

## 6. Investorenbrief

Bericht zum 30.06.2022



Traunstein, den 1. August 2022

Liebe Anleger und Anlegerinnen,

Im ersten Halbjahr 2022 sank der Anteilswert des WertArt Capital Fonds nach Gebühren um 9,0 %. Die folgende Tabelle zeigt die Wertentwicklung seit Auflage des Fonds in Euro und im Vergleich zum MSCI World Total Return Index ebenfalls in EUR<sup>1</sup>:

Jahr	WertArt Capital Fonds	MSCI World Total Return
2019 (seit Auflage am 11. März)	-5,8%	17,3%
2020	18,0%	5,9%
2021	14,0%	33,1%
2022 H1	-9,0%	-14,4%
Annualisierte Rendite seit Auflage	4,4%	10,9%
Gesamtrendite seit Auflage	15,3%	41,5%

Der Fonds konnte sich im ersten Halbjahr 2022 gut gegenüber dem Gesamtmarkt behaupten<sup>2</sup>. Uns half dabei die breite Aufstellung unseres Portfolios über verschiedene Sektoren. So konnten vor allem unsere langjährigen Investments in den Unternehmen **Tidewater (3,3%)<sup>3</sup>** und **Pason Systems (3,8%)** positiv zur Wertentwicklung beitragen. Beide Unternehmen profitieren von kräftiger Nachfrage nach ihren Dienstleistungen.

Der Kursrutsch bei Technologieaktien gewann im ersten Halbjahr 2022 an Dynamik<sup>4</sup>. Auch unsere Aktien in diesem Sektor konnten sich dem nicht entziehen. Die Anbieter von Unternehmenssoftware **House of Control (verkauft)**, **Whispir (0,9%)** und **TransAct Technologies (0,7%)** sanken kräftig im Preis. Die Unternehmen erfreuen sich hoher Nachfrage nach ihren Produkten und haben daher bisher ausgiebig in die Erweiterung ihres Geschäfts investiert. Die Manager unserer jungen Wachstumsunternehmen sind sich aber mittlerweile der neuen wirtschaftlichen Gesamtlage geprägt

<sup>1</sup> Die Performanceberechnung erfolgt nach der BVI Methode und berücksichtigt jährliche Ausschüttungen. Fondsstart war der 11.03.2019. Die Jahresperiode endet am 31. Dezember.

<sup>2</sup> Der S&P 500 verlor 20,6% in USD und verbuchte damit sein schlechtestes erstes Halbjahr seit 1970.

<sup>3</sup> Gewichtung in Bezug auf das Fondsvolumen zum 30.06.2022

<sup>4</sup> So verlor der US Technologieindex Nasdaq im ersten Halbjahr 2022 30% in USD.

durch Inflation und einer möglichen Rezession bewusst. Das Erreichen der Profitabilität in absehbarer Zeit steht daher nun für diese Unternehmen im Vordergrund.

Am schwersten traf es aber unsere beiden Onlinehändler **Westwing (1,9%)** und **Naked Wines (2,1%)**. Deren Aktienkurse sanken im ersten Halbjahr um mehr als 60%. Beide Unternehmen werden vom Markt mittlerweile geringer bewertet als vor dem Wachstumsschub durch die Corona Pandemie. Ein Abflauen der Umsätze gegenüber dem Vorjahr und Kostensteigerungen in der Beschaffung sowie im Versand der Produkte beunruhigen die Marktteilnehmer.

Westwing wird in 2022 voraussichtlich knapp EUR 500 Mil. an Umsatz erzielen und hat zum Ende des ersten Quartals EUR 79 Mil. freie Liquidität in der Bilanz. Demgegenüber steht lediglich eine Marktkapitalisierung von EUR 150 Mil. Kann das Unternehmen meine Erwartung an eine operative Marge von 4% bis 6% des Umsatzes in den kommenden Jahren erreichen, sollte sich der Aktienkurs ausgehend vom heutigen Niveau vervielfachen.

Bei Naked Wines kam es zum Ende des ersten Halbjahres zu einem rasanten Kurssturz, als das Unternehmen die Zahlen zum letzten Geschäftsjahr veröffentlichte. Das Wachstum verlangsamte sich deutlich und die Rentabilität der Kundengewinnung sank. Zudem äußerten sich die Wirtschaftsprüfer im Konzernbericht besorgt über die Fortführung der Unternehmung.

Zur Erinnerung - Naked Wines hat folgendes Geschäftsmodell: Die Kunden zahlen monatliche Beiträge. Diese Beiträge leitet Naked Wines an ausgewählte Winzer weiter, die sich dadurch auf die Produktion ihrer Weine konzentrieren können. Die Kunden finanzieren also die Produktion der Weine vor und kaufen dann ihre Auswahl an Weinen von Naked Wines. Gerade in den USA ermöglicht dieses Modell erhebliche Kosteneinsparungen, da der Weinmarkt in den USA von Zwischenhändlern geprägt ist, die den Wein für den Endverbraucher erheblich verteuern. Naked Wines verzichtet auf die Zwischenhändler und gibt einen Großteil der Einsparungen an die Kunden und Winzer weiter.

