

3. Investorenbrief

Bericht zum 31.12.2020



Siegsdorf, den 26.01.2021

Liebe Investoren,

In 2020 stieg der Anteilspreis des WertArt Capital Fonds um 18,0%. Im Folgenden finden Sie die jährliche Wertentwicklung seit Auflage des Fonds in Euro und im Vergleich zum MSCI World Index¹:

Jahr	WertArt Capital Fonds	MSCI World Gross TR
2019 (seit Auflage am 11. März)	-5,8%	17,3%
2020	18,0%	5,9%
Jährliche Rendite seit Auflage	6,0%	12,5%
Gesamtrendite seit Auflage	11,2%	24,2%

Der Fonds hielt zum Ende des Jahres 30 Positionen. Die durchschnittliche Gewichtung pro Position lag bei 3,0% bezogen auf das Fondsvolumen. Die zehn größten Investments machten 43,7% des Fondsvolumens aus. 9,5% des Fondsvolumens waren als Barmittel vorhanden. 0,1% waren in Derivate investiert.

¹ Die Performanceberechnung 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 die Investments mit dem größten Einfluss auf die Entwicklung des Anteilspreises in 2020:

Westwing	+6,8%
Naked Wines (Majestic Wine)	+5,4%
Derivate	+3,4%
Flow Traders	+1,8%
Sprott Inc	+1,1%
Beitrag zur Wertentwicklung des Fondsanteilspreises in 2020	
Gym Group	-1,2%
Equiniti	-1,6%
Frank's International	-1,8%
Tidewater	-1,8%
Costain	-1,9%

Westwing und Naked Wines konnten demnach mit zusammen 12,2% einen erheblichen Beitrag zur Zunahme des Anteilspreises von insgesamt 18,0% in 2020 liefern. Beide Unternehmen konnten in 2020 erstmalig mit ihren veröffentlichten Zahlen bestätigen, dass ihr Geschäftsmodell profitabel funktioniert. Denn der Internethandel erfuhr aufgrund der Pandemie eine exponentielle Steigerung im Vergleich zu den Vorjahren. Dies führte zu einer höheren Auslastung der bereits bestehenden Kapazitäten und damit einhergehender Profitabilität.

Auf den Beitrag von **Derivaten** zur Fonds Performance möchte ich an dieser Stelle ebenfalls eingehen. Anfang 2020 waren Optionen sehr günstig gepreist, da die erwartete Schwankungsbreite des Aktienmarktes am unteren historischen Durchschnitt verweilte. Der Fonds baute daher eine kleine Position in Put Optionen auf den NASDAQ 100 auf. Im März vervielfachten sich die Preise der Optionen aufgrund des Einbruchs und der erhöhten Volatilität an den Aktienmärkten. Damit konnten wir für den Fonds zusätzliche Liquidität generieren, die wir im April und Mai in günstig bewertete Unternehmen reinvestierten. Für den Fonds kommt das Halten von Optionen weiterhin nur in sehr begrenzten Umfang in Betracht. Denn die allermeisten am Markt gehandelten Optionen verfallen wertlos².

Auf der Verliererseite sind in der obigen Tabelle vor allem die Energiewerte zu nennen. Der Nachfrageeinbruch bei Rohöl und die nochmalige Kürzung von Investitionen in Förderprojekte ließ die Preise unserer Beteiligungen an **Tidewater und Frank's International** in 2020 einbrechen. Eine Einschätzung zu diesen Unternehmen finden Sie in der Vorstellung unseres Portfolios auf Seite 4.

