

## 5. Investorenbrief

Bericht zum 31.12.2021



Traunstein, den 08.02.2022

Liebe Anleger und Anlegerinnen,

In 2021 stieg der Anteilspreis des WertArt Capital Fonds um 14,0%. Im Folgenden finden Sie die jährliche Wertentwicklung seit Auflage des Fonds in Euro und im Vergleich zum MSCI World Index<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%
Annualisierte Rendite seit Auflage	8,7%	19,3%
Gesamtrendite seit Auflage	26,7%	65,3%

Der Fonds hielt zum Ende des Jahres Anteile an 33 Unternehmen. Die durchschnittliche Gewichtung pro Position lag bei 2,9% bezogen auf das Fondsvolumen. Die zehn größten Investments machten 37,2% des Fondsvolumens aus. 5,6% des Fondsvolumens waren als Barmittel vorhanden. 0,1% waren in Derivate investiert.

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

Die folgende Tabelle zeigt unsere Investments mit dem größten Einfluss auf die Entwicklung des Anteilspreises in 2021:

SOL Group	+2,2%
Sprott Physical Uranium Trust	+1,9%
Fairfax Financial	+1,7%
eBay	+1,5%
Flow Traders	+1,5%
Beitrag zur Wertentwicklung des Fondsanteilspreises in 2021	
Derivate	-0,8%
Atea Pharmaceuticals	-0,8%
House of Control	-0,8%
Westwing	-1,0%
Redbubble	-1,4%

Nach dem Anstieg der Aktien unserer Internethändler (Naked Wines, Westwing und Redbubble) in 2020 konsolidierten deren Aktien in 2021. Alle drei Unternehmen haben im letzten Jahr ihre Investitionen ausgeweitet, um ihr zukünftiges Ertragspotential zu stärken. Gleichzeitig stiegen aber auch die Fracht- und Lieferkosten sowie die Werbepreise für direktes Online Marketing. Aus meiner Sicht sind **Westwing** und **Naked Wines** auf dem besten Wege ein differenziertes Geschäftsmodell zu entwickeln und damit Mehrwert gegenüber einer reinen digitalen Vertriebsform zu bieten. Westwing setzt auf die Entwicklung einer eigenen Marke und verfügt über ein effektives Marketing. Naked Wines profitiert von der langfristigen Kundenbindung durch das Abonnentenmodell, von dem exklusiven Produktangebot, sowie von Kostenvorteilen, welche an die Kunden weitergereicht werden können. Bei **Redbubble** hingegen wurde deutlich, dass das Geschäftsmodell noch einige Lücken aufweist. Zwar ist Redbubble in der Logistik sehr gut aufgestellt. Gleichzeitig hängt die Kundenakquise noch stark von Onlinewerbung ab, da die Loyalität der Kunden zu Redbubble relativ gering ist. Nur rund 40% der Kunden kaufen ein zweites Mal bei Redbubble ein. Zum Vergleich bei Westwing liegt der Wert bei über 80%. Da die Bewertung der drei Unternehmen bei ähnlichen Wachstumsaussichten, aber unterschiedlichen Margenprofilen kaum voneinander abweicht, habe ich im Januar 2022 den Verkauf von Redbubble empfohlen.

Auf die Entwicklung bei **House of Control** gehe ich in der Vorstellung unserer Unternehmen ein, welche diesem Brief als Anhang beigefügt ist.

Mit **Atea Pharmaceuticals** habe ich unterjährig den Kauf eines Unternehmens empfohlen, welches im Folgenden auf ganzer Linie meine Erwartungen verfehlt hatte. Der Gründer, Chairman und CEO von Atea hat drei Jahrzehnte Erfahrung in der Pharmabranche. Mit Idenix und Pharmasset hatte er zwei Unternehmen mitbegründet, die anschließend jeweils für mehrere Milliarden USD an Merck bzw. Gilead verkauft werden konnten. Pharmasset war z.B. sehr erfolgreich bei der Entwicklung von

Hepatitis C Medikamenten. Atea entwickelt ein Medikament gegen COVID-19. Das Unternehmen hatte bereits erste vielversprechende Ergebnisse mit diesem Medikament in laufenden Testphasen erzielt. In der aktuellen Studie wollte das Unternehmen zeigen, dass der Wirkstoff auch bei COVID-19 Infizierten ohne Vorerkrankungen wirksam ist. Zum Zeitpunkt des Investments bestand zudem eine Kollaboration mit Roche für dieses Medikament, aus der Zahlungen von Roche an Atea flossen. Die gegen Ende des Jahres veröffentlichten Studienergebnisse zeigten aber auf, dass das Medikament im besten Falle bei Risikopatienten zur Anwendung kommen könnte. Daher empfahl ich den Verkauf der Position vor Jahresende.

Nachdem **Derivate** in 2020 einen wesentlichen Beitrag zur positiven Wertentwicklung beitrugen, haben sie dieses Jahr die Wertentwicklung beeinträchtigt. In der Summe bleibt der Beitrag deutlich positiv. Der Fonds investiert Kapital in Derivate nur in sehr begrenztem Umfang.

Im Anhang zu diesem Brief finden Sie jeweils meine aktuelle Einschätzung zu unseren Unternehmen. Darin finden Sie auch meine Einschätzungen zu den Gewinneraktien des Jahres 2021 - **SOL Group, Sprott Physical Uranium Trust, Fairfax Financial, eBay und Flow Traders**.

### Entwicklung des Fonds in Relation zum Index

Während die absolute Wertentwicklung des Fonds mit 14% erfreulich ist, wird die Entwicklung durch die starke Zunahme des MSCI World Total Return Index relativiert. Der Index profitierte von der sehr guten Entwicklung hochkapitalisierter amerikanischer Technologiewerte. So konnten z.B. die Aktien von Apple, Microsoft und Alphabet – den drei Unternehmen mit der höchsten Gewichtung im MSCI World – um 44%, 65% und 81% im Jahresverlauf zulegen.<sup>2</sup> Zum einen lieferten diese Unternehmen im Jahresverlauf hervorragende Ergebnisse. Zum anderen führte die in 2021 weiterhin sehr expansive Geldpolitik der amerikanischen Notenbank zu historisch betrachtet extrem hohen Zuflüssen in die Aktienmärkte. Der Großteil davon floss in passive Indexprodukte. Diese bilden meist die Zusammensetzung bekannter Indizes wie z.B. die des MSCI World ab.<sup>3</sup>

Die Zusammensetzung unseres Fondsportfolios unterscheidet sich wesentlich von der Zusammensetzung aller bekannten Indizes inkl. des MSCI World. Mehr als 90% unseres Fondsportfolios ist in Unternehmen investiert, die nicht Bestandteil eines bekannten Index (DAX, EuroStoxx, S&P 500, MSCI World, etc.) sind. Darüber hinaus weicht die geographische Allokation des Fonds wesentlich von der des MSCI World ab. Die Gewichtung von Unternehmen aus den USA im MSCI World liegt derzeit bei 68%.<sup>4</sup> In unserem Fonds ist das am höchsten gewichtete Land Kanada mit 27%. Die Zusammensetzung unseres Portfolios weicht damit deutlich von der des MSCI World ab. Damit lässt sich auch die abweichende Preisentwicklung zwischen unserem Fonds und dem MSCI World erklären. Langfristig bleibt der MSCI World Total Return Index dennoch eine Orientierungshilfe. Denn der Index spiegelt letztendlich die Kapitalströme der globalen Finanzindustrie. Damit bleibt das Ziel, eine Überrendite gegenüber dem Index über einen langfristigen Zeithorizont zu liefern, bestehen.

---

<sup>2</sup> in Euro.

