollten uns einbringen und das Unternehmen bei der Hebung des Shareholder Value unterstützen. Im ersten Schritt machten wir Vorschläge zur Vergütungspolitik, denn „show me the incentive and I´ll show you the outcome“ (Charlie Munger).

Änderungen der Management Vergütung

Wir haben keine Bedenken hinsichtlich der Vergütungshöhe der Executives. Calgro zahlt gut, aber in einem marktüblichen Rahmen. Woran wir uns störten, waren die Ziele, welche den Managementbonus bestimmten.

Neben der fixen Vergütung erhielt das Management bisher einen kurzfristigen Bonus. Dieser wurde in der Höhe an den HEPS bemessen (Headline Earnings per Share). So führte beispielsweise ein HEPS Wachstum von mehr als 15% zu einem Bonuspool in Höhe von 6% des Profit after Tax. Ob und welcher Höhe der Pool an das Management ausgeschüttet wurde, hing von vier konkreten, unterschiedlich gewichteten Zielen ab:

(1) Finanzielle Ziele (insbesondere Bilanz) 40%
(2) Risikomanagement und Nachhaltigkeit 20%
(3) B-BBEE-/Empowerment-Ziele 20%
(4) Ermessen des Boards 20%

Zudem durfte das Board, auch wenn kein Bonuspool entstand (sinkende HEPS), einen Sonderbonus an das Management in Höhe von 20% der Fixvergütung zahlen. Unsere Kritik war klar: 1. Keines der Ziele bezieht sich auf eine Metrik, die Shareholder Value schafft. 2. Die finanziellen Ziele waren zu leicht zu erreichen (0,75 Net Debt/Equity) 3. Zu viel Ermessen seitens des Aufsichtsrates. Obwohl die HEPS in zwei aufeinanderfolgenden Jahren sanken, erhielt das Management einen Bonus. Wozu dann noch Ziele vereinbaren? Wir forderten daher eine erhebliche Änderung der Vergütungspolitik und unterbreiteten dem Aufsichtsrat einen ausgearbeiteten Vorschlag, dessen Bestandteile die Erhöhung des Shareholder Value in den Fokus rücken und einen diskretionäre Anteil beschränken sollten. Der Vorschlag beinhaltete unter anderem:

Unsere Fondslösungen:

Perspektive Global Equity Fonds
DE000A2DHTY3
DE 000A2ATBG9

Perspektive Small- & MidCap Opportunity Fonds
DE000A2QDRX0
DE000A2QDRY8

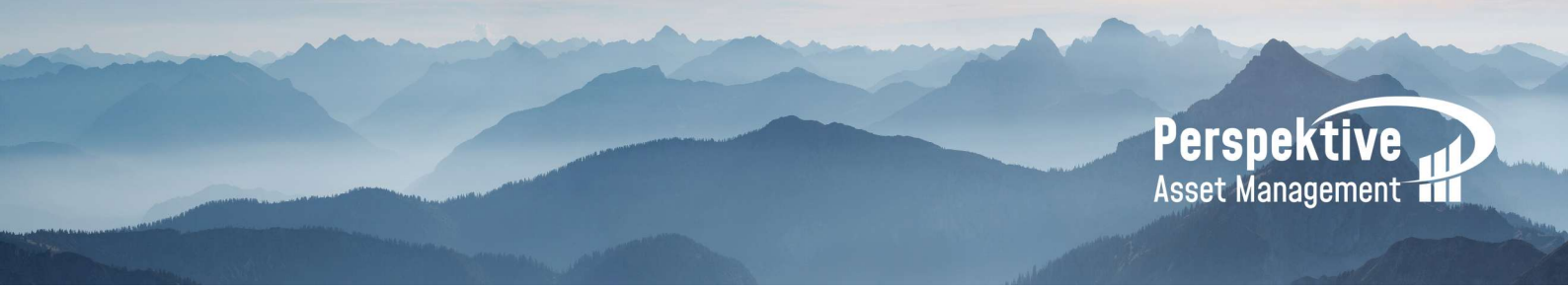
- Keine Bonuszahlung wenn HEPS sinken
- Retrun on invested Capital (ROIC) sollte Bestandteil der Zielsetzung sein
- Free Cash Flow sollte Bestandteil der Zielsetzung sein
- Reduzierung der Verschuldung und non-core Asset Verkauf als Ziele
- Über diskretionäre Zahlungen an das Management muss transparenter berichtet werden
- Generell transparentere Kommunikation der Ziele (Mindestgrößten, Höhe)
- Managementbonus muss an den Shareholder Return geknüpft sein

Im Oktober konnten wir gemeinsam mit anderen Großaktionären einen Vergütungsvorschlag von Calgro diskutieren und siehe da, ein großer Teil unserer Forderungen wird umgesetzt. Künftig sollen folgende Ziele gelten:

(1) HEPS Wachstum 20% (kein HEPS Wachstum, kein Bonus)
(2) Return on invested Capital 40%
(3) B-BBEE Performance (eine Nachhaltigkeitsmetrik) 20%
(4) Leverage/non-core Asset Verkauf 20%

Zudem wurden mehr Transparenz und deutliche Einschränkung bei den diskretionären Zahlungen angekündigt. Der Free Cash Flow wurde als Zielmetrik nicht berücksichtigt, da das Geschäftsmodell häufig enorme Vorleitungen in der Projektentwicklung verlangt. Diese Begründung können wir nachvollziehen.

Da die Long Term Incentives noch laufen, standen diese nicht zur Debatte. Bei den Short Term Incentives sehen wir einen großen Schritt in die richtige Richtung. Derzeit diskutieren wir noch über Verbesserungen bei der Kapitalallokation. Doch schon die neuen Managementziele sollten dazu führen, auch im Eigeninteresse der Executives. Für uns gilt: aktives Engagement lohnt sich. Als aktive Manager wollen wir uns davor nicht verschließen. Wir werden zwar sicher keine aktivistischen Investoren werden, aber auch in Zukunft mit unseren Portfoliounternehmen in einen Dialog treten und Verbesserungsvorschläge einbringen und gelegentlich auch nachdrücklich fordern.



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.