

## 8. Investorenbrief

Bericht zum 29.12.2023



Traunstein, den 17.01.2024

Liebe Anleger,

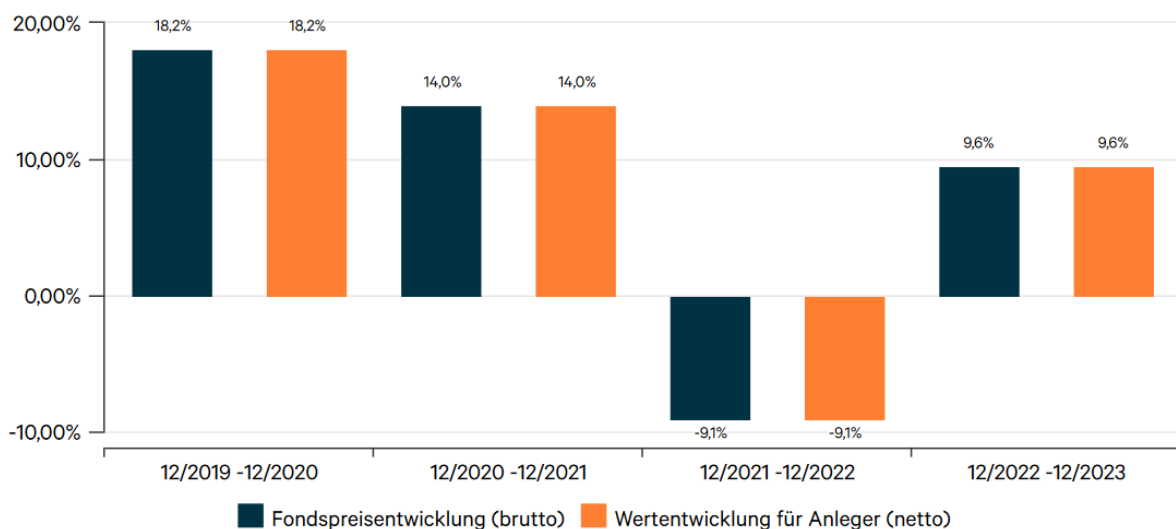
unser Fonds hielt zum Ende des Jahres Anteile an 38 Unternehmen. Die durchschnittliche Gewichtung pro Investment lag bei 2,5% bezogen auf das Fondsvolumen. Die zehn größten Investments machten 38,0% des Fondsvolumens aus. 4,2% des Fondsvolumens waren als Barmittel vorhanden. Der durchschnittliche Börsenwert unserer Unternehmen gemessen am Median lag über das Portfolio hinweg bei rund einer Milliarde Euro.

In 2023 legte der Anteilspreis unseres Fonds um 9,6% zu. Der MSCI World Small Cap Index legte in 2023 um 12,0% zu. Seit Ende 2021 haben Aktien von mittleren und kleineren Unternehmen eine Konsolidierungsphase durchlaufen. In den letzten 24 Monaten verlor der MSCI World Small Cap Index 3,7%, während der Anteilspreis unseres Fonds um 0,3% nachgab.

## Wertentwicklung WertArt Capital Fonds AMI seit Auflage:

Periode	Beginn		Fonds			
	Periode	Performance	Performance (annualisiert)	Volatilität	Sharpe Ratio	Max. Drawdown
1 Monat	30.11.2023	3,86 %		7,77 %		-1,09 %
laufendes Kalenderjahr	30.12.2022	9,59 %		9,90 %		-9,56 %
1 Jahr	30.12.2022	9,59 %		9,90 %	0,62	-9,56 %
3 Jahre	30.12.2020	13,58 %	4,34 %	12,21 %	0,27	-17,92 %
seit Auflage	11.03.2019	26,34 %	4,99 %	13,79 %	0,32	-28,41 %

### Rollierende 12-Monats-Wertentwicklung in %



Quelle: Ampega Investment GmbH; Hinweis: Frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen.

## Ausblick für 2024

Gestiegene geopolitische Risiken und gestiegene Inflationserwartungen haben das Finanzmarktumfeld seit 2021 grundlegend verändert. Nach 15 Jahren mit sehr günstigen Finanzierungskonditionen, sind Unternehmen und Investoren heute wieder mit Kapitalkosten auf historisch vergleichbarem Niveau konfrontiert. Investitionen lassen sich daher nicht mehr alleine durch günstige Finanzierungskonditionen durchsetzen und die Bewertung von Unternehmen erhält wieder einen höheren Stellenwert. Die Fehlallokation von Kapital als Folge des billigen Geldes der letzten eineinhalb Jahrzehnte wird das Wirtschaftsgeschehen allerdings weiterhin beeinflussen. Zwar vertrauten die Finanzmarktteilnehmer in 2023 weitgehend auf die Hilfe der Fiskal- und Geldpolitik. So hielt das Bankenbeben im Frühjahr die Marktteilnehmer nur kurz in Atem. Allerdings ist selbst der Einfluss von Regierungen und Notenbanken auf das Marktgeschehen nicht unbegrenzt. In 2023 zeigten der Anleihemarkt in Großbritannien und das Bundesverfassungsgericht in Deutschland der Fiskalpolitik bereits ihre Grenzen auf. Anleger sollten sich daher ihrer Eigenverantwortlichkeit bewusst sein und die mögliche Unterstützung durch Geld- und Fiskalpolitik in ihrer Einschätzung nicht überbewerten.

In diesem Finanzmarktumfeld bietet sich an den Aktienmärkten eine Benchmark unabhängige aktive Titelselektion an, die ebenfalls die Fundamentaldaten der Unternehmen in die Analyse mit einbezieht. Die Bewertung von Unternehmen anhand des Ausschüttungspotentials an die Aktionäre hatte in den letzten Jahren für viele Marktteilnehmer eine untergeordnete Rolle gespielt. Vielmehr bestimmten Zuflüsse in passive Investmentstrategien und institutionelle Zwänge die Aktienurse. Dies führte zu einer historischen Übergewichtung von US-Technologieaktien in den Portfolios der Anleger weltweit. Die Gewichtung von US-Technologieaktien erreichte Ende 2023 sogar noch einmal einen neuen Höhepunkt gegenüber 2021, da Marktteilnehmer mehrere Zinssenkungen für 2024 einpreisten.

Ich bin davon überzeugt, dass die selektive Aktienausswahl anhand von Fundamentaldaten in einer Welt mit hohen geopolitischen Risiken, höheren Inflationsraten und steigenden Kapitalkosten, das Investmentergebnis bestimmen wird. Daher wird unser Portfolio z.B. von seiner hohen Gewichtung in Unternehmen mit finanzieller Flexibilität profitieren können. Unsere Unternehmen treffen im Wettbewerb um die effiziente Allokation von Kapital heute viel bessere Voraussetzungen an als noch vor 2 Jahren. Denn die Erschließung neuer Märkte oder die Übernahme von Wettbewerbern fällt unseren Unternehmen mit starken Bilanzen heute einfacher. Denn ihr Geschäftsmodell ist nicht von billigen Finanzierungsmöglichkeiten abhängig. Unsere Managementteams treffen Entscheidungen auf Sicht von Jahren und nicht Quartalen und werden meist von langfristig agierenden Aktionariaten unterstützt. Die Interessen zwischen Eigentümern und Verantwortlichen sind gleichgerichtet. Unsere Manager nutzen die Schwäche ihrer Wettbewerber in herausfordernden Zeiten, um ihre Wettbewerbsposition mittelfristig auszubauen. Die Kultur unserer Unternehmen und die breite Aufstellung unseres Portfolios über verschiedene Branchen hinweg führen zu Stabilität. So sind in unserem Fonds z.B. auch Unternehmen vertreten, deren Geschäftsmodell von einem anhaltend hohen Zinsniveau eher profitieren können. Insgesamt haben unsere Unternehmen ihre Entwicklung weitgehend selbst in der Hand, (i) da sie in strukturell wachsenden Märkten tätig sind, (ii) von einer oligopolistischen Wettbewerbssituation profitieren, (iii) ihre Kunden die Produkte schätzen und/oder (iv) aufgrund mangelnder Investitionstätigkeit über das letzte Jahrzehnt hinweg derzeit vom Kapitalzyklus in ihrer Branche profitieren können.

Thematisch sehe ich für 2024 für unseren Fonds ein attraktives Renditepotential,

- Da unser Portfolio einige der weltbesten Allokatoren von Kapital zu seinen Unternehmenskernen zählt. Die Manager von Fairfax Financial, Altius Minerals, Greenlight Re und Computer Modelling gaben in 2022/3 bereits einen Vorgeschmack dessen ab, was von Ihnen noch zu erwarten sein wird. Mindestens Knight Therapeutics und Exail Technologies sollten dieses Jahr den Kapitalmarkt mit ihren Ergebnissen von der Rentabilität ihrer Investitionsentscheidungen der letzten Jahre überzeugen können und den Kreis der Top Kapitalallokatoren in unserem Portfolio ergänzen.
- Da unser Fonds in 10 Unternehmen aus dem europäischen Micro Cap Segment investiert ist, das erhebliches Aufholpotential gegenüber dem Gesamtmarkt aufweist. So verlor der MSCI Europe Micro Cap Index (beinhaltet Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung bis EUR 600 Millionen) seit Ende 2021 28,1%. Schon ein Nachlassen des Verkaufsdrucks, sollte den Aktien in 2024 Auftrieb geben.
- Da japanische Nebenwerteaktien nach Jahren des Seitwärtstrends vor einer Neubewertung stehen. Anziehende Inflationsraten bringen neue Dynamik in die japanische Volkswirtschaft. Die Institutionen treiben Reformen voran, um die Aktionärsinteressen und die Attraktivität des Aktienmarktes zu stärken. Die Unternehmen verfügen über enorme finanzielle Flexibilität um Branchen zu konsolidieren und Ausschüttungen an die Eigentümer zu erhöhen. Der

Arbeitskräftemangel und die Wiederansiedlung des produzierenden Gewerbes erfordern Investitionen in die weitere Automatisierung. Unsere 6 japanischen Unternehmen aus dem Nebenwertesegment notieren zum Buchwert, halten die Hälfte ihres Börsenwertes in Nettoliquidität und erzielten die letzten 5 Jahre eine durchschnittliche Kapitalrentabilität von 14% auf ihre operativen Assets. Auch aktivistische Investoren nehmen bei allen 6 Unternehmen Einfluss auf die weitere Entwicklung.