<sup>3</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-25/stock-funds-took-in-more-cash-in-2021-than-two-decades-combined>

<sup>4</sup> <https://www.msci.com/www/fact-sheet/msci-world-index/05830501>

## Kommentar zum Marktgeschehen

Mit der Aussicht auf Zinsanhebungen durch die amerikanische Notenbank rückt in diesem Jahr für viele Anleger wieder die Bewertung der einzelnen Unternehmen in den Mittelpunkt. Ein Indikator dafür ist, dass die Aktienmärkte derzeit mit starken Kursabschlägen auf die Veröffentlichung von Unternehmensergebnissen reagieren. Zinsanhebungen sind mittlerweile wahrscheinlich, da die Inflationsraten derzeit auf dem höchsten Niveau seit 1982 verweilen.<sup>5</sup> Auch die Anleihemärkte nehmen Zinsanhebungen am kurzen Ende bereits vorweg. So ist der Zinssatz zweijähriger amerikanischer Staatsanleihen im Januar 2022 von 0,7% auf 1,2% gestiegen. Gleichzeitig flachte sich die Zinskurve ab, was auf eine Verlangsamung der Wirtschaftsleistung hindeutet. Zudem steigen die Realzinsen in den USA, was sich negativ auf die Bewertung der Aktienmärkte auswirkt.<sup>6</sup>

Neben steigenden Realzinsen drücken auch sinkende Gewinnaussichten auf die Aktienkurse. Die Gewinne der Unternehmen stehen aufgrund der hohen Inflationsraten unter Druck. War diese Entwicklung anfangs noch durch vermeintlich temporäre Anstiege bei Kosten für Fracht, Rohstoffe und Bauteile zu erklären, könnten in den kommenden Jahren steigende Löhne zu einer Phase anhaltend hoher Inflationsraten führen. Denn steigende Kosten für Mieten und den täglichen Bedarf sowie ein Mangel an Arbeitskräften<sup>7</sup> versetzten Arbeitnehmer in eine gute Verhandlungsposition.

Gleichzeitig bleibt bei vielen Anlegern die Hoffnung bestehen, dass vor allem die US Notenbank eine weit weniger restriktive Geldpolitik fahren wird, als derzeit von ihr kommuniziert. Vielmehr bauen Anleger darauf, dass bereits die Rhetorik der Notenbank ausreicht, um einen Rückgang der Inflationsraten und ein Abflauen der amerikanischen Wirtschaft zu unterstützen. Hinzu kommt, dass Stimulierungsprogramme von Seiten der Fiskalpolitik auslaufen, der technische Fortschritt anhält und die gewaltige globale Verschuldung<sup>8</sup> sowie die Alterung der westlichen Bevölkerungen eine preissenkende Wirkung entfalten. In diesem Szenario könnten viele Notenbanken eine expansive Geldpolitik fortsetzen. Dies würde wiederum vor allem die Bewertung wachstumsstarker Unternehmen, deren maximales Ertragspotential weit entfernt in der Zukunft liegt, erhöhen.

Aus diesem Spannungsfeld zwischen verschiedenen richtungsgebenden Szenarien resultiert die derzeitige Schwankungsbreite an den Aktienmärkten. Niemand weiß mit Sicherheit, welches Szenario sich durchsetzen wird. Meine Einschätzung ist, dass die Möglichkeit anhaltend hoher Inflationsraten ein substantielles Risiko für die Finanzmärkte darstellt. Diese Einschätzung spiegelt sich dementsprechend in der Zusammensetzung unseres Portfolios wider.

---

<sup>5</sup> In den USA betrug die Inflationsrate im Dezember 2021 7,0% gegenüber dem Vorjahr. In der Eurozone betrug die Teuerungsrate 5,1% im Januar 2022 gegenüber dem Vorjahr.

<sup>6</sup> <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=realyieldYear&year=2022>

<sup>7</sup> Die Arbeitslosenquote in Deutschland und den USA liegt jeweils unter 4%. Gleichzeitig ist der Anteil der arbeitenden Bevölkerung in den letzten Jahren gesunken. Offene Stellen sind in den USA auf ein Rekordniveau gestiegen. <https://www.cnn.com/2022/02/01/there-were-4point6-million-more-job-openings-than-unemployed-workers-in-december.html>

<sup>8</sup> Lt. The Economist 6/2022 S. 64 beträgt die weltweite Verschuldung 320% des weltweiten BIP in 2021 gegenüber 230% in 2000.

## Wie ist unser Portfolio in diesem Umfeld aufgestellt?

Der WertArt Capital Fonds sollte in den verschiedenen Szenarien gut aufgestellt sein. So ist unser Fonds an Unternehmen beteiligt, die Umsatz- und Ertragswachstum aufgrund ihres starken Geschäftsmodells bieten (Bestehende Ertragskraft). Hinzu kommen Unternehmen, die sich in einer Phase der Transformation befinden. Diese Unternehmen haben ihr Geschäftsmodell in den letzten Jahren angepasst und sind nun im Begriff ihr Potential in steigende Ertragskraft umzusetzen (Transformation zu Ertragskraft). Zudem hält unser Fonds Unternehmen die von steigenden Zinsen (Zinsprofiteure) bzw. von stabilen und höheren Preisen für Rohstoffe (Inflationsabsicherung) profitieren. Bei allen Unternehmen dieser vier Gruppen bleibt für mich eine attraktive und nachvollziehbare Bewertung ein zentrales Auswahlkriterium. Die folgende Tabelle teilt unsere Unternehmen in diese vier Segmente ein<sup>9</sup>:

Bestehende Ertragskraft	Transformation zu Ertragskraft	Inflationsabsicherung	Zinsprofiteure
Naked Wines	Knight Therapeutics	Osisko Gold Royalties	Fairfax Financial
SOL Spa	Convatec	Altius Minerals	Flow Traders
DeNA	Software AG	Pason Systems	Interactive Brokers
BigBen Interactive	Vossloh	Sprott Inc	
Nintendo	Transact Technologies	Sprott Physical Uranium Trust	
Westwing	House of Control	Tidewater	
Cogeco Communication			
Gym Group			
eBay			
Supernus Pharmaceuticals			
Groupe Gorge			
Tucows			
Frequentis			
Prodways			
Pinterest			
Whispir			

<sup>9</sup> Zusätzliche Erläuterungen zur Tabelle: Redbubble und Zardoya Otis sind nicht teil der Übersicht. Redbubble wurde Anfang Januar 2022 verkauft und für Zardoya Otis bestand ein Übernahmeangebot, welches mit hoher Wahrscheinlichkeit erfolgreich sein wird. Naked Wines und Whispir investieren in Kundenwachstum und haben daher noch nicht die Gewinnschwelle erreicht. Das zugrunde liegende Geschäftsmodell zeigt für die bestehenden Kunden eine hohe Ertragskraft. Flow Traders sollte indirekt von steigenden Zinsen profitieren, da diese eine höhere Volatilität an den Finanzmärkten implizieren.

## Beratende Tätigkeit bei Select AM

In meiner Aufgabe als Investor sind Kontakte zu Branchenexperten sehr hilfreich. Gespräche mit Experten sind für mich eine wichtige Ergänzung bei der Analyse unserer Unternehmen. Mit Niklas Kretzschmar habe ich für die Einschätzung der aussichtsreichen 3D-Druck Technologie einen fundierten Kenner der Branche gewonnen. Seit mehreren Jahren stehen wir beide im regelmäßigen Austausch über die angewendeten Verfahren und deren Marktpotential. Ich bin für seine Geduld sehr dankbar, mit der er meine Fragen beantwortet. Die Erkenntnisse aus diesen Gesprächen hatten einen erheblichen Anteil an der Entscheidung für unser Investment in das französische 3D-Druck Unternehmen Prodways.<sup>10</sup>

Niklas hat selbst vor einigen Jahren mit Kommilitonen ein Unternehmen mit dem Ziel gegründet, die Anwendung der 3D-Drucktechnologie zu erleichtern. Select AM entwickelt Software zur Bauteilidentifizierung für additive Fertigungsverfahren. Als er mich Ende letzten Jahres fragte, ob ich das Team bei der Entwicklung des Geschäfts unterstützen möchte, stimmte ich sehr gerne zu. Wichtig war mir, dass meine Rolle bei SelectAM einen überschaubaren Teil meiner Zeit in Anspruch nimmt. Denn selbstverständlich bleibt der Fokus meiner Arbeit auf den WertArt Capital Fonds bestehen. Darüber hinaus sehe ich für den Fonds Vorteile aus dieser Tätigkeit. Mein Wissen um die zukunftssträngige 3D-Druck Industrie werde ich weiter vertiefen und ich erhalte wertvolle Einblicke in die Entwicklung und die Vermarktung von Softwareprodukten. Mein Netzwerk an Branchenexperten werde ich weiter ausbauen. Zudem wird mir noch mehr bewusst, welche großartige Leistung es ist, ein erfolgreiches Unternehmen aufzubauen und zu erhalten.

## Überblick zu unseren Unternehmen im Anhang

Auf den folgenden Seiten finden Sie nun eine detaillierte Beschreibung unserer Unternehmen. Dabei sind auch unsere Neuinvestitionen **Altius Minerals**, **Pinterest**, **Whispir**, **Prodways** und **Transact Technologies**. 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 2022.