Die Wirtschaftsprüfer haben nun bemängelt, dass das Unternehmen in einem zunehmend schwierigeren Umfeld unter Umständen nicht fortbestehen könnte. Aus meiner Sicht besteht das Hauptproblem in den vorausbezahlten Beiträgen der Kunden (*customer funds*), die sich zum Jahresende auf GBP 76 Millionen beliefen. Die Kunden dürfen diese Beiträge jederzeit zurückfordern, solange sie diese noch nicht in Wein eingelöst haben. Über die Beiträge finanziert das Unternehmen die Herstellung des Weins. Zum Geschäftsjahresende besaß das Unternehmen fertiggestellten und in der Herstellung befindlichen Wein im Wert von GBP 142 Mil. Dazu kommen GBP 40 Mil. an Bankguthaben. Aus dem operativen Geschäft erwartet das Unternehmen für das kommende Geschäftsjahr einen einstelligen Millionenbetrag an Abflüssen. In dem vom Management gegebenen Ausblick sollte das Unternehmen demnach in keine Schwierigkeiten geraten, denn der Zahlungsmittelabfluss könnte durch die Bankguthaben mehr als ausreichend gedeckt werden. Entwickelt sich das Geschäft allerdings schlechter als erwartet, kann das Unternehmen verschiedene Maßnahmen ergreifen. Zum einen können die Ausgaben für Marketing und zukünftiges Wachstum gekürzt werden. Zum anderen kann das Unternehmen bestehende Weinvorräte über andere Vertriebskanäle veräußern.

In einem *follow-up Call* zu den Jahreszahlen mit dem Management bekräftigte der Vorstandsvorsitzende Nick Devlin die Handlungsfähigkeit des Unternehmens auch in einem schwierigen Umfeld. Er verwies ebenfalls darauf, dass der Weinkonsum in vergangenen Krisen und Wirtschaftsabschwüngen relativ stabil blieb. Naked Wines verfügt zudem über eine treue Kundenbasis. Der Anteil der wiederkehrenden Kunden liegt seit Jahren bei über 80%. Für einen Internethändler ist

dies ein sehr guter Wert. Nick Devlin macht die folgende Rechnung auf. Das Unternehmen erzielt mit den wiederkehrenden Kunden einen *contribution profit*<sup>5</sup> von rund GBP 80 Millionen. Um diesen Kundenstamm stabil zu halten, hält er GBP 20 Mil. an Marketingaufwendungen für nötig. Dazu kommen noch Verwaltungskosten von GBP 35 Mil. Folglich könnte das Unternehmen aus dem bestehenden Geschäft und ohne Investitionen in zukünftiges Wachstum bereits einen operativen Gewinn von GBP 25 Mil. erzielen. Naked Wines hat derzeit eine Marktkapitalisierung von GBP 110 Mil.

Im Investorenbrief zum Jahresende 2022 werde ich wie gewohnt auf jedes unserer Portfoliounternehmen eingehen und über deren Entwicklung berichten. Ich möchte Ihnen nun gerne detailliert unsere Neuinvestitionen aus dem ersten Halbjahr vorstellen. Die Volatilität an den Märkten im ersten Halbjahr, hat bei einigen Unternehmen denen ich seit längerem folge, zu aus meiner Sicht günstigen Einstiegsmöglichkeiten geführt.

## Neue Investitionen im ersten Halbjahr 2022

### Wix.com (2,8%<sup>6</sup>)

Wix hilft seinen Nutzern bei der Erstellung und dem Betreiben ihrer Internetseiten. Es ist vor allem die leichte und intuitive Bedienbarkeit der Software, die es auch dem Laien ermöglicht mit Wix eine ansprechende Internetseite zu erstellen. Nutzer melden sich bei WIX an<sup>7</sup>, können einen Teil des Angebots kostenlos nutzen und werden zu zahlenden Kunden, sobald sie ein breiteres Produktangebot nutzen möchten. Wix hat derzeit rund 230 Mio. Nutzer und 6 Mio. zahlende Kunden. Die wachsende Nutzerzahl bietet damit eine hervorragende Ausgangsbasis zur Kundengewinnung. Den bestehenden Kunden wird eine breite Produktpalette angeboten, welche den Umsatz pro Kunde über die letzten Jahre stetig steigen ließ.

Das Unternehmen unterscheidet zwei Kundengruppen. Die eine Gruppe besteht aus den *self creators*, die derzeit 79% des Umsatzes ausmachen. Dies sind kleine Betriebe z.B. im Dienstleistungsbereich oder digitalem Einzelhandel. Die Nutzer erstellen ihre Internetseiten weitgehend eigenständig mit der Wix Software und Wix stellt die gesamte technische Infrastruktur bereit. Das Geschäft ist profitabel<sup>8</sup> und wächst voraussichtlich mit jährlich mindestens 10% über die kommenden 3 Jahre.

Die zweite Gruppe besteht aus Agenturen, welche auf der Wix Plattform für ihre eigenen Kunden Internetseiten gestalten und an die Anforderungen ihrer Kunden individuell anpassen. Wix hat in den letzten Jahren viel Geld investiert, um das Angebot auch für anspruchsvolle Designer attraktiv zu machen. Neben der breiten Funktionalität und der Vielfalt an Bausteinen für ein digitales Geschäft profitieren die Agenturen von der bestehenden Infrastruktur, da sie sich weder um das *hosting*<sup>9</sup> noch um die Sicherheit der Internetseiten ihrer Kunden kümmern müssen. Das *partners* Segment ist noch recht jung und wächst mit voraussichtlich rund 30% pro Jahr. Interessant ist hier, dass zum einen die Anzahl der verbundenen Agenturen stetig zunimmt. Zudem steigt auch die Anzahl der Kunden pro verbundener Agentur, da die Agenturen zunehmend Kunden auf die Wix Plattform transferieren. Das

---

<sup>5</sup> Entspricht dem Bruttogewinn abzüglich Kosten für Logistik und Versand.

<sup>6</sup> Gewichtung in Bezug auf das Fondsvolumen zum 30.06.2022

<sup>7</sup> Bereits 50% der Nutzer kommen direkt zu Wix ohne, dass das Unternehmen dafür Marketingausgaben entsehen.