Bei **Equiniti** kam das Geschäft aufgrund der Pandemie unter Druck, da die Kunden weniger Serviceleistungen in Anspruch nahmen. Equiniti unterstützt börsennotierte Unternehmen z.B. bei Dividenden- und Aktienprogrammen für Mitarbeiter und bei der Umsetzung von Kapitalmassnahmen. Diese hochmargigen aber für die Kunden nicht zwingenden Leistungen waren rückläufig. Auch der Rückgang der US Zinsen wirkte sich negativ auf das für Equiniti wichtige Zinsergebnis aus. Zudem

² <https://www.thebalance.com/options-expire-worthless-4056646>

belasten Equiniti nach einer Übernahme in den USA erhebliche Fremdverbindlichkeiten. Mein ursprünglicher Investment Case beruhte auf der Annahme, dass das Management die Leistungen pro Kunde schrittweise erhöhen kann. Zusammen mit der erfolgreichen Integration des US Geschäfts sollte das Unternehmen so die Profitabilität schrittweise erhöhen. Rückblickend hatte das Unternehmen zu geringen finanziellen Spielraum, um Rückschläge (z.B. aufgrund von Covid-19) auf seinem Weg dorthin aufzufangen. Mittlerweile versucht das Unternehmen durch Verkäufe von Randbereichen und einem neuen Managementteam seine Position wieder zu stärken. Aus meiner Sicht ist derzeit nicht absehbar, welche Maßnahmen noch nötig sind, um das Geschäft zu stabilisieren. Daher empfahl ich dem Fonds im September den Verkauf unserer Position. **Costain** (meine Einschätzung zu diesem Investment gab ich Ihnen im 2. Brief zum 30.06.2020) und **Equiniti** sind damit die beiden wesentlichen Investmentfehler in 2020. Dass es sich hier zweimal um britische Unternehmen handelt ist Zufall. Gemeinsam ist den beiden Unternehmen aber, dass ihr Geschäftsmodell weniger stabil ist, als ich dies zum Zeitpunkt der Investition annahm. Ich habe hieraus meine Lehren gezogen und diese in meinen Investmentprozess aufgenommen.

Dieses Jahr haben wir dem Portfolio eine Reihe von Unternehmen hinzugefügt. In 2020 war die extreme Schwankungsbreite ein Grund für eine relativ hohe Fluktuation des Portfolios, wodurch sich für den Fonds attraktive Opportunitäten ergaben. Wie im letzten Jahr möchte ich Ihnen im Folgenden wieder einen detaillierten Einblick in die Entwicklung unsere Unternehmen geben.

Naked Wines (Gewichtung³: 7,3%; Beitrag zur Anteilspreisentwicklung in 2020: +5,4%)

Für Naked Wines (ehemals Majestic Wine) war die Trennung vom stationären Einzelhandel im letzten Jahr ein Glücksfall. Das Unternehmen profitierte stark vom Anstieg des Internethandels. Die Kunden von Naked Wines sind meist Privatpersonen, die handwerklich hergestellten Wein schätzen.

Naked Wine's Umsatz stieg für den 6-Monatszeitraum von März bis September 2020 um 80%. Da das Unternehmen seine Investitionen in die Kundenakquise weiter erhöhte, weist es noch einen Verlust aus. Rechnet man allerdings die Kosten der Neukundenakquise aus den Halbjahreszahlen heraus, konnte das Unternehmen seinen Vorsteuergewinn von GBP 4,0 Mil. auf GBP 26,0 Mil. gegenüber dem Vorjahr steigern. Das ist ein Indiz für die gute Profitabilität des Geschäftsmodells.

Trotz des starken Kursanstiegs bleibt die Bewertung mit dem 1.8-fachen des Umsatzes für das Geschäftsjahr 2020/2021 moderat. Langfristig bieten vor allem die USA gutes Wachstumspotential. In den nächsten Jahren sollte die Profitabilität des Unternehmens in der Gewinn- und Verlustrechnung mehr und mehr zu Vorschein treten. (Siehe auch den 1. Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

Westwing (5,8%; +6,8%)

Westwing's Aktienkurs stieg seit unserem Investment im Juni 2020 bis Ende des Jahres um 340%. Das Unternehmen konnte im 2. Halbjahr regelmäßig seine Umsatzziele für das Gesamtjahr erhöhen. Mit der Vorlage der Zahlen zum 2. und 3. Quartal zeigte sich auch die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells. Hatte das Unternehmen in den vergangenen Jahren die Kapazitäten geschaffen, so konnten diese in 2020 ausgefüllt werden. Im dritten Quartal erzielte Westwing eine beachtliche EBITDA Marge von 11%. Ein Großteil des Wachstums geht auf das geänderte Konsumverhalten aufgrund der Pandemie zurück. Viele Menschen gaben mehr Geld für ihr zu Hause und damit Westwing's Angebote aus.