Herzliche Grüße

Benedikt Olesch, CFA

b.olesch@wertartcapital.com

Anhang: Die Unternehmen in unserem Fonds zum 31.12.2021

---

<sup>10</sup> Der Fonds war zunächst über die Konzernmutter Groupe Gorge in Prodways beteiligt und hält seit dem zweiten Halbjahr 2021 direkt Anteile an Prodways.

## **Die Beteiligungen des WertArt Capital Fonds zum 31.12.2021:**

### **Naked Wines (Gewichtung<sup>11</sup>: 5,5%; Beitrag zur Anteilspreisentwicklung in 2021: +0,9%)**

Naked Wines hat mittlerweile rund 1 Millionen zahlende Abonnenten als Kunden gewonnen. Diese sogenannten *Angels* geben rund USD 40 pro Monat aus, was rund 2 bis 3 Flaschen Wein pro Monat entspricht. Während die Preise im mittleren Segment für Weine angesiedelt sind (im Hauptmarkt den USA kostet Wein im Mittel deutlich mehr als etwa in Deutschland), erreicht die Qualität der Naked Weine Top Niveau. Naked konnte in den letzten Jahren einige der besten Winzer gewinnen, die Weine exklusiv für Naked's *Angels* herstellen.

Das Management möchte eine loyale Kundenbasis schaffen. Die durch das effiziente Geschäftsmodell erzielten Preisvorteile gegenüber Wettbewerbern gibt das Unternehmen daher zum Großteil an die Kunden weiter. Das drückt kurzfristig die operative Marge, stärkt aber gleichzeitig den Wettbewerbsvorteil. Nachdem die Umsätze im letzten Geschäftsjahr (mit Ende Juni 2021) um 68% zulegten, steht im laufenden Jahr eine Konsolidierung mit stabilen Umsätzen an. Das Geschäft mit bestehenden *Angels* ist bereits profitabel. Je stärker die Nachfrage von Neukundenseite, umso mehr investiert das Management in Marketing und Kundenakquise. Solange Neukunden über ihr Abonnement hinweg positive Deckungsbeiträge liefern, erhöht diese Strategie den Wert des Unternehmens.

Im Gesamtbild schreibt das Unternehmen für das Geschäftsjahr 2022 (mit Ende Juni 2022) aufgrund der Neukundenakquise wahrscheinlich noch Verluste. Ich gehe davon aus, dass Naked im nächsten Geschäftsjahr die Gewinnschwelle überschreiten und sich über die nächsten Jahre schrittweise einer operativen Marge von 10% annähern kann. Zudem sollte das Unternehmen seine Umsätze in den kommenden Jahren um jeweils 15% steigern können. Dies entspricht den Wachstumsraten, welche vor Corona erzielt werden konnten. Das Unternehmen macht derzeit einen Umsatz von GBP 340 Millionen und wird zum Ende des Geschäftsjahres voraussichtlich eine Nettoliquidität von rund GBP 100 Millionen in der Bilanz aufweisen. Demgegenüber steht lediglich eine Marktkapitalisierung von GBP 400 Millionen.

### **Pason Systems und Tidewater (5,21%; +1,4%)**

Die beiden Dienstleister für Erdöl-Förderunternehmen konnten nach dem Einbruch in 2020 ihre Geschäftstätigkeit in 2021 wieder deutlich verbessern. Beide Unternehmen bleiben solide finanziert, weshalb für mich trotz der operativen Schwierigkeiten in 2020 kein Grund bestand an dem Fortbestand der Unternehmen zu zweifeln.

Nun zeichnet sich ein neuer Zyklus ab, der durch eine anhaltende Phase stabiler Erdölpreise gekennzeichnet sein könnte. Die Förderunternehmen fossiler Energieträger haben bereits vor der Pandemie ihre Investitionen in neue und bestehende Projekte deutlich gekürzt. Die Investitionen verweilen derzeit auf niedrigem Niveau, da viele Produzenten stattdessen ihre freien Mittel in erneuerbare Energien investieren und/oder in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an ihre Eigentümer ausschütten.

Kurzfristig mag dies für unsere beiden Unternehmen nachteilig wirken. Denn geringe Investitionen seitens der Förderunternehmen drücken das Ertragspotential unserer beiden Serviceunternehmen. Pason verdient allerdings schon jetzt mit der bestehenden Förderung wieder prächtig und Tidewater's

---

<sup>11</sup> Zum 31.12.2021

Auslastung war bereits vor der Pandemie auf einem sehr niedrigen Niveau angelangt. Vielmehr könnten beide Unternehmen von einer weniger volatilen aber dafür leicht steigenden Investitionstätigkeit der Förderunternehmen in Zukunft profitieren. Denn vorausgesetzt die Kapitaldisziplin der Förderunternehmen bleibt erhalten, stehen die Chancen für einen stabilen Ölpreis recht gut. Aus meiner Sicht würde dieses Szenario mittelfristig zu steigenden Erträgen bei Pason und Tidewater führen und damit eine höhere Bewertung der beiden Unternehmen von Seiten des Kapitalmarktes ermöglichen.

Bei Pason Systems besteht zudem die Optionalität, dass das Unternehmen mit seiner Tochter Energy Toolbase durchstartet. Mit 70 Mitarbeitern entwickelt Energy Toolbase Software für die Planung und Wartung von Solarparks. Energy Toolbase konzentriert sich dabei auf Softwarelösungen, welche die Effizienz der Stromspeicherung erhöhen. Die Umsätze könnten in den kommenden Jahren ein relevantes Niveau erreichen.

### **Groupe Gorgé / Prodways (4,7%; +1,3%)**

Bei Groupe Gorgé gab es nach unserer Investition im ersten Halbjahr 2021 eine Reihe positiver Meldungen.

Zunächst kündigte das Unternehmen an, ihre Anteile an dem 3D-Druckunternehmen Prodways an die Aktionäre auszuschütten. Dies geschah im Dezember 2021. Damit ist Groupe Gorgé nun im Wesentlichen ein Anbieter von Robotik. Ich erwarte zudem, dass die verbleibenden Randbereiche ebenfalls bald aus der Groupe Gorgé gelöst werden.

Später bestätigte das Unternehmen Gerüchte über einen möglichen Zusammenschluss mit dem französischen Unternehmen iXblue. Beide Unternehmen haben eine ähnliche Größe, die Produkte ergänzen sich und das Zusammengehen könnte erhebliche Kosteneinsparungen ermöglichen. Das Management geht damit den eingeschlagenen Weg konsequent weiter.

Das 3D-Druckunternehmen Prodways konnte weitere Aufträge im Medizinbereich erlangen. Der Eindruck verstärkt sich, dass Prodways hier auf das richtige Segment gesetzt hat. Denn der Markt für individuell angepasste Zahnschienen oder Einsätze für Hörgeräte ist sehr gut für das 3D-Produktionsverfahren geeignet.

Neben 3D-Druckmaschinen, Software Services und Auftragsdruck bietet Prodways auch die Druckmaterialien. Selbst einige Wettbewerber kaufen die Materialien bei Prodways ein. Das Segment ist sehr profitabel und bietet gute Wachstumsaussichten. Derzeit läuft bei Prodways die Suche nach einem neuen CEO, da Raphael Gorgé im Rahmen der Loslösung von der Groupe Gorgé sein Amt niedergelegt hat.

### **Fairfax Financial (3,8%; +1,7%)**

Fairfax hatte ein hervorragendes Geschäftsjahr 2021.

Das Versicherungsgeschäft profitierte weiterhin von steigenden Versicherungsprämien. Das Management erwartet in 2022 weiter steigende Prämien. Gleichzeitig konnte Fairfax den Anteil an Policen für Katastrophen (wie Erdbeben, Überflutungen und Hurricanes) senken, was das Risikoprofil des Versicherungsbestandes verbesserte.

Auch die Verschuldung hat das Management in 2021 weiter gesenkt. Ebenfalls zeigte das Investmentgeschäft eine gute Entwicklung. Bis zum Ende des dritten Quartals erzielte das Investmentportfolio eine Rendite von knapp 8% und weitere Gewinne im vierten Quartal werden die



2021 Performance voraussichtlich noch verbessern. Vor dem Hintergrund, dass mehr als 40% des Portfolios in Liquidität und kurzfristigen Anleihen gehalten werden, ist dies nach vielen schwachen Jahren eine gute Leistung. Der hohe Anteil liquider und kurzlaufender Anleihen im Investmentportfolio lässt Fairfax weniger als viele Konkurrenten unter möglicherweise steigenden Zinsen leiden. Gleichzeitig ist zu erwarten, dass Fairfax mögliche höhere Zinsen in 2022/2023 nutzt um in längere Laufzeiten am Anleihemarkt zu investieren. Fairfax's Unternehmensbeteiligungen vornehmlich im Finanz- und Sachwertebereich sollten sich im Umfeld steigender Zinsen und/oder anhaltender Inflation ebenfalls gut behaupten können.