<sup>8</sup> Das Management erwartet eine *free cash flow* Rendite von 14% bis 19% in 2022 und plant eine Steigerung auf knapp 30% bis 2025 für den *self creators* Geschäftsbereich.

<sup>9</sup> Das Erstellen und Veröffentlichen von Internetprojekten - zu den wichtigsten Arten zählt das Webhosting, welches die Bereitstellung von Webspace und die Unterbringung von Websites umfasst.

Wachstum verstärkt sich durch diesen Effekt. Aufgrund der anhaltenden Investitionen in dieses Kundensegment erzielt das Unternehmen hier noch keine Zahlungsmittelüberschüsse<sup>10</sup>.

Das Management hat die Zeichen der Zeit erkannt und legt den Fokus in ihrer 3-Jahresplanung auf Profitabilität. Mit USD 28 Mil. war der *free cash flow*<sup>11</sup> in 2021 noch von hohen Aufwendungen für Neueinstellungen, Forschung & Entwicklung sowie Marketingaktivitäten belastet. Das Management betont, dass ein Großteil der Investitionen in die Infrastruktur (z.B. die eigenen Datenzentren) und die Produktentwicklung mittlerweile abgeschlossen sind. Das Unternehmen hat den Personalbestand dafür in den letzten Jahren deutlich erhöht<sup>12</sup>, wird aber in den kommenden Jahren weniger neue Mitarbeiter benötigen. Gleichzeitig erwartet das Management ein jährliches Umsatzwachstum von durchschnittlich mindestens 15% bis 2025. Durch Vertriebspartnerschaften wie z.B. mit Vistaprint plant das Management die bestehende Plattform weiter auszulasten. Aufgrund der zu erwartenden Skaleneffekte zielt das Management auf einen *free cash flow* von USD 500 Mio. oder 20% in Relation zum Umsatz in 2025 ab.

Das Unternehmen verfügt derzeit über freie Zahlungsmittel in Höhe von USD 600 Mio. Die Marktkapitalisierung des Unternehmens beträgt derzeit USD 3,4 Mrd.<sup>13</sup>. Interessant ist auch, dass das Unternehmen von den bestehenden Nutzern sogenannte *bookings* in Höhe von USD 15,7 Mrd. über die nächsten zehn Jahre erwartet. Ein für die kommenden Jahre wahrscheinliches Nutzerwachstum wird in dieser Betrachtung außer Acht gelassen. Diskontieren wir die Zahlungsmittelüberschüsse über die nächsten 10 Jahre und nehmen an, dass das Geschäft danach komplett eingestellt wird, so liegt der daraus resultierende Wert mehr als doppelt so hoch wie der derzeitige Marktpreis<sup>14</sup>.

Darüber hinaus weitet das Unternehmen seine Aktienrückkäufe aus. Im Moment könnten Aktien im Wert von USD 500 Mil. vom Unternehmen bis Ende des Jahres 2022 zurückgekauft werden. In 2021 wurde ein Programm über USD 200 Mil. komplett ausgenutzt.

### **Salesforce (2,2%)**

Salesforce ist mit 20% Marktanteil<sup>15</sup> weltweit der führende Anbieter von *customer relations software*. Das Unternehmen bietet Softwarelösungen für Verkauf, Kundenservice und Marketing. Dazu kommen Lösungen zur Datenanalyse und Softwareintegration<sup>16</sup>, sowie eine Plattform auf der Entwickler ihre Lösungen an Salesforce Kunden anbieten können. Das Unternehmen war seit der Gründung in 1999 der Vorreiter beim Verkauf von Software über das Internet. Der Verkauf von Software über die *cloud* brachte den Kunden erhebliche Vorteile. Es mussten keine hohen Anschaffungen beim Kauf der

---

<sup>10</sup> In 2022 plant das Management mit einer negativen *free cash flow* Rendite von 35%, die in 2025 den break even erreichen soll.

<sup>11</sup> Free Cash Flow ist der operative Zahlungsmittelüberschuss abzüglich materielle und immaterielle Investitionen.

<sup>12</sup> Alleine in den letzten 12 Monaten wurden 900 neue Mitarbeiter eingestellt. Derzeit arbeiten rund 6000 Mitarbeiter für Wix

<sup>13</sup> Wie bei den meisten Technologieunternehmen stellt die stock based compensation also die Bezahlung der Mitarbeiter mit Aktien und/oder Aktienoptionen eine große Komponente der Entlohnung. Das Management erwartet, dass die stock based compensation bis 2025 auf 12% des Umsatzes sinkt. Im freien Cash Flow ist diese Kostenkomponente nicht enthalten, sondern lediglich in der Gewinn- und Verlustrechnung. In meiner Kalkulation nehme ich einen Anstieg der Aktienanzahl bis 2025 auf 64,3 Mio. an, um diesen Effekt zu berücksichtigen.

<sup>14</sup> Aufgrund der stabilen Nutzerbasis unterliegt diese Betrachtung der Annahme, dass die Marketingaktivitäten um 90% zurückgefahren werden. Die Diskontierungsrate liegt bei 15%.

<sup>15</sup> <https://salesforcetime.com/2021/04/27/salesforce-named-1-crm-provider-for-eight-years-in-a-row/>

<sup>16</sup> MuleSoft eine Tochter von Salesforce ist hier ein direkter Wettbewerber unseres Investments Software AG.

Software mehr geleistet werden, die Installation vereinfachte sich und die *updates* der Software konnten effizienter und kostengünstiger durchgeführt werden. Für die Unternehmen führte dies vor allem zu mehr Planbarkeit in Bezug auf Kosten und Nutzung der Software.