- Da wir als Beimischung und Folge des Research Prozesses Anteile an Large Cap Unternehmen (bis 25% des Fondsvolumens) mit hohem Aufholpotential halten. Unsere Beteiligungen an Nintendo, PayPal und BionTech werden von vielen Marktteilnehmern noch mit Skepsis betrachtet. Das mittelfristige Potential der Unternehmen sollte den Markt in 2024 allerdings positiv überraschen.

## Rückblick auf 2023 - Die größten Gewinner und Verlierer unseres Portfolios

Im Folgenden möchte ich Ihnen einen Überblick über die größten Gewinner und Verlierer in 2023 geben. Die folgende Tabelle zeigt unsere Investments mit dem größten Einfluss auf die Entwicklung des Fonds-Anteilspreises in 2023:

Tidewater	+ 2,52%
SOL Group	+ 1,86%
Computer Modelling	+ 1,77%
Fairfax Financial Holdings	+ 1,69%
Meta Platforms ( <i>verkauft</i> )	+ 1,62%
Beitrag zur Wertentwicklung des Fondsanteilspreises in 2023	
Flow Traders ( <i>verkauft</i> )	-0,73%
BionTech	-0,74%
Antares Vision ( <i>verkauft</i> )	-0,81%
DeNA	-1,02%
Prodways	-2,66%

Wie auch im letzten Jahr konnte **Tidewater** den Spitzenplatz einnehmen. Ich empfahl die Position von April 2019 bis November 2021 zu einem Durchschnittskurs von USD 16 aufzubauen. Der Kurs fiel zwischenzeitlich in 2020 auf ein Tief von USD 6 pro Aktie, um Ende 2023 mit knapp USD 73 pro Aktie zu schließen. Tidewater ist ein gutes Beispiel dafür, dass die operative Entwicklung eines Unternehmens über einen gewissen Zeitraum hinweg losgelöst vom Aktienkurs sein kann. Mittlerweile hat Tidewater die Erntephase unseres Investments erreicht und die positiven Aussichten sind weitgehend im Kurs reflektiert. Daher wurde die Position im Jahresverlauf bereits reduziert.

Seitdem wir in 2019 in die **SOL Group** investiert haben, konnte das Unternehmen den Gewinn pro Aktie verdreifachen. Auch der Aktienkurs hat sich seit unseren Käufen im November 2019 fast verdreifacht (von EUR 10 auf EUR 28 Ende Dezember 2023). Damit hat sich die Bewertung auf Basis der Nettogewinne seit unserem Kauf trotz des Anstieges nicht geändert. Gleichzeitig erzielt das

Unternehmen eine Gesamtkapitalrentabilität von gut 20% pro Jahr. Kleinere Wettbewerber für die Herstellung und den Vertrieb von technischen und medizinischen Gasen kauft das Management kontinuierlich zu attraktiven Preisen hinzu. In 2023 erwarb das Unternehmen Gesellschaften in Peru und Ecuador. Neben Europa ist die SOL Group auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wie Indien, Brasilien, der Türkei, Marokko und eben nun in Peru sowie Ecuador vertreten. SOL's Produkte bieten die Grundversorgung für Industrie und den Gesundheitssektor. Das Unternehmen verfügt über langfristige Kundenbeziehungen. Die Bewertung bleibt mit dem 16-fachen meiner Gewinnschätzung für 2024 wenig ambitioniert.

Der Aktienkurs von **Computer Modelling** konnte in 2023 um 72% zulegen. Marktteilnehmer honorierten damit die hervorragende operative Entwicklung. Das Kerngeschäft – Software für die effiziente Planung von Erdöl- und Erdgasförderung läuft auf Hochtouren. Gleichzeitig erzielt das Unternehmen bereits 20% der Umsätze aus Softwareverkäufen für die Simulierung der Kohlenstoffabscheidung (CCS). Bei CCS besteht ein erheblicher Simulationsbedarf, um technische und regulatorische Anforderungen zu erfüllen. Gleichzeitig fördern staatliche Institutionen die Implementierung der Kohlenstoffabscheidung. Computer Modelling verfügt über eine stabile Aktionärsbasis und mit Mike Miller über einen erfahrenen Aufsichtsratsvorsitzenden im Bereich Software und vor allem Unternehmensübernahmen. Hier hat das Management dieses Jahr mit der Übernahme von Bluware zugeschlagen. Der Vorstandsvorsitzende Pramod Jain betonte im Investorencall, dass das Management Übernahmen tätigt bei denen es zusätzliche Werte erzeugen kann, die unabhängig von sogenannten Synergien seien. In der Tat scheiterten viele Übernahmen, da mögliche Kosteneinsparungen als Hauptargument für Übernahmen herangezogen würden. Vielmehr müsse bei Übernahmen aber das eigenständige Geschäft analysiert werden. Dabei gehe es darum, dass das Management von Computer Modelling einen Mehrwert liefern könne, um die Akquisition wachsen zu lassen.

Seit unserem Wiedereinstieg in 2020 hat sich unsere Investition in **Fairfax** um etwa 42 % pro Jahr erhöht. Im Laufe der letzten Jahre erholte sich die Aktie ausgehend von einem tiefen Niveau. Denn Marktteilnehmer begannen sowohl das robuste Versicherungsgeschäft des Unternehmens sowie die geduldige aber letztlich effiziente Kapitalallokation des Managements zu erkennen.

**Prodways** ist ein gutes Beispiel dafür, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer aufgrund schlechter Kommunikation von Seiten des Managements zu hoch sein können, was in der Folge zu einem stetigen Rückgang des Aktienkurses führt. Stand der Kurs der Aktie zu Jahresanfang noch bei über EUR 3, so stand er zum Jahresende bei unter EUR 1. Neben der mangelhaften Kommunikation hatte das Management für den Vertrieb neue Mitarbeiter eingestellt, die dann aber auf eine schwächere Nachfrage trafen. So musste das Management nicht nur die Umsatzerwartungen, sondern auch die Gewinnerwartungen über das ganze Jahr hinweg reduzieren. Noch bleiben unsere 3D Druck Unternehmen, neben Prodways sind wir auch in Materialise investiert, hinter meinen Erwartungen zurück. Beide Unternehmen sind allerdings ausreichend kapitalisiert, um vorübergehende Wachstumsdellen am Gesamtmarkt für die langfristige Stärkung des Geschäfts zu nutzen.

**DeNA** verfügt über eine Reihe an Optionalitäten, die aus meiner Sicht in den kommenden Jahren den Wert des Unternehmens immer deutlicher machen werden und daher auch auf den Aktienkurs positiv wirken sollten. Einen Anfang machte das Unternehmen im Januar 2024 mit der Ankündigung das Unternehmen hinter der Taxi App Go an die Börse bringen zu wollen. Die App wurde bereits mehr als 15 Mio. mal in Japan heruntergeladen und funktioniert ähnlich wie Uber. Allerdings muss sie in Japan nicht mit Uber konkurrieren und hat sich als Marktführer etabliert. Weitere Katalysatoren für den

Aktienkurs sollten folgen. Gleichzeitig kauft das Unternehmen weiterhin umfangreich eigene Aktien zurück.

**Antares Vision (verkauft)** hat unser Fonds nach einer kurzen Halteperiode wieder verkauft. Der Aktienkurs war in 2023 bereits um zwei Drittel eingebrochen als ich den Kauf empfahl. Nach mehreren Gesprächen mit dem Management erschien mir die Nachfragesituation nach den Produkten des Unternehmens aussichtsreich und der zunehmende Anteil von Softwareumsätzen vielversprechend. Das Management schien auf einem guten Weg die temporären Probleme lösen zu können. Leider musste das Management nach kurzer Zeit dann eingestehen, dass es durch die vielen Akquisitionen der vergangenen Jahre den Überblick und teilweise die Kontrolle verlor. Daraufhin empfahl ich umgehend den Verkauf der Aktie. Das Investment in Antares Vision hat für mich verdeutlicht, dass bei Unternehmen die viele und/oder große Übernahmen tätigen immer große Vorsicht geboten ist. Über die kurze Haltedauer von 2 Monaten musste der Fonds einen Verlust von 23% auf das Investment realisieren.

**BioNTech** verfügt per Ende des dritten Quartals über Zahlungsmittel und Forderungen in Höhe von EUR 18,7 Milliarden. Damit sollten sich die aufwendigen Forschungsarbeiten für die kommenden Jahre finanzieren lassen. Langfristig bietet die bestehende Produktpipeline und mögliche neue Forschungsergebnisse aus meiner Sicht vielversprechende Absatzpotentiale. Demgegenüber steht eine moderate Bewertung von EUR 23,3 Milliarden am Aktienmarkt. Der Markt bewertet die bestehende Produktpipeline und das profitable Corona Geschäft des Unternehmens damit mit nur EUR 4,6 Milliarden.

**Flow Traders (verkauft)** war in den ersten Jahren des Fonds ein erfolgreiches Investment. Allerdings hängen die operativen Ergebnisse von einer hohen Volatilität an den Finanzmärkten ab, wodurch das Unternehmen sein eigenes Schicksal nur bedingt, ähnlich einem Förderunternehmen von Rohstoffen, in den eigenen Händen hält. Hinzu kamen hohe Investitionen in neue Produktbereiche, die bisher nicht ihre Kapitalkosten verdienen konnten. Daher empfahl ich den Verkauf der Aktie in 2023. Über die Haltedauer von März 2019 bis Oktober 2023 erzielte das Investment eine annualisierte Rendite von 4% (IRR-Methode).

## Unsere Unternehmen für 2024 (zum 29.12.2023)

Jeweils zum Jahresende berichte ich über die Entwicklung unserer Unternehmen. Neben dem Namen des Unternehmens finden Sie in Klammern zwei Prozentangaben. Die erste Prozentangabe gibt die Gewichtung des Unternehmens bezogen auf das Gesamtvolumen des Fonds an. Der zweite Wert zeigt den Wertbeitrag des Unternehmens zur Entwicklung unseres Anteilspreises in 2023.

Unsere Investitionen verteilen sich auf insgesamt 30 Positionen mit einer maximalen Anfangsgewichtung von je 4% bezogen auf das Fondsvolumen. Unser Investment in japanische Nebenwerte ist derzeit in 3 Positionen zusammengefasst:

**Position 1) bis 3) Japanische Nebenwerte (Gewichtung: 11,2%; Beitrag zum Anteilspreis in 2023: -0,2%)**

Im letzten Investorenbrief zum Juni 2023 stellte ich unsere Anlagestrategie in Japan vor. Unser Korb an japanischen Aktien umfasst zum Ende 2023 6 Unternehmen aus dem japanischen Nebenwerte Segment mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung von EUR 500 Mil.