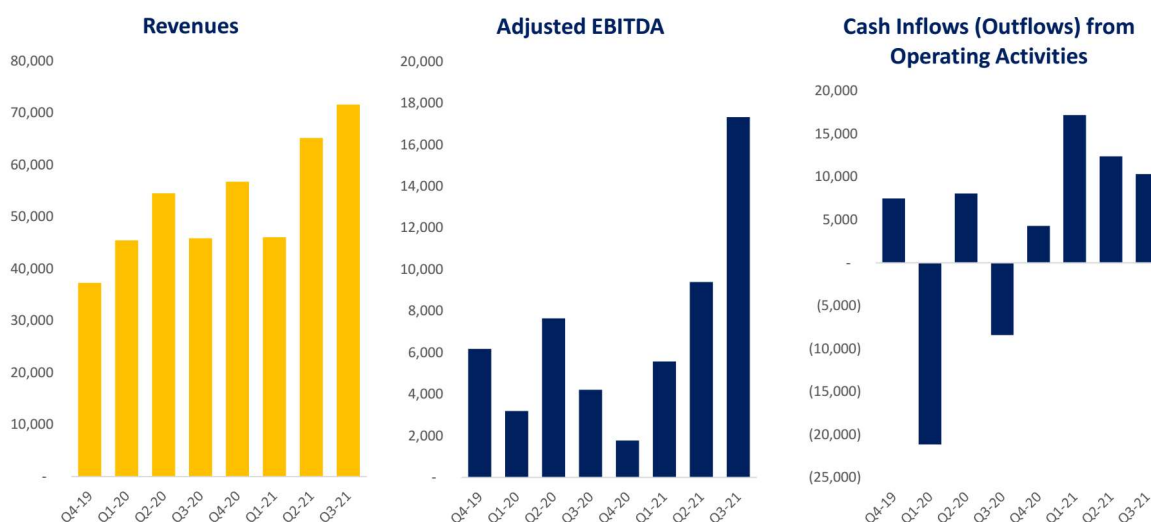
In 2021 stieg Fairfax's Buchwert voraussichtlich um mehr als 20%. Die Aktie notiert weiterhin mit einem Abschlag von 20% auf den Buchwert. Ende des Jahres nutzte Fairfax die günstige Bewertung der Aktie, um 7% der ausstehenden Aktien für USD 1 Milliarde von den Aktionären zurückzukaufen. In 2020 hatte der CEO Prem Watsa bereits Aktien im Wert von USD 150 Millionen mit seinem privaten Vermögen gekauft.

### **Knight Therapeutics (3,8%; +0,1%)**

War das Jahr 2020 noch von einem schwierigen Umfeld und der Integration des Südamerikageschäfts geprägt, so konnte Knight erfreulicherweise in 2021 über eine Verbesserung der Geschäftstätigkeit berichten. Die Umsätze konnten im Laufe des Jahres zulegen. Die Effizienzsteigerungen bei GBT (das in 2019 übernommene Südamerikageschäft) konnte das Management zu einem Großteil umsetzen. So konnte das Unternehmen im dritten Quartal erstmalig aufzeigen, dass das Geschäftsmodell ein hohes Potential an Ertragskraft besitzt.

In der folgenden Übersicht über die letzten acht Quartale sehen Sie, dass sowohl die Umsätze (*revenues*), das Ergebnis vor Abschreibungen und Zinsen (*EBITDA*), als auch die operativen Zahlungsströme (*operating cash flows*) bis zum 3. Quartal 2021 gegenüber dem Vorjahr eine deutliche Verbesserung aufzeigen:

#### **Summary Financials Last 8 Quarters** CAD \$ in 000's, Q4-19 – Q3-21



Note: Revenues and Adjusted EBITDA exclude hyperinflation/ IAS29, while Cash inflow (outflow) from operations is as reported under IFRS

In 2021 konnte Knight neben Lizenzvereinbarungen auch die Akquisition eines weiteren Wirkstoffs für Südamerika abschließen. Knight erwarb für CAD 217 Millionen von Novartis die Rechte an dem

Alzheimermedikament Exelon. Bezogen auf einen Umsatz von CAD 50 Millionen pro Jahr erschien mir der Kaufpreis für ein Medikament dessen Patentschutz bereits abgelaufen war zunächst recht hoch. Allerdings gilt es die Besonderheiten zu beachten. In Südamerika vertrauen Patienten und Ärzte auf Markennamen und der Markt für *branded generics* spielt eine weitaus größere Rolle als in Europa oder den USA. Zudem wird Exelon als Pflaster verabreicht, was für Patienten und Pfleger eine Reihe von Vorteilen gegenüber oral einzunehmenden Alternativen hat. Exelon kann gut in die bestehende Vertriebsstruktur integriert werden und dazu beitragen die Profitabilität der Knight Gruppe weiter zu steigern.

Noch ignoriert der Aktienmarkt die positive Entwicklung. Ich gehe davon aus, dass sich dies im Laufe des Jahres ändern wird. Das Unternehmen und das Management kaufen derweil stetig Aktien am Markt.

### **SOL Group (3,7%; +2,2%)**

Zur SOL Group hatten wir kürzlich einen Beitrag veröffentlicht, [den Sie hier nachlesen können](#). Das Unternehmen hat sich in 2021 weiterhin sehr gut entwickelt. Kostensteigerungen aufgrund der hohen Energiepreise könnten kurzfristig die Gewinne belasten, bevor sie an die Kunden weitergegeben werden. Das Unternehmen bleibt sehr gut positioniert und die Bewertung ist trotz vergleichbarer Rentabilität günstiger als jene der Wettbewerber Linde und Air Liquide.

### **Osisko Gold Royalties (+3,7%;+0,3%)**

Bei Osisko steht nach langen Jahren der Expansion nun die Steigerung des *free cash flow* und dessen Ausschüttung an die Aktionäre im Fokus. Mit den 20 Projekten, die sich bereits in der Produktion befinden, wird das Unternehmen mit einer *free cash flow* Rendite von 5% bewertet. An weiteren 140 Projekten ist das Unternehmen bereits beteiligt, welche in Zukunft die Produktionsphase erreichen können. Neben dem Wachstumspotential, könnte auch ein anziehender Goldpreis den *cash flow* und damit die Ausschüttungen an die Aktionäre über die nächsten Jahre steigern.

### **Altius Minerals (3,5%;+0,5%) - neues Investment**

Altius besitzt ein ähnliches Geschäftsmodell wie unser langjähriges Investment Osisko Gold Royalties. Altius erhält von Minenbetreibern einen Teil ihrer Erlöse, nachdem sich das Unternehmen in der Vergangenheit an der Finanzierung der Projekte beteiligt hatte. Altius ist an Projekten zu Produktion von Metallen wie Kupfer und Zink sowie der Gewinnung von Kaliumcarbonat beteiligt.

Das Unternehmen hat seine Investitionen vor allem in den Jahren 2014 bis 2016 getätigt, als der Wettbewerb um die Finanzierung von Projekten gering und die Kapitalbeschaffung für die Produzenten herausfordernd war. Altius konnte so rückblickend zu günstigen Preisen bei den Projekten einsteigen.

Derzeit steigen die Rohstoffpreise und die Bereitschaft von Investoren Kapital bereit zustellen nimmt wieder zu. Altius kann von diesem Umfeld profitieren. In 2021 erreichten sowohl der Umsatz als auch der operative *cash flow* neue Bestmarken. In den letzten Jahren hat Altius zudem einen Teil der Erträge in die Tochtergesellschaft Altius Renewable Energies reinvestiert. Die Tochtergesellschaft hat bereits 16 Windkraft- und Solarprojekte mit einer Leistung von insgesamt mehr als 3.000 MW in der Entwicklung. Davon liefern bereits 6 Projekte eine Leistung von mehr als 600 MW. In 2021 ging Altius Renewable Energy an die Börse. Altius Minerals hält weiterhin die Mehrheit an Altius Renewables.