In 2020 übernahm Salesforce das kanadische Softwareunternehmen Slack für USD 27,7 Mrd. Slack ist auf digitale Kommunikation und Zusammenarbeit in Unternehmen spezialisiert. Salesforce hatte zuvor bereits fast 80 Softwareunternehmen übernommen darunter Mulesoft, Tableau und Exact Target. Die Integration der Unternehmen lief fast immer sehr erfolgreich. Die zugekauften Produkte konnten über die sehr gut aufgestellte Vertriebsmannschaft von Salesforce besser vermarktet werden und ergänzten das bestehende Produktangebot. Salesforce konnte die Rentabilität der gekauften Unternehmen in der Vergangenheit erhöhen und gleichzeitig die Stärken der Zukäufe in das Gesamtunternehmen einfließen lassen. Mit Slack kauft sich Salesforce laut Management z.B. sehr gute technische Expertise ein. Nach der Übernahme von Slack setzt das Unternehmen für die kommenden Jahre auf organisches Wachstum und eine weitere Erhöhung der operativen Marge. So erwartet das Management den Umsatz bis 2025 auf USD 50 Mrd. steigern zu können.

Das Unternehmen plant dieses Jahr mit einem Umsatz von USD 31 Mrd. Demgegenüber steht eine Marktkapitalisierung von rund USD 180 Mrd. Nach dem Kurssturz im ersten Halbjahr konnten wir Salesforce Aktien zu rund USD 165 per Aktie einsammeln. Mit dem 30-fachen des *free cash flows* erscheint das Unternehmen auf den ersten Blick nach wie vor hoch bewertet. Aus meiner Sicht rechtfertigen die wettbewerbsfähige Produktpalette, die sehr guten Wachstumsaussichten und die starke Unternehmensführung unter dem Gründer, Aktionär und Co-CEO Mark Benioff den gezahlten Preis. Sollte das Unternehmen die Ziele erfüllen, wird sich der Preis im Nachhinein als sehr günstig erweisen.

### **Computer Modelling (3,0%)**

Wie unser bestehendes Investment in Pason Systems hat Computer Modelling seinen Hauptsitz in Calgary, Kanada. Und ähnlich wie Pason Systems ist Computer Modelling in einem Oligopol mit lediglich zwei Wettbewerbern tätig. Computer Modelling verkauft Software zur Planung der effizienten Förderung von Energiequellen (vornehmlich Erdöl). Da jede Quelle unterschiedlich ist, hilft eine Simulation im Vorfeld und vor allem während der Förderung, die Kosten zu senken und die Umweltverträglichkeit der Förderung zu steigern. Das Unternehmen investiert jährlich mehr als 20% des Umsatzes in Forschung und Entwicklung und sieht sich selbst führend bei der Modellierung von schwierigen Förderprozessen. Dabei kommt die Technologie häufig bei bereits länger laufenden Projekten zum Einsatz, bei denen die Förderung der verbliebenen Ressourcen immer komplexer wird.

Das Unternehmen hat über die letzten Jahrzehnte intensive Kundenbeziehungen zu nahezu allen großen Förderunternehmen aufgebaut. Seit dem Hochpunkt der Investitionen in die Öl- und Gasförderung in 2014 sind die Umsätze um 22% gesunken. Das Unternehmen bleibt mit einer operativen Marge von knapp 40% aber hochprofitabel.

Auch wenn sich die Förderunternehmen derzeit noch zieren, werden sie aus meiner Sicht mittelfristig wieder mehr investieren müssen. Computer Modelling wird vor allem wachsen können, wenn wieder mehr Investitionen in die Förderung bestehender Projekte fließen. Auch wird die Speicherung von CO<sub>2</sub> in Zukunft eine größere Rolle spielen. Das Unternehmen bietet hierfür bereits Softwarelösungen an. Als Softwareunternehmen mit einem hohen Anteil an planbaren wiederkehrenden Umsätzen sollte Computer Modelling über die Zeit hinweg wieder von steigender Nachfrage profitieren können.

Im Februar diesen Jahres übernahm Mark Miller den Vorsitz des Aufsichtsrates. Mark Miller ist *chief operating officer* bei Constellation Software. Constellation Software ist auf den Kauf von Unternehmen mit branchenspezifischen Softwarelösungen spezialisiert. Constellation ist damit seit dem Start in 1995 äußerst erfolgreich gewesen und die Aktie konnte seither um mehr als 10.000% zulegen.

Im Mai 2022 übernahm dann Pramod Jain den Posten des Vorstandsvorsitzenden bei Computer Modelling. Er war lange beim Softwarespezialisten für Flugsoftware Sabre und die letzten beiden Jahre bei einem *start up* beschäftigt.

Die Übernahme des Aufsichtsratsvorsitzes durch Mark Miller ist aus meiner Sicht ein positives Signal und könnte mittelfristig sogar auf eine Übernahme durch Constellation Software hindeuten. In 2020 wurde Mike Miller bereits in den Aufsichtsrat von Computer Modelling gewählt. In einer Fragerunde mit Analysten bestätigte damals der Chef von Constellation Software, Mike Leonhard, dass eine vorherige Beteiligung im Aufsichtsrat die Risiken einer späteren Übernahme aus seiner Sicht senke.<sup>17</sup>

### **Exasol (1,1%)**

Exasol hilft seinen Kunden bei der Auswertung von Daten. Über Algorithmen und künstliche Intelligenz kann ein Unternehmen mit Hilfe von Exasol z.B. herausfinden, ob eine versendete Werbeemail zu einem Kaufabschluss geführt hat. Internethändler können mit Exasol Kundenprofile erstellen und damit ihre Produkte dynamisch bepreisen. Exasol's Software liefert deutlich schneller Ergebnisse und dies zu geringeren Kosten als herkömmliche Produkte von Oracle, IBM, SQL Server oder Teradata. Gegenüber den herkömmlichen Systemen, welche auf die Festplattenlaufwerke zum Datenmanagement zurückgreifen, nutzt Exasol den Arbeitsspeicher eines Computers als Datenspeicher. Dies ermöglicht eine deutlich schnellere Auswertung der Daten und ist für die Kunden zudem günstiger, da sie weniger in die IT-Infrastruktur investieren müssen.