Bei all diesen Unternehmen sind japanische und/oder ausländische aktivistische Investoren beteiligt.

Unsere 6 Unternehmen notieren unter oder nahe am Buchwert (zum 29.12.2023 betrug das durchschnittliche Kurs-Buchwert Verhältnis 0,9 basierend auf den 30.09.2023).

Zudem weisen ihre Bilanzen einen Überschuss an Liquidität und Investmentvermögen aus. Bezogen auf den letzten Stichtag zum 30.09.2023 betrug die freie Liquidität zzgl. Investments im Durchschnitt 48% des Börsenwertes. Dies ermöglicht eine deutliche Steigerung der Ausschüttungen an die Aktionäre sei es in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen in der Zukunft.

Außerdem sind wir an guten Unternehmen beteiligt. Das bedeutet, diese Unternehmen erzielen eine attraktive Rendite auf ihr investiertes operatives Kapital. Im Durchschnitt betrug die Gesamtkapitalrentabilität der Unternehmen über die letzten 5 Jahre 14,6% per annum. Damit weisen diese Unternehmen neben einer sehr starken Substanz auch ein aus meiner Sicht zukunftsfähiges Geschäftsmodell aus. Gleichzeitig bewertet der Markt unsere Unternehmen mit einem durchschnittlichen Vervielfacher auf den operativen Gewinn von 7,7 günstig.

Die folgende Tabelle zeigt die genannten Parameter für das jeweilige Unternehmen unseres Aktienkorbes:

Unternehmen	Nettoliiquidität und -vermögen in % der Marktkapitalisierung	Preis zu Buchwert 2023	Gesamtkapitalrendite (Durchschnitt der letzten 5 Jahre) <sup>1</sup>	Dividendenrendite in %	EV/EBIT 2024e <sup>2</sup>
Kyokuto Kaihatsu Kogyo Co.,Ltd.	58%	0,7 x	8,6%	3,1%	9,2
Kawai Musical Instruments Manufacturing Co., Ltd.	21%	0,8 x	14,4%	2,1%	4,8
MEISEI INDUSTRIAL Co.,Ltd.	68%	0,9 x	20,2%	3,7%	2,6
Oriental Shiraishi Corporation	23%	1,1 x	16,5%	3,6%	7,0
Konishi Co., Ltd.	44%	1,2 x	17,2%	1,9%	7,0
DeNa Co., Ltd.	76%	0,7 x	10,5%	1,5%	15,9

1.) Die Gesamtkapitalrendite per annum (ROIC) setzt den operativen Gewinn (EBIT) mit den für das operative Geschäft benötigten Vermögenswerten ins Verhältnis.

2.) EV/EBIT (Enterprise Value / Earnings before interest and taxes) teilt die Marktkapitalisierung abzüglich Nettoliiquidität und -vermögen durch den operativen Gewinn

#### 4) SOL Group (4,5%; +1,9%)

Seitdem wir in 2019 in die SOL Group investiert haben, konnte das Unternehmen den Gewinn pro Aktie verdreifachen. Auch der Aktienkurs hat sich seit unseren Käufen im November 2019 fast verdreifacht (von EUR 10 auf EUR 28 Ende Dezember 2023). Damit hat sich die Bewertung auf Basis der Nettogewinne seit unserem Kauf trotz des Anstieges nicht geändert. Gleichzeitig erzielt das Unternehmen eine Gesamtkapitalrentabilität von gut 20% pro Jahr. Zukäufe von kleineren Wettbewerbern für die Herstellung und den Vertrieb von technischen und medizinischen Gasen baut das Management kontinuierlich aus. In 2023 erwarb das Unternehmen Gesellschaften in Peru und Ecuador. Neben Europa ist die SOL Group auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wie Indien, Brasilien, der Türkei, Marokko und eben nun in Peru sowie Ecuador vertreten. SOL's Produkte bieten

die Grundversorgung für Industrie und den Gesundheitssektor. Das Unternehmen verfügt über langfristige Kundenbeziehungen. Die Bewertung bleibt mit dem 16-fachen meiner Gewinnschätzung für 2024 wenig ambitioniert.

*SOL Group erster Kauf: November 2019*

### **5) Fairfax Financial (4,5%; +1,7%)**

Eine der wichtigsten Fähigkeiten des Managements ist aus meiner Sicht eine effiziente Kapitalallokation. Einfach formuliert soll das Management für die Aktionäre lukrative Investitionsentscheidungen treffen.

Ein herausragendes Beispiel der letzten Jahre hierfür ist das Versicherungsunternehmen Fairfax Financial. Unser Fonds ist seit 2020 an dem Unternehmen beteiligt. Ich selbst folge Fairfax seit 2013. Als eines der wenigen Mitglieder seiner Branche hat das Management den Zinsanstieg der letzten Jahre zu seinen Gunsten nutzen können.

*(Zur Erinnerung: steigende Zinsen führen zu fallenden Anleihekursen. Je länger die Laufzeit der Anleihe, um so volatiler reagiert die Anleihe auf Zinsänderungen.)*

So hatten im Oktober 2023, als der Bärenmarkt bei Anleihen seinen Höhepunkt erreichte, dreißigjährige US-Staatsanleihen rund 50% gegenüber dem Zinstief Mitte 2020 verloren. Besonders extrem ist der Fall einer österreichischen Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 100 Jahren, die bis zu diesem Zeitpunkt 75% ihres Wertes eingebüßt hatte.

Versicherungen investieren in der Regel einen Großteil ihres Deckungsstocks am Anleihemarkt. Dabei sollten sie üblicherweise die Fristenkongruenz zwischen der Laufzeit der Versicherungspolice und der Laufzeit der Anleihen wahren.

Das Management von Fairfax traf ab Ende 2020 bewusst die Entscheidung, vermehrt kurzlaufende Polices zu schreiben und zudem von der Fristenkongruenz abzuweichen. Dadurch konnte das Anleiheportfolio vornehmlich in kurzlaufende US-Staatsanleihen investiert werden. *(Zur Erinnerung: die Kurse kurzlaufender Anleihen reagieren weniger stark auf Zinsänderungen als langlaufende Anleihen.)*

Als Folge musste Fairfax im Gegensatz zur Konkurrenz im zurückliegenden Bärenmarkt kaum Buchverluste aus der Investition in Anleihen hinnehmen. Dies stärkte die Kapitalbasis des Unternehmens relativ zum Wettbewerb, wodurch Fairfax in einem starken Versicherungsmarkt mit attraktiver Bepreisung hinein relativ viele Polices anbieten konnte. Zudem konnte das Management die Rückflüsse aus der Fälligkeit der kurzlaufenden Anleihen in den letzten Monaten schrittweise in länger laufende Anleihen reinvestieren und so vom gestiegenen Zinsumfeld profitieren.

Gerade im Oktober 2023, als die Renditen langlaufender US-Staatsanleihen sprunghaft anstiegen, griff Fairfax mit vollen Händen zu. Im letzten Analysten Call berichtete das Management von einer Erhöhung der durchschnittlichen Laufzeit des Anleiheportfolios auf 4 Jahre (bei einer Duration von 3,1 Jahren) mit einer durchschnittlichen Portfoliorendite von 4,9%. Bemerkenswert ist auch die Qualität des Portfolios. Dies bestand per Oktober 2023 zu 70% aus Staatsanleihen und zu 19% aus kurzlaufenden hochkarätigen Unternehmensanleihen. Gegenüber 2021 konnte Fairfax Financial sein Zinseinkommen mehr als verdreifachen.



Vorausblickend besitzt Fairfax damit auch im Falle einer möglichen Rezession enorme finanzielle Flexibilität. Fairfax sollte daher auch zukünftig zur Stabilität des Portfolios in volatilen Marktphasen beitragen.

Während unserer dreijährigen Haltedauer in Fairfax konnte der Aktienkurs um gut 150% zulegen. Ebenfalls beeindruckend ist die Entwicklung des Aktienkurses seit Gründung des Unternehmens in 1985: Während der Aktienkurs um 16,1% pro Jahr stieg, nahm der Buchwert pro Aktie um 17,8% zu.

*Fairfax Financial erster Kauf: April 2019; Verkauf: März 2020 / Wiedereinstieg: November 2020*

#### **6) Vossloh (4,1%; +0,2%)**

Vossloh hat den Wandel zum integrierten Bahninfrastrukturunternehmen vollzogen. Das Unternehmen bietet heute den Komplettservice rund um die Schiene. Seit zwei Jahren zieht auch das Geschäft mit der Deutschen Bahn sprunghaft an, was viele Reisende letztes Jahr anhand der Baustellen in der gesamten Republik leidvoll aus eigener Erfahrung bestätigen konnten. Vossloh ist dennoch international tätig und hat bezogen auf den Umfang seines Leistungsangebots geringen Wettbewerb zu fürchten. Das Management macht zudem schnelle Fortschritte in der digitalen Integration seiner Produkte, was die Kundenbindung weiter erhöhen sollte. Dennoch hat Vossloh ein kapitalintensives Geschäft. Die hohen Umsatzsteigerungen der letzten zwei Jahre können ohne weitere Investitionen nicht fortgeschrieben werden. Daher wird 2024 von der Umsatzseite laut Management geringer wachsen als in den Vorjahren. Für unser Investment wichtiger ist aber die Tatsache, dass nach Jahren des Umbaus nun endlich die Profitabilität des Geschäftsmodells nicht nur sichtbar, sondern auch verlässlicher wird. Das Management folgt einem disziplinierten Fokus auf die Kapitalrentabilität seiner Investitionsentscheidungen.

*Vossloh erster Kauf: April 2019; Verkauf: Februar 2022 / Wiedereinstieg: August 2023*

#### **7) Vallourec (4,1%; +0,7%) – neues Investment**

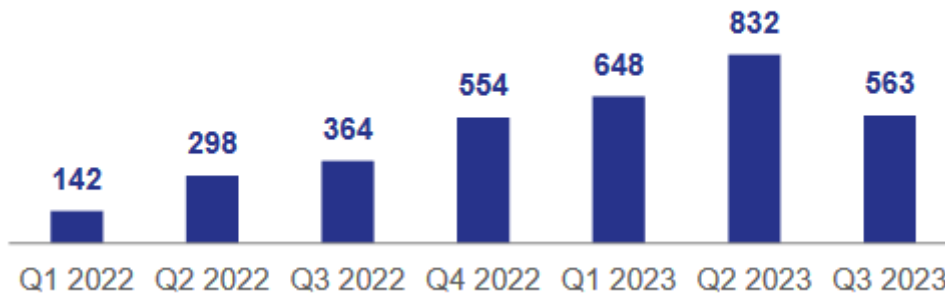
Vallourec produziert nahtlose Stahlrohre vornehmlich für die Förderung von Erdöl und Erdgas. Dabei konzentriert sich das Unternehmen auf Premiumrohre, die in ähnlicher Qualität nur von den Konkurrenten Tenaris und Nippon Steel produziert werden können. Vallourec verfügt über jahrzehntelange Erfahrungen und damit hohen technologischen Eintrittsbarrieren. Marktteilnehmer sehen das Unternehmen skeptisch, da es in 2021 aus einer finanziellen Restrukturierung kam und besonders die Eigenkapitalgeber Vermögensverluste erlitten.