### **Flow Traders (3,5%; +1,5%)**

Flow Traders konnte in 2021 zwar das herausragende Ergebnis aus 2020 nicht übertreffen, da die Volatilität und die Handelsvolumina gegenüber dem Vorjahr an den Finanzmärkten zurückgingen. Die langfristig positive Entwicklung bleibt aber ersichtlich. Das Unternehmen profitiert vom Trend hin zum passiven Investieren (Indexfonds, ETFs), der Digitalisierung des Handels insbesondere am Anleihemarkt und der zunehmenden Regulierung durch Gesetzgeber. Flow Traders expandiert zudem in Nordamerika und Asien sowie in weitere Assetklassen. So konnte in 2021 der Handel mit Crypto Währungen deutlich ausgebaut werden.

### **DeNA (3,5%; -0,2%)**

Bei DeNA waren die Umsätze im Videospielesegment in 2021 relativ schwach. Zudem leidet das Sportsegment<sup>12</sup> unter den pandemiebedingten Auflagen. Demgegenüber decken die Beteiligungen an Nintendo und Cygames sowie der Cash Bestand fast die gesamte Marktkapitalisierung ab. Dazu wächst das *social live streaming* Geschäft mit der App Pococha weiterhin rasant (45% Umsatzwachstum im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2020/2021 gegenüber dem Vorjahr). Bereits ein Viertel der Umsätze stammen aus diesem Segment.

Seit unserer Investition in DeNA hat das Unternehmen 18% der ausstehenden Aktien zurückgekauft. Zudem ist das Unternehmen mittlerweile auch strategisch besser aufgestellt und hat für kapitalintensive Geschäftseinheiten starke Partner gefunden und diese ausgegliedert.

Die Mitgründerin Tomoko Namba hält weiterhin 15% der Aktien. Sie war von der Gründung in 1999 bis 2011 Vorstandsvorsitzende (CEO). Shingo Okamura übernahm in 2021 den Posten des CEO von Isao Moriyasu, der seit 2011 diese Position inne hatte. Der neue CEO machte im Rahmen der letzten Ergebnispräsentationen klar, dass er den eingeschlagenen Weg unter Berücksichtigung der Aktionärsinteressen weiterführen wird.

### **Big Ben Interactive (3,4%; -0,5%)**

2021 war für BigBen ein Jahr der Konsolidierung.

Das Tochterunternehmen Nacon sah nach der fulminanten Entwicklung in 2020 einen leichten Rückgang bei Verkauf von Videospiele und Zubehörartikeln. Der nächste Wachstumsschub wird aber schon für 2022 erwartet, wenn Nacon insgesamt 15 neue Videospiele vermarkten wird.

Gleichzeitig hat sich auch die Geschäftstätigkeit im Bereich Handy Zubehör sowie Audiogeräte stabilisiert. Hier waren die Umsätze in 2020 unter Druck geraten. BigBen stärkte dieses Segment durch den Zukauf der französischen Medtronic. Insbesondere die Vertriebswege der beiden Gesellschaften ergänzen sich gut.

Zudem gab BigBen Ende 2021 bekannt, rd. 4,5% der Nacon Aktien an die Aktionäre auszuschütten. Der Anteil von BigBen an Nacon reduziert sich dadurch von 75,4% auf 70,9%.

### **Nintendo (3,3%; -0,4%)**

Im laufenden Fiskaljahr (endet am 31. März) wird Nintendo voraussichtlich weniger Switch Konsolen (Hardware) verkaufen als im Vorjahr. Die Nachfrage nach dem neuen OLED Modell ist zwar hoch.

---

<sup>12</sup> Ein interessanter Artikel zum besseren Verständnis:

<https://www.japantimes.co.jp/sports/2021/01/13/baseball/japanese-baseball/dena-baystars-10th-anniversary/>

Allerdings stehen Nintendo wie vielen anderen Produzenten von Elektronikartikeln nicht ausreichend Halbleiter und Produktionskapazitäten zur Verfügung, um die Nachfrage zu bedienen.

Gleichzeitig verläuft der Verkauf von Spielen (Software) nach Plan. Das Unternehmen feilt weiter daran, die direkte Beziehung zu den Kunden zu festigen. 250 Millionen Menschen haben bereits einen Nintendo Account. Nintendo möchte die Beziehung zu diesen potentiellen Kunden stetig festigen. Mit Handyspielen, *flagship stores*, *merchandising* und Vergnügungsparks bindet Nintendo neue und bestehende Kundengruppen an sich. Zudem investiert Nintendo in die technische Infrastruktur, damit auch Spiele von Drittanbietern mit hohem Datenverbrauch und Leistungsanforderungen auf der Nintendo Plattform problemlos gespielt werden können.

Der Markt impliziert über die Bewertung der Aktie, dass Nintendo die bestehenden Kundenbeziehungen nicht aufrechterhalten können wird. So notiert Nintendo derzeit nur zum 14-fachen erwarteten Gewinn für das Fiskaljahr 2022 (bereinigt um rund EUR 13 Milliarden an Netto Cash und Investments in der Bilanz). Das Management scheint genauso wie ich anderer Meinung zu sein und hat im letzten Jahr seit langer Zeit wieder einen Aktienrückkauf durchgeführt.

### **Westwing (3,3%; -1,0%)**

Westwing konnte den Umsatz in 2021 noch einmal um 22% gegenüber dem Vorjahr steigern.<sup>13</sup> Damit hat der Umsatz über die letzten zwei Jahre um 95% auf EUR 522 Millionen zugenommen.

Im Moment lasten auf der Aktie neben der Unsicherheit über das zukünftige Umsatzpotential auch die Aussicht auf anhaltend hohe Fracht- und Lieferkosten. Somit könnte in 2022 die operative Entwicklung mit einem einstelligen Umsatzwachstum und rückläufiger Profitabilität einen Dämpfer erfahren.

Mittelfristig bleiben meine Erwartungen an das Unternehmen aber zuversichtlich. [In einem kürzlich veröffentlichten Beitrag](#) ging ich auf die Werttreiber ein. Die Vertriebsstärke kombiniert mit einem wachsenden loyalen Kundenstamm, die zunehmende Etablierung der Eigenmarke Westwing und die geringe Marktdurchdringung des E-Commerce im Einrichtungssegment sprechen für das Unternehmen.

Dazu kommt die mittlerweile wieder günstige Bewertung der Aktie. Wir haben einen Großteil unserer Position im ersten Halbjahr 2021 zu relativ hohen Bewertungen der Aktie verkauft und zum Jahresende hin die Position zu einer deutlich günstigeren Bewertung wieder aufgestockt.

### **Cogeco Communications (3,1%;+0,5%)**

Cogeco ist mittlerweile der achtgrößte Kabelnetzbetreiber in den USA und der zweitgrößte in den kanadischen Provinzen Québec und Ontario. In den USA bietet das Unternehmen 97% der verbundenen Adressen Zugang zu schnellem Internet<sup>14</sup>. In Kanada sind es mittlerweile 72%.

Das Unternehmen setzt auf Investitionen und den Ausbau in das bestehende Netzwerk. Investitionen erfolgen ebenfalls in die Servicequalität und die Kundenzufriedenheit. Hinzu kommen regelmäßige Zukäufe von kleineren Wettbewerbern, die das bestehende Netzwerk anorganisch erweitern. Da die zugekauften Unternehmen zum Großteil in die bestehende Kostenstruktur integriert werden, kann

---

<sup>13</sup> Vor dem Hintergrund, dass der Möbelmarkt in 2021 in Deutschland einen Umsatzrückgang erfuhr, ist dies eine beachtliche Leistung. Quelle: home24

<sup>14</sup> Anschlüsse mit 1 Gbit/s und mehr

Cogeco mit den Zukäufen zügig Synergieeffekte erzielen. In Kanada führt Cogeco gerade ein komplementäres Angebot an Mobilfunkdienstleistungen ein.

Der Übergang auf ein neues Managementteam hatte die Familie Audet<sup>15</sup> langfristig geplant und mittlerweile erfolgreich abgeschlossen. Wir profitieren über die regelmäßig angehobene Dividende von den steigenden freien Zahlungsüberschüssen des Unternehmens. Gleichzeitig bleibt das Unternehmen mit dem 10-fachen freien *cash flow* günstig bewertet.

### **Convatec (3,1%; +0,2%)**

Hauptaufgabe des Managements ist die Steigerung der Profitabilität. Hier hat das Unternehmen im Vergleich zu seinen Wettbewerbern wie z.B. der dänischen Coloplast noch viel Spielraum.