³ Zum 31.12.2020

In diesem Jahr wird das Umsatzwachstum wohl deutlich geringer ausfallen. Ebenfalls erwarte ich, dass Westwing in 2021 mehr in den Vertrieb investieren wird, was sich kurzfristig negativ auf die Gewinnerwartung auswirken sollte.

Langfristig sehe ich Westwing exzellent positioniert. Die Internetdurchdringung im Segment Möbel & Wohnaccessoires ist in Westeuropa noch relativ gering. Westwing baut sukzessive den Anteil von höhermargigen Private Label Produkten aus. Das Westwing Clubmodel erhöht die Kundentreue. Das Marketing über soziale Medien und der Fokus auf die Inspiration der Kunden schärft die Differenzierung gegenüber dem Wettbewerb. Für die Folgejahre sollte sich daher weiteres profitables Wachstumspotential ergeben (Siehe auch den 2. Investorenbrief zum 30.06.2020 für die Erstvorstellung des Investments).

Flow Traders (4,7%; +1,8%)

Zu Flow Traders hatte ich im ersten Investorenbrief geschrieben:

“Höhere Gewinne kann das Unternehmen realisieren, wenn am Markt Turbulenzen auftreten. Dies war 2018 das letzte Mal der Fall. Somit ist Flow Traders auch als Absicherung für das Fondsportfolio zu verstehen. Denn wenn die Märkte fallen steigt, normalerweise die Volatilität, was die Gewinne von Flow Traders steigen lässt.“

Wie Sie wissen, war 2020 ein sehr volatiles Jahr an den Finanzmärkten. Flow Trader's Handelssysteme funktionierten auch bei höchsten Belastungen im März und April 2020. In den ersten neun Monaten 2020 konnte das Unternehmen seinen Gewinn gegenüber dem Vorjahr mehr als 8-fach steigern.

Das Management ist nach wie vor substantiell an dem Unternehmen beteiligt. Flow Traders kehrt einen hohen Anteil seines Gewinns als Dividende an die Aktionäre aus und kauft opportunistisch Aktien zurück. Flow Traders bleibt für mich als negativ korreliertes Investment zum Aktienmarkt erste Wahl (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

Tidewater, Frank's International und Pason Systems (4,5%; -4,8%)

Der Fonds hält weiterhin eine Position in drei Öl-Service Unternehmen. Ich hatte im letzten Brief darüber berichtet, dass die bereits ohnehin gebeutelte Ölindustrie durch die Pandemie einen weiteren Schlag erlitt. In den Börsenkursen spiegelte sich die diesjährige Entwicklung. Nach einem starken Einbruch im März/April kam es erst mit der Impfstoffmeldung von Biontech/Pfizer am 9. November zu einer Erholung der Börsenpreise.

Alle drei Unternehmen meldeten im Jahresverlauf trotz der gesunkenen Nachfrage nach Erdöl solide Zahlen. Zwar sanken die Umsätze zwischen 25% und 35%, die Unternehmen konnten aber gleichzeitig positive freie Mittel aus dem operativen Geschäft erwirtschaften. Damit konnten sie ihre starke Finanzkraft beibehalten.

Der fossile Energiesektor ist aus dem Blickfeld der Marktteilnehmer nahezu verschwunden. Aus meiner Sicht wird Erdöl auf absehbare Zeit ein wichtiger Faktor für unser Wirtschaftssystem bleiben. Unsere drei Unternehmen bieten eine günstige Möglichkeit an einem möglichen Wirtschaftsaufschwung in 2021 zu partizipieren (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

Vossloh (4,3%; +1,0%)

In 2020 konnte Vossloh die bereits in 2014 begonnene Neuausrichtung des Unternehmens weitestgehend abschliessen. Heute bietet Vossloh Schienenbefestigungssysteme für Hochgeschwindigkeitszüge, Beton- und Kunststoffschwellen, Weichen sowie Dienstleistungen rund um die Wartung von Schienensystemen an. Das umfassende und sich ergänzende Leistungsspektrum führt zu sog. *cross-selling* Opportunitäten zwischen den Segmenten.