Heute hat das Unternehmen einen Großteil seiner Verbindlichkeiten abgebaut und plant spätestens in 2025 schuldenfrei zu sein. Die vertikal integrierte Produktion erfolgt vornehmlich in den USA und Brasilien. Die Kapazitäten in Frankreich, Deutschland und Großbritannien konnte das Management in den letzten Jahren reduzieren. Dies führt zu sinkenden Produktionskosten. Das neue Management hat bei Antritt in 2022 EUR 12 Mil. an eigenen Geldern in Aktien von Vallourec investiert. Die ersten neun Monate 2023 zeigen bereits wie sehr das Unternehmen von der steigenden Nachfrage nach seinen Produkten profitiert. Das Management erwartet über den Konjunkturzyklus ein durchschnittliches EBITDA von EUR 850 Mil. erzielen zu können. Auf dieser Basis wäre Vallourec für 2025 mit dem lediglich 3-fachen EBITDA bewertet.

Auch für ein zyklisches Unternehmen erscheint die Bewertung zu niedrig, vor allem wenn man die Fortschritte in der Profitabilität betrachtet. Lag das EBITDA pro produzierter Tonne Stahlröhre in 2018

noch bei EUR 45 pro Tonne, so hat sich diese Kennziffer dieses Jahr verzehnfacht. Vallourec's Röhren werden aber auch für die Energiewende benötigt. So kommen sie in der Geothermie, der Abspaltung von Kohlenstoffdioxid sowie bei der Speicherung von Wasserstoff zum Einsatz.

*Tubes EBITDA per Tonne (€)*



Quelle: Vallourec

*Vallourec erster Kauf im September 2023*

### **8) Vesuvius (4,0%; +0,9%)**

Der Anbieter von Verbrauchsgütern für die Stahlerzeugung (vor allem im Bereich der Gießwanne und Pfanne) veranstaltete im November einen Kapitalmarkttag. Die Kernbotschaften aus der mehrstündigen Präsentation und Fragerunde waren: Das Unternehmen plant mit weiteren Marktanteilsgewinnen und Preissteigerungen aufgrund seiner herausragenden und für die Kunden essentiellen Produktpalette. Vesuvius Produkte machen weniger als 3% der Herstellungskosten seiner Kunden aus und liefern den Kunden gleichzeitig deutlichen Mehrwert in Bezug auf Sicherheit, Effizienz, Qualität und Nachhaltigkeit. Das Unternehmen plant über die nächsten 3 Jahre im Durchschnitt rund GBP 130 Mil. an freien Zahlungsmittelüberschüssen zu generieren. Bezogen auf eine Marktkapitalisierung von derzeit GBP 1,3 Mrd. entspricht dies einer jährlichen Rendite von 10%. Somit besitzt das Management weiteren Spielraum für eine Erhöhung der Dividende und Aktienrückkäufe.

Aufgrund von erwarteten Nachfrigesteigerungen in Indien und anderen aufstrebenden Schwellenländern blickt die Stahlindustrie für das kommende Jahrzehnt zuversichtlich nach vorne. Auch die Umstellung der Energieerzeugung auf Wind und Sonnenenergie erfordert einen hohen Verbrauch an Stahl. Das Management erwartet daher eine Zunahme der Stahlerzeugung außerhalb Chinas um 25% über die kommenden 10 Jahre. Noch interessanter ist allerdings, dass Vesuvius seine Umsätze in China aufgrund der Nachfrage nach seinen Produkten in 2023 steigern kann, obwohl die Stahlproduktion dort insgesamt deutlich zurück geht. Vesuvius erzielt 90% seiner Umsätze außerhalb Chinas. Indien nimmt an Bedeutung stetig zu.

Vesuvius ist aus meiner Sicht ein gutes Beispiel für ein Unternehmen, das von Marktteilnehmern als Zyklischer eingeschätzt wird. Dabei offenbart sich bei genauerem Hinsehen ein kapitaleffizientes Hochtechnologieunternehmen, das aus einer oligopolistischen Wettbewerbssituation heraus essentielle Produkte und Dienstleistungen an seine Kunden liefert. Dies verdient aus meiner Sicht eine höhere Bewertung.

*Vesuvius erster Kauf im Mai 2022*

## 9) Nintendo (3,9%; +0,7%)

Das Unternehmen war in 2023 sehr erfolgreich darin die eigenen Marken zu stärken. So erzielte der Kinofilm The Super Mario Bros. Movie Rekorde bei den Zuschauerzahlen. Z.B. in Mexiko zog der Film viele Zuschauer an, obwohl die Videospielekonsole Switch in dem Land noch nicht verbreitet ist. Kurz darauf folgte dann der Release des Videospieles Super Mario Bros. Wonder. Nintendo ist mit dieser Strategie aus meiner Sicht im Begriff neue Absatzmärkte und Kundengruppen zu erschließen. Nun plant das Management auch für die beliebte The Legend of Zelda Videospielereihe eine Filmadaption. Daneben schreitet die Eröffnung von Nintendo Vergnügungsparks weiter voran. Insgesamt konnte das Unternehmen in 2023 mit starken Software- und Hardwareverkäufen glänzen. Dies ist bemerkenswert, da die Nintendo Switch bereits seit sieben Jahren verkauft wird. Weiterhin macht das Unternehmen keine Angaben zu der Einführung eines Nachfolgemodells der Switch. Beobachten wir die Vorgehensweise bei der Entwicklung des The Super Mario Bros. Movie und von The Legend of Zelda: Tears of the Kingdom, wird deutlich wie sehr das Management nach Perfektion strebt. Das Management scheint aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt zu haben und folgt der Strategie weniger aber dafür hochwertigere und durchdachte Produkte anzubieten. Das sollte auch der Bewertung der Aktie weiterhelfen, da die Gewinne des Unternehmens dadurch leichter prognostizierbar sein sollten.

*Nintendo erster Kauf: Februar 2021*

## 10) Melexis und u-blox (3,8%; +0,4%) – neues Investment

Mit Melexis und u-Blox beteiligt sich unser Fonds an der wachsenden Nutzung von Elektronik in Fahrzeugen. Die Schweizer u-blox bietet Lösungen zur genauen Positionsbestimmung an. Mit 28% Weltmarktanteil ist das Unternehmen vor Broadcom aus den USA und Airhoa aus Taiwan weltweit die Nummer 1. Bei Automobilen werden die Produkte derzeit vor allem für Navigationssysteme genutzt. Mit der zunehmenden Automatisierung hin zum autonomen Fahren kommt der Positionierung durch u-blox Produkte eine zunehmend wichtigere Rolle zu. Außerdem kommen die Produkte in der Verknüpfung von Maschinen und der Automatisierung von Fabriken zum Einsatz. Auch in der ambulanten Versorgung von Patienten, in der Logistik und bei Konsumentenprodukte wie *Wearables* verkauft u-blox seine Produkte.

Melexis konzentriert sich im Vertrieb fast ausschließlich auf den Automobilsektor, wenngleich die Anwendungsgebiete ihrer Produkte auch für andere Anwendungen wie. z.B. *Smartphones oder Smart Watches* in der Zukunft in Frage kommen. Melexis entwickelt Sensoren, die im Fahrzeugbau über die letzten Jahrzehnte zunehmend zur Anwendung kamen. Die meisten Produkte kommen sowohl für Elektro-als auch herkömmlich betriebene Autos zum Einsatz und profitieren von der zunehmenden Elektrifizierung hinsichtlich Komforts, Beleuchtung und Sicherheit (Bremsen, Lenkung, Reifendruck). Melexis bietet aber auch wichtige Technologien für die effiziente Elektromobilität. Die Temperatursensoren sorgen z.B. dafür, dass die Batterie beim Laden nicht überhitzt und beim Fahren die richtige Temperatur beibehält, um die Reichweite zu optimieren.

Die Innovationskraft der beiden Unternehmen wird durch die stetige Einführung neuer Produkte deutlich, aber auch durch deren Marktanteil in China, wo derzeit aus meiner Sicht die besten Elektroautos gebaut werden. Zwar handelt es sich um einen Wachstumsmarkt, dennoch unterliegt die Nachfrage Zyklen. In den letzten Jahren haben Kunden ihre Lagerbestände zu sehr aufgebaut, was derzeit zu geringerer Nachfrage als in den Vorjahren führt. Auch besteht die Sorge, dass die Nachfrage nach Elektroautos vorübergehend einbrechen könnte. Die Aktienkurse spiegeln diese Erwartung aus

meiner Sicht übertrieben wider, was uns die Möglichkeit gab in diese beiden Wachstumsunternehmen zu günstigen Kursen zu investieren.

*Melexis erster Kauf: April 2023; u-blox erster Kauf: Juli 2023*

### **11) BioNTech und InMode (3,8%; -1,4%)**

Die Medizintechnikgeräte zur kosmetischen Behandlung von InMode werden von Patienten weiterhin stark nachgefragt. So stieg die Anzahl der Behandlungen in den ersten neun Monaten 2023 auf eine Millionen gegenüber 700.000 Behandlungen im Vorjahreszeitraum. Gleichzeitig geriet gegen Ende des Jahres der Absatz neuer Geräte unter Druck. Zum einen sind die Leasingkosten aufgrund des höheren Zinsumfeldes gestiegen. Zum anderen prüfen die Leasinggeber länger die Bonität der Ärzte als dies letztes Jahr noch der Fall war. InMode verfügt über freie Liquidität von USD 700 Mio., die das Unternehmen auch zur Unterstützung der Finanzierungstätigkeit einsetzen kann. InMode könnte in 2024 auch mit einer Übernahme aufwarten und das Technologieportfolio stärken. Die Marken des Unternehmens besitzen bei Ärzten/Kosmetikern sowie Patienten aufgrund eines durchdachten Marketings bereits eine gute Wettbewerbsposition

BioNTech verfügt per Ende des dritten Quartals über Zahlungsmittel und Forderungen in Höhe von EUR 18,7 Milliarden. Damit sollten sich die aufwendigen Forschungsarbeiten für die kommenden Jahre finanzieren lassen. Langfristig bietet die bestehende Produktpipeline und mögliche neue Forschungsergebnisse aus meiner Sicht vielversprechende Absatzpotentiale. Demgegenüber steht eine moderate Bewertung von EUR 23,3 Milliarden am Aktienmarkt. Der Markt bewertet die bestehende Produktpipeline des Unternehmens damit gerade mit EUR 4,6 Milliarden.