Das Management hat im letzten Jahr weitere Maßnahmen zur Kostenreduktion ergriffen. Der Vertrieb ist zudem mittlerweile auf die Kernmärkte USA, Europa und China fokussiert. Ebenfalls treibt das Management nun verstärkt die Produktentwicklung voran und kauft neue Technologie hinzu<sup>16</sup>.

Die Einschränkungen im Gesundheitswesen aufgrund der Pandemie und anziehende Preise bei der Produktion von Convatec's Medizinprodukten erschwerten die Entwicklung in 2021. Kurzfristig können steigende Produktionskosten nur teilweise an die Kunden weitergegeben werden. Aus meiner Sicht bleibt das Management aber auf Kurs das bestehende Potential zu heben – deutliche Margensteigerung und stetiges Umsatzwachstum über die kommenden Jahre.

### **Software AG (3,0%; +0,2%)**

Entscheidend für den Erfolg unseres Investments in der Software AG wird das Erreichen der Umsatzmilliarde mit operativen Margen von rund 25% bis 2023. Diese Ziele hat das Management mehrfach in Aussicht gestellt und Anfang Januar 2022 noch einmal bestätigt.

Der Markt bleibt skeptisch, ob diese Ziele erreichbar sein werden. Denn einige Vertragsabschlüsse haben sich im Jahresverlauf 2021 verzögert und die Umsätze stagnieren noch. Gleichzeitig können bei der Vertragsumstellung auf Subskription die Vertragsvolumina im Durchschnitt laut Management um 40% gesteigert werden. Aufgrund der Umstellung vom Softwarelizenzgeschäft (*on-premise*) hin zu einem Abonnementmodell (*subscription and software-as-a-service*) braucht es aber einige Jahre bis diese Transformation in den Umsatzzahlen sichtbar wird. Gleichzeitig führt die Umstellung des Geschäftsmodells zeitweilig zu erhöhten Kosten, welche kurzfristig die operativen Margen belasten.

Ende 2021 beteiligte sich Silver Lake aus den USA mit EUR 344 Millionen per Wandelanleihe an der Software AG. Silver Lake ist einer der größten Investoren in Technologieunternehmen. Interessanterweise wird Silver Lake auch den Vorsitz des Aufsichtsrates übernehmen, obwohl der Unternehmensgründer Peter Schnell über die Software AG-Stiftung weiterhin gute 30% der Aktien hält und bisher die Strategie vorgab.

### **Sprott Inc (2,9%; +1,5%)**

Sprott konnte nach dem starken Anstieg des verwalteten Vermögens in 2020 im letzten Jahr weiter daran anknüpfen. Das Unternehmen erweiterte die Produktpalette um einen physisch hinterlegten Uranfonds. Das Unternehmen übernahm den Fonds mit USD 600 Millionen verwalteten Vermögen

---

<sup>15</sup> Die Familie Audet kontrolliert die Mehrheit der Stimmrechte am Unternehmen.

<sup>16</sup> Ende Januar 2022 gab Convatec den Kauf des Wundspezialisten Triad Life Sciences

und steigerte dieses im Laufe des Jahres auf USD 1,8 Milliarden. Das Management konnte damit die bestehende Kostenstruktur weiter skalieren.

Über 70% des verwalteten Vermögens befindet sich in *exchange listed products*. Im Falle von Sprott bilden diese Investmentprodukte die Preisentwicklung von Rohstoffen ab (im Wesentlichen Gold und Silber). Sprott besetzt hier mit physisch hinterlegten *exchange listed products* eine Marktnische.

#### **eBay (2,8%; +1,5%)**

eBay hat in 2021 den Verkauf seiner Randbereiche erfolgreich abgeschlossen. Die daraus resultierenden Mittel hat das Unternehmen vor allem zum Rückkauf eigener Aktien genutzt. Die Anzahl der ausstehenden Aktien hat sich im letzten Jahr um 8% reduziert, nachdem das Unternehmen bereits in den drei Jahren zuvor die Aktienanzahl durch Rückkäufe um insgesamt 34% reduziert hatte.

eBay sollte den Umsatz und den freien *cash flow* in 2021 gegenüber dem Vorjahr jeweils um 10% gesteigert haben können. Das Unternehmen erhöhte die sogenannte *take rate*<sup>17</sup> von unter 10% auf mehr als 11%. Nach der Trennung von PayPal bietet eBay nun eigene Zahlungsmöglichkeiten an, was die *take rate* erhöht. Auch die Werbeeinnahmen konnte eBay erhöhen. Mit dem 10-fachen des freien *cash flow* für 2021 bleibt eBay günstig bewertet.

#### **Supernus Pharmaceuticals (2,8%; +0%)**

Supernus kündigte im Oktober 2021 an, die verfügbaren liquiden Mittel für den Kauf von Adamas Pharmaceuticals zu nutzen. Adamas hat 2 Arzneimittel für die Behandlung von Parkinson im Verkauf. Besonders von einem der beiden, Gocovri, erwartet sich das Management hohe Zuwächse und einen signifikanten Umsatzbeitrag in den kommenden Jahren. Das erfahrene Vertriebsteam von Supernus kann hier wichtige Impulse im Verkauf beisteuern. Gleichzeitig erwartet das Management durch den Zusammenschluss der beiden Unternehmen hohe Synergieeffekte.

Damit hat das Management zusätzliche Ertragsimpulse geschaffen. Wie im letzten Brief berichtet, läuft gerade die Vermarktung des ADHS Medikaments Qelbree an. Die erste Einschätzung des Managements hierzu ist optimistisch.

#### **Sprott Physical Uranium Trust (2,8%; +1,9%)**

Der Spot Preis für Uran stieg in 2021 um rd. 40%. Der Assetmanager Sprott Inc<sup>18</sup> übernahm in 2021 die Geschäfte von Uranium Participation. Es folgte die Umbenennung in Sprott Physical Uranium Trust.

Die Produzenten von Uran haben ihre Förderung in den letzten Jahren reduziert<sup>19</sup>. Gleichzeitig bedarf die zunehmende Nutzung von Atomstrom in China und Indien<sup>20</sup> eigentlich eine höhere Uranförderung<sup>21</sup>. China möchte seine Kapazität an Atomstrom in den kommenden 5 Jahren

---

<sup>17</sup> Die *take rate* ist der Anteil den eBay vom Gesamtumsatz der Verkäufer erhält, die ihre Waren auf der eBay Plattform verkaufen.

<sup>18</sup> Der WertArt Capital Fonds ist an Sprott Inc. ebenfalls beteiligt. Siehe oben.

<sup>19</sup> <https://www.world-nuclear.org/information-library/nuclear-fuel-cycle/mining-of-uranium/world-uranium-mining-production.aspx>

<sup>20</sup> <http://www.world-nuclear.org/information-library/current-and-future-generation/plans-for-new-reactors-worldwide.aspx>

<sup>21</sup> <http://www.world-nuclear.org/information-library/nuclear-fuel-cycle/uranium-resources/uranium-markets.aspx>

verdoppeln und in 2035 mehr Atomstrom als die USA und Frankreich zusammen produzieren<sup>22</sup>. Der Strombedarf in China steigt stetig. Gleichzeitig braucht die Führung des Landes dringend einen Ersatz für veraltete Kohlekraftwerke, die die Gesundheit der Bevölkerung und die Umwelt belasten. China und Indien kommen zusammen auf zwei Drittel des jährlichen weltweiten Kohleverbrauchs.<sup>23</sup> Damit die Produzenten von Uran die zunehmende Nachfrage und ihre Kapitalkosten decken können, ist aus meiner Sicht mittelfristig ein weiterer Anstieg des Uranpreises wahrscheinlich.

#### **Interactive Brokers (2,8%; +1,4%)**

In 2021 konnte Interactive das Kundenwachstum noch einmal beschleunigen und hatte mit 1,7 Millionen *accounts* 56% mehr Kunden als Ende 2020. Die Einlagen der Kunden stiegen um 43%. Die Eigenkapitalrendite stieg von 14% in 2020 auf 17% in 2021. Das Management erwartet eine Fortsetzung des hohen Kundenwachstums in den kommenden Jahren. In 2022 könnte der Gewinn von den zu erwartenden Zinserhöhungen seitens der Notenbanken profitieren, da das Unternehmen einen Großteil seiner Erträge über das Zinseinkommen generiert. Bei steigenden Zinsen steigt Interactive's Zinsmarge. Mit dem 16-fachen meiner Gewinnschätzung vor Steuern für 2023 bleibt Interactive Brokers attraktiv bewertet.