Eine neue vollautomatisierte Fabrik für Befestigungssysteme am Hauptsitz Werdohl wird Mitte 2021 fertiggestellt. Die frei werdenden Mitarbeiterkapazitäten nutzt das Unternehmen, um weitere Komponenten rund um die Befestigungssysteme nun selbst zu produzieren und so die Wertschöpfungstiefe zu erhöhen. Zusammen mit einem *joint venture* Partner in China steigt Vossloh auch in den Markt für Befestigungssysteme bei U-Bahnen und konventionellen Zügen ein. Darüber hinaus bietet der *joint venture* Partner Vossloh auch Zugang zu sogenannten "Clip" Verschlussystemen - eine Technologie, die bisher von Vossloh's Konkurrenten Pandrol dominiert wird.

Im Jahr 2017 erwarb Vossloh in Nordamerika den führenden Hersteller für Betonschwellen. Bisher blieb das Geschäft hinter den Erwartungen zurück, da die nordamerikanischen Eisenbahnunternehmen ihre Investitionen zurückhielten. Darüber hinaus sind in Nordamerika 90% der Schwellen noch aus Holz. Beton ist vorteilhaft gegenüber Holz, aber die Umstellung auf ein neues Material braucht Zeit. In der Zwischenzeit setzt Vossloh deshalb auf den Vertrieb von Plastikschwellen, die mit Holzschwellen kombiniert werden können. 2018 erwarb Vossloh den australischen Hersteller von Betonschwellen Austrak, der profitabel arbeitet und den Marktzugang für andere Vossloh-Produkte bietet (siehe Befestigungssysteme basierend auf "Clip" -Technologie als Beispiel).

Nach Angaben des Unternehmens bietet die Schienenwartung das höchste Wachstumspotenzial aller Einheiten. Das Unternehmen verfügt über eine hervorragende Marktposition beim Schleifen und Fräsen von Schienen. Gerade stärkt Vossloh seine internationale Präsenz, indem es in 2020 in den US-Markt eintrat und mit dem Verkauf von Wartungsgeräten für das 30.000 km lange chinesische Hochgeschwindigkeitsnetz begann.

Vossloh erzielt wiederkehrende Einnahmen aus einer oligopolistischen Wettbewerbssituation heraus. Das Unternehmen plant mittelfristig eine operative Marge von 10% zu erreichen. Die Umsätze sollen um 4% pro Jahr zulegen. Auf dieser Basis wird Vossloh vom Aktienmarkt derzeit günstig bewertet (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

SOL (4,0%; +1,1%)

Die italienische SOL ist eines der Unternehmen, welches über Jahrzehnte stetiges und profitables Wachstum generiert hat. Da sich das Unternehmen zu 60% in Familienbesitz befindet und kaum Investorenarbeit leistet, findet es am Aktienmarkt aber wenig Beachtung. Für uns bot dies die Möglichkeit bereits in 2019 zu günstigen Preisen in ein hochwertiges Geschäftsmodell zu investieren. Die langfristig positive Entwicklung konnte SOL auch im ersten Halbjahr 2020 fortsetzen.

Vivisol ist mit mittlerweile 62% des Umsatzes zum dominierenden Geschäftsbereich herangewachsen. Vivisol versorgt rund 350.000 Menschen mit medizinischen Hilfsmitteln in 14 Ländern. Derzeit spielt das Unternehmen mit seiner Logistik eine wichtige Rolle bei der Bekämpfung der Pandemie, da Vivisol auch Sauerstoff und Beatmungsgeräte liefert. Die demographische Entwicklung und die Notwendigkeit zur Senkung der Gesundheitskosten sind aus meiner Sicht aber die eigentlichen Wachstumsfaktoren

für die Zukunft. (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

Osisko Gold Royalties (3,8%; +0,7%)