*BionTech: erster Kauf: Oktober 2021; InMode: erster Kauf September 2022*

### **12) Exail Technologies (3,4%; -0,2%)**

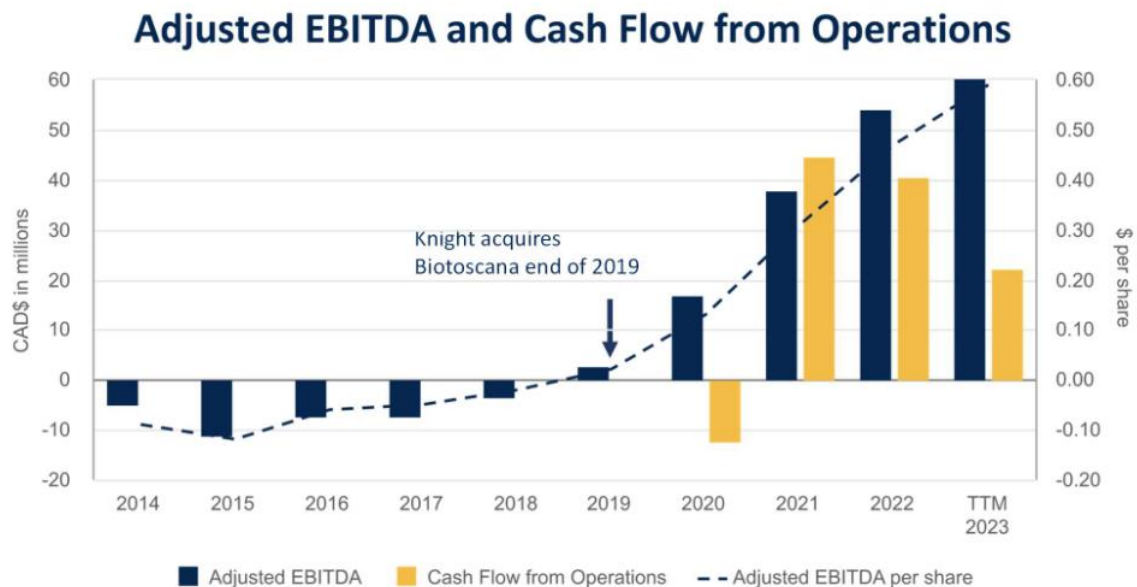
Exail hatte ich Ihnen als Hochtechnologieunternehmen im Bereich Robotik und Navigation im Brief zum ersten Halbjahr 2023 vorgestellt. Zwischenzeitlich kam das Management auf seinem Weg weiter voran. So konnten die Umsätze in den ersten neun Monaten um 14% gesteigert werden. Die operative Marge (EBITDA-Basis) lag über 20%. In den kommenden zwei Jahren plant das Management mit einer Fortsetzung des Umsatzwachstums und einer Ausweitung der operativen Marge. Das Topmanagement hat dieses Jahr EUR 3 Mil. an eigenem Kapital in Aktienvergütungen investiert. Kurz darauf folgten 50 weitere Mitarbeiter mit Führungsverantwortlichkeit und investierten EUR 2 Mil. in das Unternehmen. Somit besteht im Mitarbeiterkreis eine hohe Motivation den Unternehmenswert zu steigern. Optionalität ergibt sich durch einen möglichen Großauftrag in Australien. Hier ist Exail neben Saab unter die letzten 2 Bieter für die Ausstattung der australischen Marine mit Unterwasserdronen für die Minenbekämpfung gelangt. Der Auftrag hat ein Volumen von mehreren hundert Millionen Euro. Da Exail bereits einen Auftrag der belgischen und niederländischen Marine erhalten hat stehen die Chancen aus meiner Sicht gut. Die belgische Marine gilt innerhalb der Nato im Bereich der Minenbekämpfung als Spezialistin.

*Exail Technologies erster Kauf: Oktober 2022*

### **13) Knight Therapeutics (3,2%; -0,1%)**

Das Geschäft setzte in 2023 sein positives Momentum fort. Umsätze und Erträge konnte das Unternehmen steigern. Weiter werden von Quartal zu Quartal die Maßnahmen des Managements in den Zahlen sichtbar. In der folgenden Übersicht über die letzten Jahre sehen Sie, dass das Ergebnis

vor Abschreibungen und Zinsen (*adj EBITDA*) nach oben weist und das Unternehmen im Verhältnis zum *adj EBITDA* einen gesunden Zahlungsstrom aus dem operativen Geschäft (*operating cash flow*) erzielt. Die Aufnahme neuer Medikamente in die Produktpalette in 2023 führt kurzfristig zu höheren Lagerbeständen was den Cash Flow die letzten 12 Monate reduzierte und sich über die kommenden Monate wieder ausgleichen sollte:



Quelle: Knight Therapeutics

Die Aktie bewegt sich weiterhin kaum von der Stelle und der Markt ignoriert die aus meiner Sicht positive operative Entwicklung. Erfreulicherweise kauft das Unternehmen nun seit vier Jahren kontinuierlich Aktien zurück und konnte so die Aktienanzahl bereits um 26,5% reduzieren. Gleichzeitig kaufen Unternehmensinsider weiterhin mit eigenem Geld Aktien am Markt. Sie halten bereits rd. 22% des Unternehmens.

*Knight Therapeutics erster Kauf: März 2019*

#### 14) Altius Minerals (3,1%; -0,5%)

Der Aktienkurs von Altius war in 2023 von den kurzfristigen Schwankungen für die Preise von Kupfer, hochgradigem Eisenerz und Kaliumcarbonat für die Herstellung von Düngemitteln beeinflusst. Mittelfristig profitiert das Unternehmen von den steigenden Fördermengen seiner Beteiligungen (Royalties). Weltweit fehlen weiterhin Investitionen in neue Förderkapazitäten. So wird z.B. Kupfer in großen Mengen für die Umstellung der Energiegewinnung benötigt. Allerdings liegt der letzte Investitionsschub in Kupfervorkommen bereits zehn Jahre zurück.

Altius profitiert zudem von der zunehmenden Nachfrage nach hochreinem Eisenerz. Die Umstellung der Produktion bei der Stahlerzeugung auf Lichtbögen Öfen reduziert den Kohlenstoffdioxidausstoß deutlich. Allerdings kann hierfür kein normales Eisenerz mehr Verwendung finden, sondern nur hochreines Eisenerz wie es Altius beschaffen kann.

Über ihre Tochtergesellschaft beteiligt sich Altius an Projekten zur erneuerbaren Stromerzeugung. Die Finanzierung erfolgte bisher mit Eigenkapital. Zum Ende des Jahres nahm die Tochter eine Kreditlinie auf, um in größerem Umfang von der zunehmenden Kapitalknappheit bei der Finanzierung von neuen

Projekten ebenfalls profitieren zu können. Insgesamt zeichnet sich das Management seit Jahren durch eine antizyklisch geprägte Investitionskultur aus. Gleichzeitig hat das Management den größten Anteil des eigenen Vermögens in Altius investiert. Aus meiner Sicht bietet Altius durch das risikoarme Royalty Model und die relativ günstige Bewertung inkl. vieler Optionalitäten eine der attraktivsten Möglichkeiten für eine Investition im Rohstoffsektor.

*Altius Minerals erster Kauf: November 2021*

### **15) PayPal (3,1% ; +0,2%) – neues Investment**

Die PayPal Aktie hat seit Mitte 2021 80% an Kurswert verloren und konnte auch in 2023 nicht an der Erholung amerikanischer Technologieaktien partizipieren. Unser Fonds hat seine Position Ende 2023 zu Kursen von USD 57 pro Aktie aufgebaut. Die Aktien von digitalen Zahlungsanbietern standen in den letzten 2 Jahren unter Druck, obwohl der Markt insgesamt wächst. Zum einen hatte sich der Wettbewerb zuletzt intensiviert. Zum anderen führte eine generelle Kaufzurückhaltung der Konsumenten zu geringerem Wachstum als in den Jahren zuvor. Darüber hinaus hat PayPal in den letzten Jahren eine Reihe von Übernahmen getätigt und keinen klaren Fokus in der Unternehmensstrategie gehabt. Mit dem neuen Management Team soll sich dies nun ändern.

PayPal hat mit seinem Geschäftsbereich Braintree in den letzten Jahren viele große US-Unternehmen als Kunden gewonnen. Das Geschäft ist bisher allerdings weniger profitabel als die Marke PayPal, die gerade bei kleinen Unternehmen und Endkunden beliebt ist, aber weniger stark wächst. Deshalb sank die Marge des Unternehmens bei steigenden Umsätzen. Die Einführung zusätzlicher Dienstleistungen und die Expansion in andere Länder mit geringerem Wettbewerb sowie hin zu kleineren Unternehmen in den USA könnte aber die Profitabilität von Braintree in den kommenden Jahren verbessern. Den PayPal - button Nutzen weltweit mehr als 400 Mil. Konsumenten und mehr als 35 Mil. Internethändler. Hier besteht z.B. die Sorge von Marktteilnehmern, dass die Bezahlösungen von Google und Apple gefährlich werden.

Laut dem neuen CEO Alex Chriss wickelt PayPal heute ein Viertel des weltweiten Internethandels ab. Daher wird sich das Unternehmen in Zukunft mehr darauf konzentrieren seinen Händlern eine bessere Datenauswertung anhand künstlicher Intelligenz anzubieten. Damit sollen gerade kleinere Händler die Möglichkeit erhalten mit ihren Kunden stärker in Kontakt treten zu können und die Conversion Rate zu erhöhen. Das Unternehmen wird seine Strategie und neue Produkte am 25. Januar 2024 vorstellen.

PayPal ist derzeit als eines der wenigen US-Technologieunternehmen günstig bewertet. Häufig erzielen diese Unternehmen zwar freie Zahlungsmittelüberschüsse (free cash flows). Werden allerdings die Aktienvergütungen mit berücksichtigt so bleibt der freie Cash Flow bei vielen dieser Unternehmen negativ. PayPal erzielt auch nach Aktienvergütung üppige free cash flows. Diese nützt das Unternehmen für Aktienrückkäufe. Da das Unternehmen aus meiner Sicht unterbewertet ist, erhöht sich durch die Rückkäufe auch der intrinsische Wert pro Aktie.