#### **Zardoya Otis (2,8%; +1,1%)**

Das Unternehmen wird von ihrer Konzernmutter Otis übernommen. Die Übernahmeprämie beträgt gut 30% auf unseren Einstandspreis.

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

Tucows operative Entwicklung lief in 2021 im Rahmen meiner Erwartungen. Der CEO Elliot Noss ging im Bericht zum dritten Quartal 2021 auf die geplante Separierung der drei Geschäftsbereiche hin zu eigenständigen Unternehmungen ein. Von der operativen Seite sind alle drei Geschäfte nun in eine Größe gewachsen, die eine eigenständige strategische Aufstellung vorteilhaft erscheinen lassen. Auch der Kapitalbedarf der drei Geschäfte unterscheidet sich. Das *domain* Geschäft liefert stabile Erträge und benötigt kein Wachstumskapital. Das Geschäft mit Glasfaseranschlüssen erfordert dem hingegen hohe Investitionen. Das Geschäft mit Großkunden aus der Telekommunikationsindustrie (bisher vor allem DISH) entwickelt sich zum wiederkehrenden Softwaregeschäft mit moderatem Investitionsbedarf.

Tucows wird damit zur *holding company*, deren Hauptaufgabe es wird, Kapital zwischen den drei bestehenden Unternehmungen und neuen Unternehmungen zu allokalieren. Eliot Noss hat in den letzten 25 Jahren immer wieder bewiesen, dass seine Investitionsentscheidungen Früchte tragen.

#### **Redbubble (2,6%; -1,4%)**

Bei Redbubble waren meine Erwartungen für das im Juni 2021 endende Fiskaljahr zu optimistisch (siehe Investorenbrief zum 31.12.2020).

Im zweiten Halbjahr zeigte sich, dass der Weg hin zu zweistelligen operativen Margen länger dauern wird, als von mir ursprünglich angenommen. Das Management hat in 2021 den Fahrplan und die Strategie für die nächsten 3 Jahre vorgestellt. So erwarten der CEO Michael Ilcczynski und sein Team einen rückläufigen Umsatz im Fiskaljahr 2022 und danach durchschnittliche Wachstumsraten von 30%.

<sup>22</sup> <https://www.forbes.com/sites/jamesconca/2021/04/23/china-will-lead-the-world-in-nuclear-energy-along-with-all-other-energy-sources-sooner-than-you-think/?sh=22495d4c778c>

<sup>23</sup> <https://www.reuters.com/business/cop/cop26-coal-deals-take-aim-dirtiest-fossil-fuel-2021-11-03/>

Der operative Gewinn (auf Basis EBITDA) soll auf bis zu 18% vom Umsatz in 2025 steigen (nach Abzug der Zahlungen an die Künstler). Über die Jahre soll der Anteil der Marketingkosten und der Investitionen in Technologie am Umsatz zurückgehen. Gleichzeitig erwartet das Management eine bessere Auslastung der Druck- und Versandaktivitäten.

Im laufenden Geschäftsjahr leidet Redbubble, wie auch unsere beiden anderen Investments im E-Commerce Bereich, unter steigenden Fracht- und Lieferkosten. Redbubble gerät zudem durch relativ stark steigende Marketingkosten unter Druck. Hier wird immer mehr deutlich, dass Redbubble sehr stark von Google und Facebook abhängig ist, um Kunden auf die eigene Website zu bringen. Die Kundenbindung ist geringer als bei Westwing und Naked Wines. Das Management ist sich des Problems bewusst und möchte nun vermehrt in die Schaffung einer eigenen Marke investieren und dementsprechend weniger abhängig von den großen digitalen Werbeplattformen werden. Das ist aus meiner Sicht eine Korrektur des Geschäftsmodells, die nicht einfach umzusetzen sein wird.

Da Redbubble aus meiner Sicht das schwächste Geschäftsmodell unserer drei Investments im Internethandel besitzt, aber gleichzeitig keinen Bewertungsabschlag aufzeigt, habe ich im Januar 2022 den Verkauf von Redbubble empfohlen.

### **Frequentis (2,4%; +0,9%)**

Die Frequentis hat in 2021 einen strategischen Schachzug bekannt gegeben. Von L3 Harris übernimmt Frequentis einige Randbereiche, die das Produktportfolio der Frequentis aber sehr gut ergänzen. Darüber hinaus erhält die Frequentis Zugang zu neuen Kundengruppen und strebt nach Abschluss der Akquisition eine Zusammenarbeit mit L3 Harris an. Der Kaufpreis von USD 18 Millionen gegenüber einem Umsatz von USD 30 Millionen legt den Schluss nahe, dass das Management einen guten Deal gemacht hat. Frequentis baut damit die sehr gute Positionierung in ihren Zielmärkten weiter aus.

### **Pinterest (1,8%; +0%) *neues Investment***

Ende 2021 haben wir angefangen, eine Position in Pinterest aufzubauen. Pinterest verdient ihre Umsätze als digitale Werbeplattform. Derzeit besuchen monatlich 437 Millionen Nutzer die Seite. Für Heimwerken, Urlaubsziele, Gesundheit und viele andere Projekte bieten die Pins Inspiration und führen häufig direkt zu Kaufentscheidungen. Wie Instagram oder Snapchat verdient Pinterest seine Umsätze mit Werbung. Die Intention der Nutzer ist jedoch verschieden. Steht bei Instagram und Snap die Interaktion mit anderen Nutzern im Vordergrund, geht es bei Pinterest um die Umsetzung eigener Projekte. Daher unterscheidet sich Pinterest auch in der Nutzungshäufigkeit. Denn Projekte wie die Urlaubsplanung oder der Kauf eines neuen Rennrads werden seltener verfolgt als der Kontakt mit anderen Menschen.

Pinterest ist für Werbetreibende attraktiv, da die Nutzer bereits mit bestimmten Vorstellungen und Wünschen auf die Seite gehen. Es muss also nur noch die Verknüpfung mit dem passenden Produkt hergestellt werden. Über Algorithmen und Nutzerpräferenzen kann Pinterest für die Werbenden die Zielgruppenansprache optimieren. Lokale Vertriebssteams sprechen Unternehmen an. Über automatische Gebotssteuerung können die Unternehmen ihre Werbung platzieren.

Pinterest wurde zwar in 2010 gegründet, hat aber erst recht spät begonnen Umsätze zu generieren. Im Vordergrund stand zunächst die Steigerung der Nutzerzahlen. Erst in den letzten Jahren begann das Unternehmen seine Plattform für Werbetreibende zu öffnen (Deutschland kam in 2019 dazu). In den USA ist dieser Prozess mittlerweile am weitesten fortgeschritten. Pinterest erzielt hier 80% der Umsätze. Dennoch liegen die Werbeeinnahmen pro Kunde deutlich hinter denen von Instagram. Gleichzeitig steigt der Auslandsanteil am Gesamtumsatz rasant (von 5% in Q4 2018 auf 24% in Q4



2021). Länder wie Brasilien und Mexiko haben z.B. bereits hohe Nutzerzahlen, das Unternehmen beginnt aber erst jetzt in diesen Märkten Umsätze zu generieren.

Seit März 2021 sind die monatlichen Nutzerzahlen um 4% gesunken, nachdem sie während der Pandemie um 43% gestiegen waren<sup>24</sup>. Die Konkurrenz im Wesentlichen vertreten durch TikTok und Instagram nimmt zu. Waren die Anleger Anfang 2021 noch euphorisch, so sank der Aktienkurs bis Ende 2021 um 55%. Für Pinterest sprechen aus meiner Sicht das differenzierte Nutzungsprofil (Unterstützung bei Projekten gegenüber sozialen Kontakten/Entertainment) und die noch geringe Monetarisierung pro monatlichen Nutzer. Das Management möchte die Investitionen in Produkte massiv erhöhen, was die operativen Kosten in 2022 um voraussichtlich 40% erhöht. Ich gehe davon aus, dass das Unternehmen seine Umsätze aufgrund der Produkteinführungen und des Monetarisierungspotentials in den nächsten Jahren um jährlich gut 20% erhöhen kann (gegenüber jährlich 50% von 2019 bis 2021). Mit einer *free cash flow* Marge von 30% bezogen auf den Umsatz, einer jährlichen Verwässerung der Aktienanzahl um 5% aufgrund der Ausübung von Aktienoptionen und einer Bewertung, welche den 20-fachen *free cash flow* impliziert, bietet die Aktie eine jährliche Rendite von 15% bis 2025.