Derzeit verfügt das Unternehmen vor allem über große Kunden, die für das Unternehmen bis zu sechsstelligen Umsätzen pro Jahr generieren. Die Investitionshürden sind für diese Kunden demnach hoch und die Kundengewinnung war daher bisher dementsprechend zeitaufwendig. Exasol hat deswegen Anfang 2022 eine volumenbasierte und bedienungsfreundliche Cloudlösung auf den Markt gebracht (*software as a service* oder *SaaS*). Somit können Kunden die Software erst einmal zu einem günstigen Preis testen und dann kontinuierlich Dienste und Volumen zukaufen. Wie das Unternehmen in seinem Jahresbericht ausführt, bildet Exasol's SaaS Lösung „den letzten Baustein für die maximale Flexibilität für Kunden, denn ab sofort können sie frei entscheiden, wie sie die Exasol-Software nutzen wollen: als Komplett-Implementierung inklusive Hardware, als reine Software-Variante im eigenen

---

<sup>17</sup> <https://www.csisoftware.com/docs/default-source/investor-relations/shareholder-q-a/qa---august-2020---final.pdf>

*„Our Operating Group managers generally check with me before going on an outside board. Some ask me for leads or ideas regarding finding a directorship. We don't have a hard and fast policy about outside board service. My advice to them is that they should serve on a board or two. It can be educational. I also warn them that the attraction of board membership soon pales unless you have a big chunk of your net worth invested in the company or are staking your career on the outcome. Only then do you pay attention, dig in, and fight over the important but frequently unpleasant issues. Regarding acquiring a business where there is an interlocking board... I haven't seen any studies on the topic, but my initial reaction is that it might lower the risk associated with the acquisition.“*



*Rechenzentrum bzw. im eigenen Cloud-Account (auf AWS, Google Cloud Platform oder Microsoft Azure), sowie als Managed Service in der SaaS Variante, in der das Thema Infrastruktur und Betrieb komplett von Exasol angeboten wird. Exasol bildet somit aus Sicht des Vorstandes die ideale Lösung als Brücke zwischen der Cloud und der On-Premise Welt, bzw. als hybride Lösung, die das Beste aus beiden Welten vereint. Gegenüber reinen Cloud-Anbietern ist dies aus Sicht des Vorstandes ein entscheidender Wettbewerbsvorteil, ...“*

Exasol ging im Mai 2020 zu EUR 9,5 pro Aktie an die Börse und führte im Dezember des gleichen Jahres eine Kapitalerhöhung zu EUR 19,5 pro Aktie durch. Insgesamt flossen der Gesellschaft dadurch EUR 87,2 Mil. zu. Seitdem hat das Unternehmen weiter sehr stark in das zukünftige Wachstum investiert. Gleichzeitig zeigte sich aber auch, dass die Expansion in den USA und Großbritannien schwieriger war als gedacht. Hier musste das Management die Strategie korrigieren.

Die Euphorie für das Unternehmen ist an der Börse mittlerweile verflogen. Anfang August 2022 notiert die Aktie bei EUR 3,8. An der Börse besteht die Sorge, dass die noch vorhandenen liquiden Mittel in Höhe von EUR 26,6 Mil. nicht ausreichen, bis Exasol die Gewinnschwelle erreicht. Gleichzeitig hat das Management mehrfach (Kapitalmarkttag am 1. Juni 2022, Gespräch mit mir, Analystengespräche) bestätigt, die Gewinnschwelle in 2023 zu erreichen. Bereits die Zahlen zum ersten Halbjahr 2022 zeigen eine deutliche Verbesserung der Geschäftstätigkeit. Zum Jahresende 2022 plant das Management mit einer vorhandenen Liquidität von EUR 10 bis EUR 12 Mil. Dieses Niveau soll in 2023 beibehalten werden, bevor in 2024 die Zahlungsmittelüberschüsse deutlich ansteigen.

Ein Großteil der notwendigen Investitionen hat das Unternehmen in den vergangenen Jahren geleistet. So liegen die Umsätze pro Mitarbeiter bei etablierten Softwareunternehmen um das zwei bis dreifache höher als bei Exasol. Das Management hält daher die Mitarbeiteranzahl für ausreichend, um wiederkehrenden Umsätze mit den bestehenden Kapazitäten um 30% pro Jahr wachsen zu lassen.

Exasol zeigt auch bei den für Softwareunternehmen wesentlichen Steuerungsgrößen gute Werte. Zum einen ist Exasol in der Lage den Umsatz mit der bestehenden Kundschaft kontinuierlich zu erhöhen. In 2021 lag die *net retention rate* bei 121%. Dementsprechend konnte Exasol die Softwarebuchungen mit der bestehenden Kundschaft aus dem Vorjahr um 21% steigern. Das Unternehmen ist daher nur zum Teil auf die Gewinnung von Neukunden angewiesen, um seine Wachstumsziel zu erreichen. Zudem lag die *net retention* in 2020 nur bei 112%. Ein weiteres Indiz dafür, dass die bestehenden Kunden ihre Käufe ausweiten. Ebenfalls sank der *customer churn* von 9,0% in 2020 auf 4,6% in 2021. Der Anteil der Kunden die ihr Vertragsverhältnis mit Exasol kündigen, hat sich demnach halbiert.