*PayPal erster Kauf: November 2023*

### **16) Signify (3,0%; +0,6%) – neues Investment**

Phillips spaltete 2016 seine Lichtspalte ab, benannte sie in Signify und brachte sie als Spin off an die Börse. Seitdem hat Signify seine Beleuchtungssysteme auf LED's umgestellt und zu großen Teilen digitalisiert. Beleuchtungssysteme, die auf LED-Systemen basieren machen heute 85% der Verkäufe aus. Die regulatorischen Veränderungen unterstützen den Einsatz von LEDs nicht nur in Europa und den USA, sondern auch in immer mehr aufstrebenden Volkswirtschaften wie Indonesien. In China

erzielt das Unternehmen rund 8% der Umsätze. Mit LED-Systemen lassen sich rund 50% Energiekosten gegenüber herkömmlicher Beleuchtung sparen. Signify's Beleuchtungssysteme erhöhen aber auch das Wohlbefinden der Kunden im Supermarkt oder der Angestellten am Arbeitsplatz. Zudem lassen sich Lichtsysteme mittlerweile mit Software und Sensorik verknüpfen, was z.B. die Sicherheit von gewerblichen und privaten Immobilien erhöht.

Insgesamt nimmt Signify weltweit eine führende Rolle bei digitalen und energiesparenden Leuchtsystemen ein. Wie der Vorstandsvorsitzende des kleineren Wettbewerbers Zumtobel kürzlich bemerkte führen die politischen Vorgaben auch über die kommenden Jahre zu einer „Sonderwirtschaft“ bei Leuchtmitteln. Dennoch litt das Geschäft in 2023 unter einer Kaufzurückhaltung der Kunden, da die Lagerbestände hoch und die Bautätigkeit rückläufig waren. Insbesondere eine Erholung des Wohnungsmarktes und der Konsumnachfrage würden dem Unternehmen helfen seine Umsätze nach einem Rückgang von wahrscheinlich 10% in 2023 wieder zu erhöhen. Gleichzeitig hat das Management die Kostenstruktur sehr gut im Griff und wird in 2023 aufgrund einer Verbesserung des working capital voraussichtlich hohe cash flows erzielt haben, die zur Tilgung der Verbindlichkeiten und Auszahlung einer ansprechenden Dividende in Höhe von rund 5% genutzt werden. Der Aktienkurs hatte in 2023 eine sehr negative kurzfristige Entwicklung vorweggenommen, die aus meiner Sicht das mittelfristige Potential außer Acht ließ.

*PayPal erster Kauf: Oktober 2023*

### **17) Vivendi (3,0%; -0,1%)**

Marktteilnehmer reagierten überrascht, als Vivendi Ende des Jahres 2023 ankündigte sich in drei börsennotierte Unternehmen aufteilen zu wollen. Bisher erwarteten die meisten Marktteilnehmer, dass der Unternehmer Vincent Bollore, der über seine Beteiligungsunternehmen 31,7% an Vivendi hält, ein Übernahmeangebot für Vivendi abgeben könnte. Nun scheint es, dass die Unterbewertung auf Ebene von Vivendi direkt reduziert werden könnte. Neben der 10% Beteiligung an Universal Music Group, hält Vivendi eine Reihe von Medien und Werbeunternehmen. Dazu gehören das Pay-TV Geschäft Canal+ sowie die Medienagentur Havas. Beide sollen in Zukunft separat an der Börse notieren. Im dritten Unternehmen werden die vielen Beteiligungen von Vivendi, darunter Universal Music und Lagardere gebündelt. Da der Aktienkurs derzeit mit einem Abschlag von rund 30% auf meine Berechnung des Nettowertes notiert und das Management daran arbeitet die bestehende Unterbewertung aufzuheben, ergibt sich für 2024 ein attraktiver Investment Case.

*Vivendi erster Kauf: Mai 2020; Verkauf: Oktober 2020; Wiedereinstieg: Dezember 2023*

### **18) Interactive Brokers (3,0%; +0,5%)**

In 2023 konnte Interactive an die hervorragende Entwicklung aus den Vorjahren anknüpfen. Das Unternehmen hatte Ende 2023 mit 2,6 Millionen *accounts* 23% mehr Kunden als Ende 2022. Die Einlagen der Kunden stiegen um 39%. Die Eigenkapitalrendite lag mit knapp 23% für die ersten drei Quartale deutlich über dem Vorjahr. Das Management erwartet eine Fortsetzung des hohen Kundenwachstums in den kommenden Jahren. Auch in 2023 konnte der Gewinn von dem relativ hohen Zinsniveau profitieren, da das Unternehmen einen Großteil seiner Erträge über das Zinseinkommen generiert. So stieg die Nettozinsmarge von 2,02% Ende 2022 auf 2,46% im dritten Quartal 2023. Der Ertrag pro Aktie stieg in den ersten neun Monaten 2023 um 72% gegenüber dem Vorjahr. Mit dem 14-fachen meiner Gewinnschätzung vor Steuern für 2024 bleibt Interactive Brokers attraktiv bewertet.

*Interactive Brokers: erster Kauf März 2019*

### **19) Cegedim (2,9%; -0,4%)**

Cegedim folge ich bereits seit 2017. Das Unternehmen war seither auch immer wieder ein beliebtes Investment bei europäischen Nebenwerte Investoren. Einzig die Familie Labrune, welche die Mehrheit mit 53% am Unternehmen hält und auch das Management stellt konnte die Erwartungen bisher nicht erfüllen. Zwar profitiert das Unternehmen mittelfristig sehr wahrscheinlich von der fortschreitenden Digitalisierung der medizinischen Versorgung. Gleichzeitig muss das Unternehmen auch in seine Produktpalette investieren, um gegenüber dem Wettbewerb zu bestehen. Das hat in den letzten Jahren die Profitabilität deutlich reduziert. Dazu kamen defizitäre Geschäftsbereiche wie der Verkauf von Software in Großbritannien oder das Servicegeschäft (business process outsourcing), welche von Maßnahmen zur Profitabilitätssteigerung in den kommenden Jahren profitieren sollten. Weiterhin bleibt das Management bei seinen Aussichten konservativ. Allerdings war in 2023 die relativ starke Umsatzentwicklung ein erstes positives Zeichen. Zudem scheint die Familie Labrune gegenüber den Kapitalmärkten nun doch transparenter kommunizieren zu wollen. Zumindest deuten die Aussagen des Unternehmens in 2023 daraufhin, dass auch die Mehrheitseigner an einer höheren Bewertung des Unternehmens an der Börse interessiert sein könnten. Diese positive Entwicklung spiegelt sich aus meiner Sicht im Aktienkurs nicht wider und eröffnet Steigerungspotential für 2024.

Unser Fonds war bereits in 2021 kurz am Unternehmen beteiligt. In 2023 konnte unser Fonds seine Position zu Kursen aufbauen, die 20% unter unseren Verkaufskursen in 2021 lagen. Gleichzeitig hat das Management seither wesentliche Fortschritte in der Positionierung gegenüber dem Wettbewerb erzielt.

*Cegedim erster Kauf: Februar 2021; Verkauf: Mai 2021; Wiedereinstieg: August 2023*

### **20) Prodways und Materialise (2,8%; -2,6%)**

Prodways konnte meine Erwartung an die Umsatz- und Ertragsziele in 2023 nicht erfüllen. Das Management musste mehrmals die Ziele unterjährig anpassen und sprach von einem Übergangsjahr. Dennoch bleiben auch für 2024 Unsicherheiten bestehen. Zum einen verzögert sich der Verkauf von Maschinen an die wichtigen Kunden Henry Schein und Straumann. Beide wachsen im Bereich für Zahnschienen (aligner) langsamer als erwartet. Daher bleibt der Verkauf von neuen Maschinen auch in 2024 ungewiss. Die 3D Auftragsfertigung leidet ebenfalls unter einer Nachfrageschwäche. Hier bleibt das Ziel Bestehen den Anteil der Serienfertigung gegenüber der Herstellung von Prototypen zu erhöhen. Einzig das Materialsegment liefert beständiges Wachstum und Erträge. Dazu kommen Spezialsegmente wie der Gehörschutz und auch das Softwaresegment entwickelt sich positiv. Die Aktie hat in 2023 sehr stark gelitten und konnte von der Erholung bei Nebenwerten bisher nicht profitieren. Das Management erwartet für 2024 weiterhin positive Zahlungsüberschüsse und Umsatzwachstum. Der Aktienkurs preist aus meiner Sicht derzeit ein Szenario einer zunehmenden Verschlechterung der Geschäftstätigkeit ein.

Bei Materialise haben wir die Position zu einem Durchschnittskurs von USD 6,8 aufgebaut und damit den Preisverfall der Aktie im letzten Jahr weitgehend zu unserem Vorteil nutzen können. Das Unternehmen ist heute mit dem gleichen Börsenwert wie zum Börsengang in 2014 vom Markt bewertet macht aber 3-mal so viel Umsatz und erzielt einen um das 5-fache höheren operativen Gewinn (Basis EBITDA). Nach Jahren der Investition in Forschung&Entwicklung wird sich aus meiner Sicht das Ertragspotential des Unternehmens in den kommenden Jahren deutlich mehr entfalten können.

*Prodways erster Kauf: Juli 2021; Materialise erster Kauf: November 2022*



## **21) Grenke (2,7%; +0,5%)**

In meinem Brief an die Investoren zum 30. Juni 2021 schrieb ich zu Grenke:

*„ Ich sehe Grenke jetzt in einer Übergangszeit - von einem vom Inhaber dominierten und relativ flexiblen Unternehmen hin zu einer regelbasierten und relativ vorsichtig agierenden Institution. Dieser Prozess wird sehr wahrscheinlich auch für den neuen Vorstandsvorsitzenden im Mittelpunkt stehen und noch einige Zeit benötigen. Daher habe ich beschlossen den Verkauf unseres Investments zu empfehlen und die Entwicklung bei Grenke zunächst aus einer neutralen Position weiter zu beobachten.“*

In der Tat gab es wohl seitdem kaum einen Finanzdienstleister, der so intensiv von Wirtschaftsprüfern und der BaFin nach Schwachstellen untersucht wurde. Die Short Attacke eines Leerverkäufers kurz nach der Offenlegung des Betrugsskandals bei Wirecard hatte ganze Arbeit geleistet. Heute ist bekannt, dass es zwar berechtigte Kritikpunkte an Geschäftsabläufen und der Kommunikation nach außen gab. Die wesentlichen Vorwürfe hatten aus meiner Sicht aber keine faktische Unterlegung.