Osisko hat zum Ende des Jahres ihr Bergbaugeschäft in eine eigenständige börsennotierte Gesellschaft eingebracht. Die verbleibende Osisko Gold Royalties wird sich damit zukünftig auf die Verwaltung von Förderabgaben konzentrieren. Osisko beteiligt sich an der Finanzierung von Minenprojekten (vornehmlich Gold und Silber). Kann das Projekt erfolgreich zur Produktion gebracht werden, erhält Osisko einen Teil der jährlichen Produktion als Gegenleistung für das ursprüngliche Investment. 15 dieser *royalties* Projekte sind bereits in der Produktion. Über die nächsten Jahre werden voraussichtlich weitere Standorte in die Produktion gehen, wodurch sich Osisko's Erträge kontinuierlich erhöhen sollten. Das erhöhte Preisniveau bei Edelmetallen sollte sich neben höheren Fördermengen in Zukunft ebenfalls positiv auf den Ertrag des Unternehmens auswirken (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

DeNA (3,7%; +0,2%)

Die japanische DeNa hat gleich mehrere Pfeile im Köcher. Das zeigte sich bei der Entwicklung des *social live streaming* Segments. In China und Korea ist dieser Bereich der sozialen Medien schon länger populär und wird u.a. von Unternehmen wie YY und HUYA besetzt. Nun hat DeNA mit der Marke Pochocha in Japan in 2020 große Erfolge erzielt. Die Anzahl der monatlichen Zuschauer verdreifachte sich gegenüber dem Vorjahr und der Umsatz verdoppelte sich. Mit JPY 1,6 Mrd. trug Pochocha im September Quartal mit 20% bereits wesentlich zum operativen Ergebnis des Gesamtkonzerns bei.

Vor einem Jahr hatte ich Ihnen bereits berichtet, dass DeNA eine TaxiApp vermarktet, um im Mobilitätsgeschäft Fuß zu fassen. In den letzten Jahren verschlang dieser Bereich hohe Anlaufkosten und verschleierte die Profitabilität der anderen Segmente. In 2020 fusionierte DeNA die Taxi App mit dem Hauptwettbewerber und brachte das Geschäft in eine eigenständige Gesellschaft ein. Mit Toyota Motor und NTT Docomo konnten große japanische Unternehmen als Anteilseigner und Eigenkapitalgeber für das neue Unternehmen Namens Mobility Technologies gewonnen werden.

Zudem scheint auch das Geschäft mit Handyspielen wieder besser zu laufen. Das Spiel *Slam Dunk* ist in China erfolgreich und DeNA startet derzeit die Vermarktung in Europa, Südamerika und Südostasien. Auch die in Partnerschaft mit Nintendo auf den Markt gebrachten Spiele liefern laut Management eine mittlerweile solide Performance.

DeNA scheint operativ somit sehr gut aufgestellt. Dazu kommt eine hervorragende Bilanzsituation. Die Nettocashposition zuzüglich der Beteiligungen an Nintendo und Cygames decken die gesamte Marktkapitalisierung DeNA's ab. Dementsprechend bewertet der Kapitalmarkt das operative Geschäft DeNA's mit null japanischen Yen. Das Management und der Aufsichtsrat haben mit Taten Worte sprechen lassen und von August 2019 bis April 2020 15% der ausstehenden Aktien zurückgekauft und annulliert (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

eBay (3,6%; -0,1%)

eBay wird seinen Umsatz in 2020 voraussichtlich um 20% steigern können. Verglichen mit anderen Marktplätzen wie Etsy, Redbubble oder Amazon erscheint diese Wachstumsrate gering. Der Markt

preist das Unternehmen daher mit einer free cash flow Rendite von 8%⁴. Das ist im heutigen Marktumfeld für ein wenig kapitalintensives Unternehmen günstig. Das eBay Model gilt weithin als veraltet und ist über das letzte Jahrzehnt hinter die Konkurrenz zurückgefallen.