### **Greenlight Re (3,8%)**

Greenlight Re ist nach Fairfax Financial das zweite Versicherungsunternehmen in unserem Portfolio. Das Versicherungsgeschäft besteht bei Greenlight Re aus kurz laufenden Rückversicherungen im Schaden & Unfallsegment. Damit ist das Unternehmen weniger stark als die meisten Konkurrenten von steigenden Inflationsraten betroffen.

Simon Burton hat in 2017 den Vorsitz im Vorstand übernommen. Seitdem hat er zwei wesentliche Änderungen vorgenommen. Zum einen hat er das Versicherungsportfolio auf breitere Füße gestellt, indem er die Anzahl der Vertragsparteien deutlich erhöht und die Schadensansprüche diversifiziert hat. So ist die Abhängigkeit der Top 5 Vertragspartner von 72% der Prämieinnahmen in 2017 auf heute 20% gesunken. Auch die Abhängigkeit von Autoversicherungen hat das Management deutlich gesenkt. Gerade das Autogeschäft ist derzeit von den hohen Inflationsraten betroffen.

Zum anderen begannen Simon und sein Team in 2018, Greenlight an kleinen Unternehmen mit neuen Ideen im Versicherungsbereich zu beteiligen. Neben der Kapitalvermehrung steht hier auch der Ausbau des eigenen Geschäfts im Vordergrund. Mittlerweile hält Greenlight 21 Beteiligungen und erzielt bereits 10% der Prämieinnahmen mit den beteiligten Unternehmen zusammen.

Greenlight Re investiert 40% bis 50% des Eigenkapitals in den Hedgefonds des Investors David Einhorn. Greenlight Re partizipiert damit an dessen Investitionsentscheidungen. Die Performance von David Einhorn war in den letzten Jahren unterdurchschnittlich. Dennoch konnte Greenlight Capital seit Gründung in 1996 eine jährliche Rendite in Höhe von 12,6% für deren Anleger erzielen.<sup>18</sup> Greenlight Capital investiert in Aktien und weitere Assetklassen, hat aber auch die Möglichkeit *short* zu gehen, also auf fallende Kurse zu setzen. In dem derzeitigen Marktumfeld bietet diese Möglichkeit aus meiner Sicht zusätzliche Renditechancen. Auch wenn David Einhorn ein schwieriges Jahrzehnt hinter sich hat, erwarte ich, dass sein Investmentstil in den kommenden Jahren überdurchschnittliche Erträge erzielen sollte und an vergangene Erfolge anknüpft.<sup>19</sup>

Höhere Erträge aus dem Versicherungsgeschäft, ein steigender Anteil der disruptiven Unternehmensbeteiligungen am Prämiegeschäft sowie eine stärkere Performance von Greenlight Capital als in den vergangenen Jahren sollte den Bewertungsabschlag der Aktie gegenüber anderen Rückversicherern schrumpfen lassen.<sup>20</sup>

### **Vesuvius (2,8%)**

In Vesuvius war der Fonds bereits in 2020 kurz investiert und wir verkauften unsere Beteiligung nach einem steten Anstieg der Aktie. Das Unternehmen ist zwar in einem zyklischen Umfeld tätig, konnte aber über die Jahre recht stabile Erträge erwirtschaften. Zudem fanden über die letzten Jahre verschiedene Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz statt, welche mittlerweile abgeschlossen sind.

Vesuvius beliefert vornehmlich Stahlwerke mit Feuerfestprodukten (Advanced Refractories; 32% der Umsätze) sowie Verbrauchsgütern und Anlagen für die Strömungskontrolle beim Strangguss (Flow Control; 40% der Umsätze). Hauptkonkurrent ist RHI Magnesita, wobei sich Vesuvius im Bereich Flow Control führend sieht. Vesuvius hat zudem die Tochter Foseco (Foundry 28% der Umsätze) im Konzernverbund, welche Gießereien mit Verbrauchsmaterialien wie Filtern, Einfüllsystemen und hitzebeständigen Containern versorgt. Hier nimmt das Unternehmen ebenfalls eine führende Marktposition ein.

Vesuvius Produkte werden von den Kunden regelmäßig verbraucht und sind wichtig für eine effiziente und qualitativ hochwertige Fertigung. Gleichzeitig machen die Produkte nur einen geringen Teil der Gesamtkosten der Kunden aus. Aufgrund seiner führenden Technologiestellung und der Relevanz seiner Produkte für eine funktionierende Produktion, kann Vesuvius steigende Kosten direkt an die Kunden weiterreichen.

Im ersten Halbjahr 2022 stieg der Umsatz um 26% und der operative Gewinn um 79% gegenüber dem Vorjahr, obwohl die wesentlichen Endmärkte – die Produktion von hochwertigen Stahlerzeugnissen, sowie die Automobil- und Nutzfahrzeugproduktion - rückläufig waren. Auch wenn sich diese

---

<sup>18</sup> Lt Greenlight Capital Investorenbrief zum Jahresende 2021

<sup>19</sup> Von Januar bis Juli 2022 verbuchte der Fonds für Greenlight Re ein plus von 7,9% gegenüber einem Verlust des S&P 500 von 13,9% in USD.

<sup>20</sup> Greenlight Re notiert derzeit zum dem 0,5 fachen Buchwert.



Steigerungen nicht für das Gesamtjahr fortschreiben lassen, geht das Management von einem deutlichen Gewinnwachstum aus.