Mit Sebastian Hirsch hat seither ein Vorstandsvorsitzender übernommen, der eine transparente Kommunikation mit den Aktionären führt und regelmäßig mit Eigenmitteln Aktien kauft. Die Familie Grenke ist weiterhin mit rund 40% am Unternehmen beteiligt. Grenke hat aufgrund der Short Attacke an Dynamik verloren und wird daher wohl das starke Wachstum seit der Finanzkrise bis zum Ausbruch von Corona nicht wiederholen können. Mir gefällt aber die günstige Bewertung und die strikte Compliance, welche mittelfristig die Reputation und Marktstellung des Unternehmens fördern sollte.

Unser Fonds konnte in 2023 seine Position in Grenke zu EUR 20,5 pro Aktie aufbauen, was 35% unter unserem Verkaufskurs von 2021 liegt. Marktteilnehmer sollten im Laufe von 2024 mit einem beständig positiven News Flow wieder mehr Vertrauen in das Unternehmen und die Aktie fassen.

*Grenke erster Kauf: März 2020; Verkauf: Februar 2021; Wiedereinstieg; Oktober 2023*

## **22) HelloFresh (2,7%; -0,4%)**

In HelloFresh sind wir seit Oktober 2022 investiert. Der Versender von Kochboxen hat in 2023 sein Investitionsprogramm weitgehend abgeschlossen und geht für die kommenden Jahre von einem Rückgang des Investitionsvolumens auf 2% vom Umsatz aus (gegenüber 4,6% in 2023 und 5,3% in 2023). Damit ist die Anpassung der Kapazitäten an die sprunghaft gestiegene Nachfrage abgeschlossen. Nun geht es darum die Profitabilität voranzubringen. So will das Management den Deckungsbeitrag von 25% in 2022 auf 29% in 2025 erhöhen. Effizienzsteigerungen bei den neuen Fullfillment Centern und Einsparungen in der Beschaffung sollen dies möglich machen. Gleichzeitig konnte das Unternehmen seine Fertigungskapazitäten für Fertiggerichte in den USA in 2023 deutlich erweitern. Mit der Marke Factor wächst der Bereich rasant und kann gleichzeitig Marktanteile hinzugewinnen. Es deutet sich bereits an, dass HelloFresh auch im Fertiggerichte Segment seine dominierende Stellung in den USA behalten können wird. Mit Factor setzt das Unternehmen auf relativ gesunde und zeitsparende Ernährung und bedient damit ein wachsendes kaufkraftstarkes Kundensegment.

Das Unternehmen arbeitet in seinen Kernmärkten seit einigen Jahren profitabel. Lediglich die Investitionen in neue Projekte halten die Profitabilität auf Konzernebene noch zurück. Das sollte sich

in den kommenden Jahren stetig verbessern, wodurch der Markt dem Unternehmen eine höhere Bewertung zugestehen sollte.

*HelloFresh erster Kauf: Oktober 2022*

### **23) Westwing (2,6%; -0,5%)**

Westwing konnte sich in 2023 in seinen Märkten der DACH-Region sowie Südwesteuropa deutlich vom negativen Trend in der Einrichtungsbranche abheben. Die Umsätze für 2023 werden voraussichtlich gegenüber dem Vorjahr stabil bleiben (Zahlen für das 4.Quartal 2023 veröffentlicht das Unternehmen im März). Die operative Marge konnte das Unternehmen nach der Umsetzung von Kosteneinsparungen gegenüber dem Vorjahr deutlich steigern. Daher gab es im November positive Nachrichten, da das Management die Erwartungen für 2023 an hob. Das Management bleibt aber vorsichtig in seiner Markteinschätzung. Ziel ist es auf der Umsatzseite weiterhin stärker zu wachsen als die Branche. Für 2024 steht auch ein wichtiges IT-Projekt an, das mittelfristig die Verwaltungsgemeinkosten weiter senken sollte. Die Eigenmarke „Westwing Collection“ konnte in 2023 ihren Umsatzanteil auf fast 50% steigern. Mit der Eigenmarke erzielt Westwing eine um 10 Prozentpunkte höhere Bruttomarge als mit Drittmarken. Mittelfristig bleibt das Unternehmen bei seinem Ziel die operative Marge (EBITDA) auf mindestens 10% zu erhöhen. Das Unternehmen verfügt zudem über sehr hohe liquide Mittel, denen keine Verbindlichkeiten gegenüberstehen. Mit einer Verbesserung der Unternehmenslage sollte auch der Druck auf das Unternehmen zunehmen diese Mittel an die Aktionäre auszuschütten.

*Westwing erster Kauf: Juni 2020*

### **24) Frequentis (2,5%; -0,1%)**

Frequentis konnte auch im Jahresverlauf den Auftragsbestand weiter steigern. Das Unternehmen erzielt bei Ausschreibungen eine relativ hohe Gewinnrate mit über 40% und kann daher selektiv beim tendering für Projekte vorgehen. Einer der Großaufträge dieses Jahr kommt von der französischen Bahn. Frequentis wird über das nächste Jahrzehnt 40.000 Mitarbeiter mit einem digitalen Datenkommunikationssystem ausrüsten. Insgesamt sind die Aufträge aber über viele Behörden z.B. in der Flugsicherung, Polizei und Feuerwehr weltweit verteilt. Der Umsatz wächst seit Jahren stetig mit rund 8% per annum. Das Unternehmen bleibt mit dem 11-fachen operativen Gewinn meiner Schätzung für 2023 günstig bewertet.

*Frequentis erster Kauf: September 2020*

### **25) Tidewater (2,4%; +2,5%)**

Tidewater profitiert von den steigenden Investitionen in die Erschließung von Erdölfeldern im Meer vor allem in der Nordsee, an der Küste von Brasilien und Guyana sowie Westafrika. Die Schiffsflotte des Unternehmens versorgt die Ölplattformen mit technischem Gerät, und Verbrauchsgütern. Ab 2015 bestand ein Überangebot an sogenannten *platform supply vessels* (PSVs), das sich bis Mitte 2022 weitgehend abgebaut hatte. Heute sind Versorgungsschiffe wieder ein knappes Gut. Bei Tidewater sind die durchschnittlichen Tagesraten in den letzten 3 Jahren um 80% gestiegen. Neuabschlüsse liegen derzeit noch einmal deutlich über diesem Niveau.

In den Jahren 2019 und 2020 hatte unser Fonds die Position in Tidewater zu durchschnittlich USD 16 pro Aktie aufgebaut. 2023 erreichte der Kurs in der Spitze USD 78 pro Aktie (Eine Steigerung von 388%). Derzeit bleiben die Orderbücher für neue Versorgungsschiffe leer. Gleichzeitig werden

immer mehr Schiffe altersbedingt verschrottet. Die operativen Aussichten für 2024 und 2025 bleiben daher für den Anbieter mit der größten Flotte an Versorgungsschiffen weltweit positiv. Die Vergangenheit hat allerdings auch gezeigt, dass die Investitionen in die Erdölförderung starken Zyklen unterliegen. Dienstleister wie Tidewater sind aufgrund ihres kapitalintensiven Geschäfts besonders betroffen. Daher habe ich den Verkauf eines Großteils der Position in 2023 empfohlen.

*Tidewater erster Kauf: April 2019*

## **26) Eurocell (2,3%; -0,2%)**

Das Geschäft von Eurocell litt in 2023 wie von mir erwartet am schwachen Instandhaltungsgeschäft am britischen Wohnungsmarkt. Der Aktienkurs hatte diese Entwicklung in 2022 bereits vorweggenommen. Duraflex, ein wichtiger Wettbewerber von Eurocell, stellte seine Produktion in 2023 ein, was sich positiv auf die Angebotsseite auswirkt. Auch konnte Eurocell dadurch einen weiteren nennenswerten Kunden von Duraflex übernehmen. Das neue Management von Eurocell hat weitere Kosteneinsparungen umgesetzt. Neben der Herstellung von PVC-Teilen für den Fenster- und Türenbau ist das Unternehmen über sein Filialnetz auch im Vertrieb von Baumaterialien tätig. Das Management arbeitet auch hier an der Margenausweitung dieses Segments. Mittelfristig sollte das Unternehmen von notwendigen Investitionen in den alternden Häuserbestand profitieren. Dazu hat das Unternehmen über die letzten fünf Jahre in verschiedene Effizienzsteigerungen investiert, die sich bei zunehmender Nachfrage in höheren Margen widerspiegeln sollten. Das Management hat über das Jahr hinweg Aktien am Unternehmen gekauft, was mich ebenfalls zuversichtlich für die Kursentwicklung in 2024 stimmt.

*Eurocell erster Kauf: Juli 2022*

## **27) Exasol (2,1%; +0,1%)**

Auch wenn der Aktienkurs gegenüber Ende 2022 nahezu unverändert blieb, so hat sich beim Unternehmen selbst viel getan. Mit Jörg Tewes trat ein neuer CEO seinen Dienst an, der vorher bei Amazon eine leitende Funktion innehatte. Mit Henrik Jorgensen gewann das Unternehmen einen erfahrenen Vertriebler von Tableau Software für das Europageschäft. In den USA scheint das Unternehmen nun nach dem erfolglosen Versuch in 2021 immer mehr an Dynamik Kundengewinnung zu entwickeln und konnte Ende des Jahres mit positiven Nachrichten aufwarten. Dabei hilft auch die immer wieder verschobene und nun erfolgreich umgesetzte Produkteinführung einer Cloudlösung.

Mitte des Jahres hatte das Unternehmen eine Kapitalerhöhung durchgeführt, die unseren Anteil zwar verwässerte, gleichzeitig die finanzielle Flexibilität des Unternehmens nun über jeden Zweifel erhaben macht. Positiv stimmt mich, dass Insider über das gesamte Jahr hinweg ihre Position im Unternehmen ausbauen. Für 2024 steht für Exasol der Schritt zum profitablen Softwareanbieter an. Die Bewertung zum 1,8-fachen Umsatz meiner Schätzung für 2024 bleibt günstig.