### **Transact Technologies (1,7%; -0,5%) neues Investment**

TransAct Technologies bietet seit 2019 unter der Marke BOHA! Software und Hardwareprodukte (Terminals) für *convenience stores* und Restaurants in den USA an. Die Kunden unterliegen zunehmenden Hygiene- und Nachweispflichten. So müssen in Restaurants z.B. regelmäßig Temperaturmessungen vorgenommen und dokumentiert werden. In *convenience stores* nimmt der Verkauf von frisch verpackten Lebensmitteln zu. Diese müssen gekennzeichnet werden. Gleichzeitig fehlt Personal und die Lohnkosten steigen. Mit BOHA! erhalten die Kunden digitale Lösungen, um diesen Herausforderungen gerecht zu werden. Laut Unternehmen bietet kein Wettbewerber ein vergleichbares breites Angebot an Lösungen für die *back of house automation*.<sup>25</sup>

Erfreulicherweise konnte TransAct mit Apple Anfang 2021 einen starken Vertriebspartner gewinnen. Apple möchte mit seinen iPads das Gastronomiesegment besser erschließen. Dafür vertreibt Apple mit ihrem eigenen Verkaufsteam das BOHA! Produkt. Die BOHA! Software und Hardware sind kompatibel mit Apple Produkten. Laut Aussage des Managements erhält Apple keine Vermittlungsgebühren, was für die BOHA! Produktqualität spricht.

Ein BOHA! Terminal erzielt derzeit rund USD 1,000 Umsatz pro Jahr. Zum Ende des Jahres 2021 plant Transact bereits mindestens 10,000 Terminals in den USA installiert zu haben. Alleine mit 7-Eleven besteht ein Vertrag über die Installation von 7,000 Terminals in deren *convenience stores*. Der Umsatz pro Terminal wird in den kommenden Jahren voraussichtlich steigen, da weitere Lösungen von den Kunden gebucht werden können. Laut Aussagen des Managements laufen derzeit Verhandlungen über die Installation von insgesamt 150.000 Terminals.

Die Investitionen in die BOHA! Produktlinie wurden in den letzten Jahren vornehmlich durch das profitable Geschäft mit Druckern für Spieleautomaten in Casinos finanziert. Hier arbeitet TransAct in einem regulierten und oligopolistischen Markt, der zwar geringes Wachstum aber hohe Margen erzielt. Die Casinos ersetzen rund 5% bis 10% ihrer Spieleautomaten (und damit auch die Drucker) pro Jahr.

Ich erwarte, dass sich BOHA! in den nächsten Jahren zu einem zweiten sehr attraktiven Geschäft mit wiederkehrenden Umsätzen und relativ hohen Margen für TransAct entwickelt. Da der Casinobereich

---

<sup>24</sup> Von Q4 2019 bis Q1 2021

<sup>25</sup> <https://www.transact-tech.com/m/restaurant-solutions/boha-restaurant-operations-platform/>

in Zukunft das BOHA! Geschäft nicht mehr zu finanzieren braucht, erwarte ich in den kommenden Jahren demzufolge einen deutlichen Gewinnanstieg auf Konzernebene.

### **Whispir (1,5%; -0,2%) neues Investment**

Whispir unterstützt Unternehmen und staatliche Einrichtungen bei der digitalen Kommunikation mit Kunden, Mitarbeitern und Bürgern. Die Produkte von Whispir sind für eine große Kundengruppe geeignet. So nutzt z.B. das Department of Fire and Emergency Services of Western Australia Whispir's Software, um die verschiedenen Kommunen und deren Einsatzkräfte bei Bränden zu koordinieren. Ein anderes Beispiel ist das Medienunternehmen Foxtel. Whispir unterstützt das Unternehmen dabei, Anrufe in Call Centern zu reduzieren und die beidseitige Kommunikation mit den Endkunden zu automatisieren.

Die Software kann innerhalb weniger Tage in das bestehende IT System integriert werden (*low code / no code*) und ist leicht bedienbar. Ein Großteil der Verkäufe läuft über Vertriebspartner sog. *channels* wie z.B. IBM und Telstra. Allerdings nimmt auch die Zahl der Interessenten zu, die Whispir direkt kontaktieren. Dadurch konnten die Kosten der Kundenakquise in den letzten Quartalen deutlich gesenkt werden. Sind die Kunden einmal bei Whispir, kaufen sie regelmäßig neue Softwarelösungen hinzu. So konnte Whispir in den letzten 2 Jahren die Anzahl der Kunden, die 4 oder mehr Produkte nutzen von 54 auf 91 steigern. Gleichzeitig stieg der monatliche wiederkehrende Umsatz pro Kunde, die 4 oder mehr Produkte nutzen, im Durchschnitt von AUD 15.694 auf AUD 31.016. Das macht die Stärke des Geschäftsmodells deutlich.

In Australien hat Whispir bereits eine starke Marktstellung. In Asien konnte das Unternehmen in den letzten 2 Jahren wichtige Kunden hinzugewinnen. In den USA erfolgte kürzlich der Markteintritt. Der Wettbewerb ist in den USA intensiver als in Australien und Asien. Allerdings erwartet das Management gerade bei kleineren und mittleren Unternehmen in den USA hohe Nachfrage für ihr Produkt. Das Management verweist dabei auf die einfache Integration und Bedienbarkeit der Software als Wettbewerbsvorteil.

Das Unternehmen investiert besonders in die Produktentwicklung und die geographische Expansion. Die Gewinnschwelle wird das Unternehmen nach derzeitiger Planung erst in 2023 erreichen. Nachdem der Aktienkurs Ende 2021 stark unter Druck geriet, habe ich dem Fonds den Kauf der Position empfohlen.

### **House of Control (1,1%; -0,9%)**

Das Unternehmen hat in 2021 sein Angebot im Segment der *business intelligence software* weiter ausgebaut. Neben dem Vertragsmanagement bietet House of Control nun auch Lösungen für den Budgetierungs- und Planungsprozess. Die Lösungen ergänzen bestehende ERP Systeme und erleichtern Finanzabteilungen die tägliche Arbeit.

Das Unternehmen hat in 2021 drei weitere Akquisitionen getätigt und damit die Akquisitionstätigkeit aus 2020 fortgesetzt. House of Control hat damit sein gut aufgestelltes Vertriebssteam in den letzten 2 Jahren um Produkte und Entwicklerteams ergänzt. Das organische Wachstum des *annual recurring revenue* (ARR) lag in 2021 bei 19% und damit noch unter der langfristigen Planung des Managements von 30% Wachstum pro Jahr. Die Gewinnschwelle wird voraussichtlich in 2023 erreicht. Das geplante Wachstum erfordert hohe Investitionen in den Vertrieb und die Produktentwicklung. Zum Jahresende bewertet der Markt House of Control mit dem 2,8-fachen ARR, was günstig erscheint.

## Rechtliche Hinweise:

Bei dieser Kundeninformation („KI“) handelt es sich um eine Werbung/Marketing-Mitteilung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Es handelt sich nicht um eine unabhängige und objektive Finanzanalyse bzw. um eine Anlagestrategieempfehlung oder Anlageempfehlung i.S.d. § 85 WpHG. Diese KI wurde nicht im Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Unabhängigkeit und Objektivität von Finanzanalysen erstellt und unterliegt keinem Handelsverbot vor Verbreitung von Finanzanalysen (sog. „Frontrunning“).

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 Vertragsabschluss 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 Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

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.

Die vorliegende Werbemitteilung („WM“) ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet; Datum: 8.02.2022. Herausgeber: WA Capital GmbH, Knappfeldstraße 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. Die Anlageberatung und Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpIG) bieten wir Ihnen ausschließlich als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 3 Abs. 2 WpIG für Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg (NFS) an. Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG und verfügt über die erforderlichen Erlaubnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Weitere Informationen finden Sie auf unserer Homepage im Impressum.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die persönliche Meinung des Verfassers wider, die von der der NFS Netfonds Financial Service GmbH abweichen kann. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die NFS Netfonds Financial Service GmbH und der Verfasser übernehmen für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haften nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „KI“ oder Teilen hiervon entstehen. Die WA Capital GmbH ist nicht verpflichtet, dieses Dokument abzuändern, zu ergänzen oder auf den neuesten Stand zu bringen oder die Empfänger in anderer Weise darüber zu informieren, wenn sich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen verändern oder später als falsch, unvollständig oder irreführend erwiesen haben sollten.