Vesuvius erzielt 40% seiner Umsätze in Europa und jeweils 30% in Amerika und Asien. Cevian Capital ist seit mehr als 10 Jahre an Vesuvius beteiligt und hält 21% der Anteile. Patrick Andre (CEO) und Guy Young (CFO) leiten das Unternehmen gemeinsam seit 2017. Das Management hat seither in Kosteneinsparungen und Effizienzsteigerungen bei der Produktion investiert. Das Programm konnte im Wesentlichen in 2020 abgeschlossen werden. Daher sehe ich in den nächsten Jahren Potential für eine Verbesserung der operativen Margen (derzeit 9%) auf frühere Werte von 10%+.<sup>21</sup> Der Markt sollte dem Unternehmen daher bald eine höhere Bewertung zugestehen.

### **Ralph Lauren (2,7%)**

Das Modeunternehmen Ralph Lauren hat in den letzten Jahren massiv in die Kundenbeziehungen und die eigene Marke investiert. Die Früchte aus dieser Arbeit wird das Unternehmen aus meiner Sicht in den kommenden Jahren ernten.

Vor zehn Jahren hatte das Unternehmen noch eine große Präsenz in zweitklassigen Kaufhäusern und die Marke wurde häufig zu hohen Preisnachlässen verkauft. Das Management unter dem gleichnamigen Firmengründer Ralph Lauren traf dann die Entscheidung diese Vertriebswege weitgehend zu schließen. Denn sie waren zwar kurzfristig profitabel, gleichzeitig war absehbar, dass die Marke mittelfristig Schaden nahm. Dazu fing das Unternehmen an in die internationalen Märkte außerhalb des US-Geschäfts zu investieren, also vor allem Asien aber auch Europa. Mit der Digitalisierung nahm auch der direkte Kontakt zu den Endkunden zu. Ralph Lauren erzielt mittlerweile 26% der Umsätze über das Internet. Das Unternehmen investiert aber auch in den physischen Kontakt mit den Kunden. Ralph Lauren hat über die letzten Jahre die Anzahl der eigenen und lizenzierten *flagship stores* deutlich erhöht. Dadurch hat das Unternehmen bessere Kontrolle über das Sortiment und die Preisgestaltung als früher.

Patrice Louvet ist seit 5 Jahren Vorstandsvorsitzender des Modehändlers. Davor war er 28 Jahre bei Procter & Gamble beschäftigt. Er scheint mit dem 84-jährigen Gründer und Hauptaktionär Ralph Lauren recht gut zu harmonieren.

Zwar haben die Umsätze aufgrund der Neuausrichtung in den letzten 10 Jahren stagniert, die Profitabilität steigt aber wieder an. Im letzten Jahr konnte das Unternehmen die höchste EBIT Marge seit 2015 erzielen. Hier ist zu berücksichtigen, dass auch hohe Investitionen in die neue Strategie erforderlich waren, die sich nun von Jahr zu Jahr mehr und mehr in steigender Profitabilität bemerkbar machen sollten.

In den kommenden Jahren könnte nun auch der Umsatz anziehen. In Asien (vor allem China) konnte Ralph Lauren in den letzten 5 Jahren stetig wachsen. Dagegen stagnierten die Umsätze in Europa und in Nordamerika waren sie leicht rückläufig. Nun soll die vor allem in Asien erfolgreiche Strategie der kontrollierten Verkaufspunkte auch in den USA und Europa forciert werden. Die Marke genießt einen hohen Bekanntheitsgrad und mit neuen Kollektionen, gezieltem Marketing sowie dem Einstieg in weitere Kategorien wie z.B. *Home&Living* möchte das Management die Umsätze vor allem auf dem amerikanischen Heimatmarkt wieder steigern. Gleichzeitig konnte das Unternehmen Kostensteigerungen bisher problemlos an die meist gut betuchte Kundschaft weitergeben.

---

<sup>21</sup> Im ersten Halbjahr 2022 konnte das Unternehmen eine operative Marge von 12,2% erzielen. Ob dieses Niveau allerdings nachhaltig ist bleibt abzuwarten.

Die Bewertung ist mit dem 8-fachen operativen Ergebnis für 2023 günstig. Deswegen kauft das Unternehmen schon einige Jahre eigene Aktien zurück. Die Cash Reserven von mehr als USD 1 Milliarde helfen dabei. Zudem könnte sich der Gründer Ralph Lauren für einen Verkauf des Unternehmens entscheiden. Er hält die Mehrheit der Stimmrechte an dem Unternehmen.

### **Verkäufe im ersten Halbjahr 2022**

Die Werbepattform **Pinterest** hat im ersten Halbjahr viele Anpassungen vorgenommen. Die größte Tragweite hatte, dass Ben Silberman, Gründer und CEO von Pinterest das Unternehmen verließ. Microsoft hatte laut Berichten der Financial Times versucht Pinterest vor einigen Monaten zu übernehmen. Der Übernahmepreis hätte bei einem Vielfachen der jetzigen Marktkapitalisierung von USD 12 Mrd. gelegen.<sup>22</sup> Ben Silbermann hatte die Transaktion wohl nicht unterstützt, was rückblickend ein Fehler war. Nun wird das Unternehmen zum Spielball von aktivistischen Investoren. So kaufte der bekannte Investor Elliott Management im Juli 9% an Pinterest<sup>23</sup> Für mich überraschend kam der überaus hohe Anstieg der Kosten für 2022, welchen das Management mit den Zahlen für das erste Quartal 2022 kommunizierte. Meine These bestand darin, dass nach vielen Jahren der Investition die Umsätze in Zukunft schneller steigen werden als die Kosten und das Unternehmen so seine Gewinnmargen ausweiten kann. Im Laufe des ersten Halbjahres traf ich die Entscheidung dem Fonds den Kauf von **Wix.com** zu empfehlen, da das Management aus meiner Sicht in der Lage sein wird die Kostenbasis besser zu kontrollieren und die Gewinnmargen zu erhöhen. Gleichzeitig habe ich den Verkauf von Pinterest empfohlen.