*Exasol erster Kauf: Februar 2022*

## **28) Computer Modelling (1,9%; +1,8%)**

Der Aktienkurs von Computer Modelling konnte in 2023 um 72% zulegen. Marktteilnehmer honorierten damit die hervorragende operative Entwicklung. Das Kerngeschäft – Software für die effiziente Planung von Erdöl- und Erdgasförderung läuft auf Hochtouren. Gleichzeitig erzielt das Unternehmen bereits 20% der Umsätze aus Softwareverkäufen für die Simulation der Kohlenstoffabscheidung (CCS). Bei CCS besteht ein erheblicher Simulationsbedarf, um technische und

regulatorische Anforderungen zu erfüllen. Gleichzeitig fördern staatliche Institutionen die Implementierung der Kohlenstoffabscheidung. Computer Modelling verfügt über eine stabile Aktionärsbasis und mit Mike Miller über einen erfahrenen Aufsichtsratsvorsitzenden im Bereich Software und vor allem Unternehmensübernahmen. Hier hat das Management dieses Jahr mit der Übernahme von Bluware zugeschlagen. Der Vorstandsvorsitzende Pramod Jain betonte im Investorencall, dass das Management Übernahmen tätigt bei denen es zusätzliche Werte erzeugen kann, die unabhängig von sogenannten Synergien seien. In der Tat scheiterten viele Übernahmen, da mögliche Kosteneinsparungen als Hauptargument für Übernahmen herangezogen würden. Vielmehr müsse bei Übernahmen aber das eigenständige Geschäft analysiert werden. Dabei gehe es darum, wo das Management von Computer Modelling einen Mehrwert liefern könne, um die Akquisition wachsen zu lassen.

*Computer Modelling: erster Kauf März 2022*

### **29) Greenlight Re (1,8%;+0,9%)**

Die operative Entwicklung des Rückversicherers konnte auch in 2023 überzeugen. Das Combined Ratio (die Betriebsaufwandsquote) lag in den ersten neun Monaten bei 95,7% und die Versicherungsprämien stiegen deutlich gegenüber dem Vorjahr. Die Entwicklung des Anlagegeschäfts war in 2023 solide. So ist lediglich der Weggang des langjährigen Vorstandsvorsitzenden Simon Burton ein Wehmutstropfen. Er hatte entscheidend dazu beigetragen das Versicherungsgeschäft für die Zukunft nachhaltig profitabel aufzustellen und es war seine Idee ab 2017 in disruptive Versicherungs-Startups zu investieren. Eine weiteres Standbein des Unternehmens das sich bisher bezahlt machte.

Letztlich wird die Strategie durch den Aufsichtsratsvorsitzenden und Mehrheitsaktionär David Einhorn bestimmt. Zudem ist er für das Anlagegeschäft verantwortlich. Sowohl das Versicherungsgeschäft als auch der Anlagestil David Einhorn's profitieren aus meiner Sicht von einem erhöhten Zinsniveau. Damit dient Greenlight Re in 2024 als negativ korreliertes Investment zum Gesamtmarkt und sollte insbesondere profitieren, falls die erwarteten Zinssenkungen seitens der US Notenbank auf sich warten lassen sollten.-

*Greenlight Re erster Kauf: April 2022*

### **30) The Gym Group (1,8%; -0,1%)**

Der Betreiber von low cost Fitnessstudios konnte seine Umsätze in 2023 um 18% steigern, was zum einen auf einen Anstieg der Mitgliedszahlen um 8% und zum anderen auf Preiserhöhungen um 9% zurückging. Gleichzeitig litt The Gym Group unter höheren Betriebskosten für die 233 Filialen des Unternehmens. Das neue Management um den CEO Will Orr betreibt eine innenfinanzierte Expansionsstrategie. Für 2024 plant das Management die Eröffnung von mindestens 10 neuen Studios. The Gym Group teilt sich den Markt mit dem größeren Wettbewerber Pure Gym (derzeit 362 Filialen). Bereits in 2014 planten die beiden Unternehmen eine Fusion. Diese wurde allerdings von den britischen Wettbewerbsbehörden blockiert, da bereits damals die Sorge vor zu großer Marktdominanz bestand. Aus Investorensicht ist dies ein gutes Signal für einen zunehmenden Wettbewerbsvorteil von The Gym Group. The Gym Group sollte sich in den kommenden Jahren zunehmend gegenüber kleineren Wettbewerbern durchsetzen und von der kontinuierlichen Schließung der öffentlichen community gyms profitieren. Das neue Management unter der Aufsicht des Gründers John Treharne und unter Mitwirkung der Großaktionäre sollte den Unternehmenswert daher deutlich steigern können.

## Verkäufe im 2. Halbjahr 2023

Aktien werden vom Fonds verkauft, wenn sie ein Bewertungsniveau erreichen, welches meine Erwartungen für das Unternehmen weitgehend einpreisen. Zum anderen empfehle ich den Verkauf, wenn der ursprüngliche *Investment Case* keinen Bestand mehr hat und sich die Parameter verschlechtert haben. Auch Opportunitätskosten spielen eine zentrale Rolle. So stehen die Unternehmen im Portfolio in einem stetigen Wettbewerb mit den Unternehmen unserer *Investigation List*, die bereits weitgehend den *Investment* Prozess durchlaufen haben.

### **Osisko Gold Royalties**

Bei Osisko kam es in 2023 zu einem Machtkampf zwischen Großaktionär und Aufsichtsrat, der letztendlich zu Gunsten der Eigentümer endete. Dies ist zunächst positiv, allerdings litt dadurch auch der Fokus auf die operative Entwicklung. Daher habe ich mich im August für den Verkauf entschieden, wenngleich Osisko ein Kandidat für das Portfolio bleibt. Über die Haltedauer von Juli 2019 bis August 2023 erzielte unser Fonds eine IRR von 14% mit diesem Investment.

### **Pason Systems**

Auch Pason bleibt weiterhin ein Kandidat für unser Portfolio. Zunächst möchte ich aber noch die weitere Entwicklung der Erdölförderung in den USA abwarten. Über die Haltedauer von Oktober 2019 bis Oktober 2023 erzielte unser Fonds eine IRR von 8% mit diesem Investment.

### **Holcim**

Holcim beschleunigte in 2023 seine Akquisitionstätigkeit in neue Geschäftsfelder hinein und das langjährige Führungsteam gab bekannt seine Verantwortung abzugeben. Für mich entstanden daraus zu hohe Risiken, weshalb ich den Verkauf der Position empfahl. Über die Haltedauer von November 2022 bis Juli 2023 erzielte unser Fonds eine IRR von 58% mit diesem Investment.

### **eBay**

eBay konnte seit unserem Kauf im Mai 2020 zwar hohe freie Zahlungsmittelüberschüsse erzielen und diese im Sinne der Aktionäre in hohe Aktien Rückkäufe investieren. Gleichzeitig hat die Fokussierung auf spezielle Kundensegmente wie Sneakers Uhren oder Autoteile nur bedingt die Verluste aus dem Massengeschäft ausgeglichen. Das reine Marktplatzmodell ist zwar hochprofitabel, könnte aber über die Jahre weiter durch Wettbewerber erodiert werden. Über die Haltedauer von Mai 2020 bis Oktober 2023 erzielte unser Fonds eine IRR von 12% mit diesem Investment.

### **Ralph Lauren**

Das Management arbeitete die letzten Jahre mit Hochdruck daran die Marke im mittleren Luxussegment wieder zu etablieren. Trotz Konsumschwäche hielt das Management bis zuletzt an den ambitionierten operativen Zielen für 2025 fest. Auf dieser Basis erscheint Ralph Lauren weiterhin günstig. Ende 2023 verkaufte der CEO dann aber mehr als die Hälfte seiner Aktien, was aus meiner Sicht im Widerspruch zu den kommunizierten Aussichten steht. Auch hatte sich der Aktienkurs von Ralph Lauren relativ zu anderen etablierteren Luxusmarken besser entwickelt. Über die Haltedauer von Mai 2022 bis November 2023 erzielte unser Fonds eine IRR von 33% mit diesem Investment.

Möchten Sie mehr zu einzelnen Unternehmen erfahren, empfehle ich Ihnen auch die Lektüre der früheren Investorenbriefe auf unserer Internetseite. Bei Fragen können Sie sich gerne an mich wenden. Ich danke unseren Anlegern für Ihr Vertrauen. Der nächste Investorenbrief erscheint Anfang August 2024.

### **wix.com**

wix.com wird mit seinen stetigen Zuflüssen aus dem Servicegeschäft für Internetseiten in den kommenden Jahren wachsende free cash flows erzielen können. Dennoch ist das Unternehmen unter Berücksichtigung der hohen Aktienvergütungen an die Mitarbeiter relativ hoch bewertet. Über die Haltedauer von Februar 2022 bis Oktober 2023 erzielte der Fonds eine IRR von 17% mit unserem Investment in wix.com.

Der nächste Investorenbrief erscheint im Juli 2024. In der Zwischenzeit veröffentliche ich monatlich einen Kommentar zur Fondsentwicklung.

Ich wünsche Ihnen ein erfolgreiches und gesundes Jahr 2024.

Benedikt Olesch, CFA

b.olesch@wertartcapital.com

## Kontakt Vertrieb

Honovi INVEST

Jörn Schiemann

[Joern.schiemann@honovi-invest.de](mailto:Joern.schiemann@honovi-invest.de)

+49 (0)692475196821

+49 (0)15901311982

Christian Brockhoff

[christian.Brockhoff@honovi-invest.de](mailto:christian.Brockhoff@honovi-invest.de)

+49 (0)692475196822

+49 (0)1731946757

Honovi INVEST | Weißfrauenstraße 12-16 | 60311 Frankfurt am Main



#### Rechtliche Hinweise:

Die Anlageberatung und Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpIG) erbringen wir als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 3 Abs. 2 WpIG ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg (NFS). Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG. Unsere Tätigkeit bei der Anlageberatung und Anlagevermittlung wird der NFS zugerechnet. Dies ist eine Marketingmitteilung. Sie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Bitte lesen Sie vor einer Anlageentscheidung die verbindlichen Verkaufsdokumente, die Ihnen Ihr Berater oder der jeweilige Emittent auf Anfrage zur Verfügung stellt. Frühere Wertentwicklungen lassen nicht auf zukünftige Renditen schließen. Wertpapiergeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken, insbesondere dem Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals, behaftet. Diese Marketingmitteilung unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben.

Die Honovi Invest GmbH ist im Rahmen der Anlagevermittlung von und der Anlageberatung in Finanzinstrumenten gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 3 und Nr. 4 des Wertpapierinstitutsgesetzes („WpIG“) als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 3 Abs. 2 WpIG ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der AHP Capital Management GmbH, Weißfrauenstraße 12 – 16, 60311 Frankfurt am Main, („AHP“) tätig.