Kann das Unternehmen in Zukunft diesen Trend brechen und seine Umsätze weiter steigern? Aus meiner Sicht spricht vieles dafür. Zum einen kann sich eBay nach dem Verkauf des Kleinanzeigengeschäfts nun auf das Kerngeschäft fokussieren. Hier besetzt das Unternehmen eine Reihe von Nischen, wie den Handel mit gebrauchten Uhren, Sneakers, Autoteilen und reparierten Elektroprodukten. Nach der abgeschlossenen Trennung von Paypal bietet eBay seinen Kunden nun einen hausinternen Zahlungsdienst an. Hieraus erwarte ich ebenfalls Umsatzsteigerungen in den kommenden Jahren. Und schließlich profitiert eBay wie seine Wettbewerber von dem Anstieg des Internethandels. Da ich erwarte, dass die Menge der verkauften Waren über das Internet in den kommenden Jahren weiter zunehmen wird, sollte eBay hiervon aufgrund seiner Neuausrichtung aber auch seiner bestehenden Marktpräsenz profitieren können (siehe auch den zweiten Investorenbrief zum 30.06.2020 für die Erstvorstellung des Investments).

Software AG (3,3%; +0,7%)

In 2020 konnte das Management einige seiner Ziele bereits umsetzen. Die Neuaufstellung des Vertriebssteams in den USA trägt nun wesentlich zum gesteigerten Auftragseingang bei. Auch der Aufbau des Partnernetzwerkes mit Größen wie Microsoft, Adobe und AWS trägt Früchte. Laut Management steuerte das Netzwerk in den ersten neun Monaten 2020 bereits 27% zum Auftragseingang bei.

Im vergangenen Jahr lag der Fokus aber vor allem auf der Umstellung der Vertriebsstruktur weg von einem Softwarelizenzgeschäft (on-premise) hin zu einem Abonnentenmodell (subscription and Software-as-a-Service). Kunden zahlen den hohen Kaufpreis nicht mehr einmalig beim Kauf der Softwarelizenz, sondern mieten die Software des Unternehmens für deutlich kleinere monatliche Beträge. Daher fallen die Zahlungen der Kunden über den Vertragszeitraum gestaffelt an. Die Umsätze sinken während der Umstellungsprozess läuft, da sich die Einnahmen im Zeitablauf nach hinten verlagern. Das Management orientiert sich an der erfolgreichen Umstellung des Softwareanbieters Adobe. Adobe hatte bereits in 2012 angefangen seine Software in ein Software-as-a-Service Model umzuwandeln. In den folgenden 2 Jahren stagnierten die Umsätze und die operativen Erträge brachen ein. Heute zeigt sich aber, dass die Transformation für Adobe sehr positiv war. Die Kunden präferieren die kleinteiligeren Zahlungen und die einfach zu implementierenden Software updates. Adobe konnte seine Umsätze seither deutlich steigern und den operativen Ertrag verfielfachen.

Ob die Software AG nach der Umstellung des Vertriebs ähnlich erfolgreich sein wird, bleibt abzuwarten. Aufgrund der günstigen Bewertung der Aktie erscheinen die Erwartungen des Marktes gering. Die Software AG wird vom Markt mit weniger als dem 3-fachen des Umsatzes und dem 13 - fachen des freien Cash Flows vor dem Start der Umstellung der Vertriebsstruktur bewertet. Spätestens ab 2023 sollten sich die positiven Effekte im Umsatz und operativen Ertrag widerspiegeln. Bis dahin ist Geduld gefragt, die sich aus meiner Sicht sehr gut für uns auszahlen sollte. (Siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

⁴ Unter Einbeziehung der Erlöse aus dem Verkauf des Anzeigengeschäfts an Adevinta. eBay erhält nach Abschluss der Transaktion 540 Mil. Aktien an Adevinta zzgl. einen nach Steuer Zufluss von USD 2,0 Mrd.