**Vossloh** hat in den letzten Jahren seine führende Stellung für Dienstleistungen in der Schieneninfrastruktur weiter gefestigt. Die unprofitablen Geschäftsbereiche konnte das Management verkaufen und die bestehenden Segmente mit vielen Maßnahmen stärken. Nun muss das Unternehmen nur noch sein Auftragsbuch ausweiten. Die Nachfrage nach Wartung und Ausbau von Schienenwegen wird in den kommenden Jahren aus meiner Sicht zunehmen. Man muss z.B. nur in den Nahen Osten blicken, um das Potential zu erkennen.<sup>24</sup> Dort baut derzeit von Ägypten bis Saudi-Arabien ein halbes Dutzend Länder an Hochgeschwindigkeitstrassen für den Personenverkehr. Gleichzeitig sehe ich bei unserem neuen Investment **Vesuvius** eine ähnlich starke Wettbewerbsstellung mit höherem Gewinnpotential und günstigerer Bewertung. Vossloh bleibt dennoch auf meiner Kaufliste weit oben und ich kann mir gut vorstellen, dass der Fonds bald wieder in Vossloh investiert sein wird.

Auch **Cogeco Communications** bleibt als *cash* generierendes Unternehmen mit stabilem Geschäftsmodell und gutem Management auf meiner Watchlist. Die relative Kursstärke zum Jahresanfang nutzte der Fonds für Gewinnmitnahmen. Im Juni investierte der Fonds dann die freien Mittel in **Ralph Lauren**.

Nach sehr guter Entwicklung habe ich ebenfalls den Verkauf unserer Anteile an der **Groupe Gorge** empfohlen. Auch hier könnte ein Wiedereinstieg bei entsprechend erfolgreicher Geschäftsentwicklung in Zukunft erfolgen.

**Supernus Pharmaceuticals** treibt die Vermarktung seines ADHS Medikaments in den USA voran und hat mittlerweile auch die Zulassung für Erwachsene erreicht. Nach einem Jahr hat sich aus meiner Sicht aber noch nicht verdeutlicht, ob Qelbree die Erwartungen erfüllen kann. Aufgrund der relativen Stärke

---

<sup>22</sup> <https://www.ft.com/content/f88b8474-e791-4efb-a9f6-54c8222680fe>

<sup>23</sup> <https://www.cnbc.com/2022/07/14/pinterest-soars-after-report-that-elliott-management-acquired-9percent-stake.html>

<sup>24</sup> <https://www.economist.com/middle-east-and-africa/2022/07/07/a-new-web-of-arab-railways-could-transform-the-middle-east>

des Aktienkurses, habe ich den Verkauf empfohlen. Die freien Mittel hat der Fonds für den Kauf von **Salesforce** genutzt.

**House of Control** informierte die Aktionäre mit der Veröffentlichung der Zahlen zum ersten Quartal 2022, dass die in 2020 getätigte Akquisition von DinERP hinter den Erwartungen zurückblieb. Zwar konnte House of Control mit Hilfe der Übernahme die eigenen Entwicklerkapazitäten ausbauen, der Vertrieb der zugekauften Produkte enttäuschte aber. Das Unternehmen musste die Akquisition dementsprechend abschreiben. Zwar ist das Management weiterhin zuversichtlich die langfristigen Ziele zu erreichen. Gleichzeitig bewerte ich die Fähigkeiten des Managements und das Geschäftsmodell von **Exasol** im Vergleich deutlich höher als bei House of Control. Daher entschied ich mich den Verkauf von House of Control und den Kauf von Exasol zu empfehlen.

Der nächste Investorenbrief erscheint im Februar 2022. Bei Fragen stehe ich in der Zwischenzeit gerne zur Verfügung. Ich bedanke mich für Ihr Vertrauen und wünsche Ihnen Alles Gute sowie weiterhin viel Erfolg.

Mit den besten Grüßen aus Traunstein,

Benedikt Olesch, CFA

Kontakt: [b.olesch@wertartcapital.com](mailto:b.olesch@wertartcapital.com)

Disclaimer:

Bei dieser Kundeninformation („KI“) handelt es sich um eine Werbung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Es handelt sich nicht um Finanzanalyse, da nicht alle gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen erfüllt sind. Ein Verbot des Handels vor der Veröffentlichung – wie bei Finanzanalysen - besteht nicht.

Wertpapiergeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken, insbesondere dem Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals, behaftet. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen sind unverbindlich und enthalten keinen Anspruch auf Vollständigkeit und dienen allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten.

Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese „KI“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese „KI“ begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar.

Diese „KI“ ist nur für Personen mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt, die die Anforderungen des WpHG an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien erfüllen. Sie wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben oder Anlageberatung zu erteilen. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „KI“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Die vorliegende Werbemitteilung („WM“) ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet; Datum: 28.07.2022. Herausgeber: WA Capital GmbH, Knappenfeldstraße 17, 83313 Siegsdorf, handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg. NFS Netfonds Financial Service GmbH besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider, die von denen der NFS Netfonds Financial Service GmbH abweichen können. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. NFS Netfonds Financial Service GmbH übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „KI“ oder Teilen hiervon entstehen.