Uranium Participation (3,3%; +0,9%)

Uranium Participation bietet dem Fonds eine kostengünstige Teilnahme an der Preisentwicklung für Uran. In den letzten Jahren hatten die großen Uranproduzenten, Cameco und Kazatomprom, ihre Förderung schrittweise gedrosselt. Aufgrund der Pandemie musste Cameco in 2020 weitere Förderstätten zeitweise schliessen und kauft nun am Spotmarkt Bestände auf, um seinen Verpflichtungen gegenüber den Stromversorgern nachzukommen. Diese Verpflichtungen verhandeln die Förderunternehmen gerade mit vielen Versorgern für die nächsten Jahre neu. Diese Neuverhandlungen treffen voraussichtlich auf ein knappes Angebot an Uran.

Die Nachfrage nach Uran hat sich nach der Nuklearkatastrophe von Fukushima in 2011 wieder stabilisiert. Zwar plant Deutschland in den nächsten Jahren komplett aus der Atomkraft auszusteigen. Gleichzeitig plant Japan seine Produktion in den nächsten Jahren zu verdreifachen.⁵ Frankreich ist der größte Nettoexporteur von Elektrizität und der zweitgrößte Produzent von Atomstrom weltweit.⁶ Wohl aufgrund der wirtschaftlichen Bedeutung⁷ sieht der französische Präsident den Atomstrom als Teil einer Lösung hin zu einer nachhaltigeren Energieversorgung⁸. Die Produktion von Atomstrom in Frankreich wie auch beim größten Produzenten weltweit den USA, wird aus meiner Sicht voraussichtlich in den nächsten Jahren stabil bleiben. Gleichzeitig nimmt die Produktion von Atomstrom in China und Indien wohl kontinuierlich zu⁹. Wann ein Preisanstieg stattfindet, ist kaum vorherzusagen. Die Chancen, dass der Preis mittelfristig höher steht, sind aufgrund der Angebots- und Nachfragesituation aus meiner Sicht hoch.

Zardoya Otis (3,1%; +0,2%)

Zardoya Otis ist in der Herstellung und Wartung von Personenaufzügen aktiv. Im Heimatmarkt Spanien unterhält das Unternehmen als Marktführer fast 300.000 Wartungsverträge für Aufzüge. Spanien weist ein dichtes Netz an Aufzügen auf, was die Wartungsarbeiten für Zardoya erleichtert und zu sehr guten Kapitalrenditen führt. Die Herstellung der Aufzüge dient der Kundenbindung, weshalb der Großteil der Gewinne mit dem Wartungsgeschäft und nicht dem Verkauf erzielt werden. So können potentielle neue Wettbewerber ferngehalten werden. Regelmäßig kauft Zardoya kleinere Wartungsdienstleister, um seine Marktstellung zu festigen.

Das amerikanische Mutterunternehmen Otis hält 50% der Anteile an Zardoya. Beide Unternehmen sind eng miteinander verflochten. So nutzt Zardoya z.B. bereits die Otis Technik zur Fernwartung der Aufzüge für rund ein Drittel der Wartungen. Otis selbst wurde in 2020 von United Technologies abgespalten. Seither haben Insider Aktien von Zardoya erworben und der Markenauftritt der beiden Unternehmen wird einheitlicher gestaltet. Eine Übernahme von Zardoya durch Otis wäre aufgrund niedriger Finanzierungskosten und der relativ günstigen Bewertung von Zardoya nachvollziehbar.

Der Aktienkurs kam während der Pandemie unter Druck, wodurch wir uns zu einer Free Cash Flow Rendite auf Basis der 2019 Gewinne von 5,5% an dem Unternehmen beteiligen konnten. Dies ist günstig, da Zardoya über ein ausgereiftes Portfolio an Wartungsverträgen verfügt, die zwei Drittel der

⁵ <https://oilprice.com/Alternative-Energy/Nuclear-Power/Will-Japan-Ever-Reboot-Its-Nuclear-Industry.html>

⁶ <https://www.world-nuclear.org/information-library/country-profiles/countries-a-f/france.aspx>

⁷ <https://www.world-nuclear-news.org/Articles/Macron-stresses-importance-of-nuclear-energy-for-F>

⁸ <https://www.connexionfrance.com/French-news/Macron-Nuclear-energy-is-the-future-for-eco-friendly-France>

⁹ <https://www.world-nuclear.org/information-library/country-profiles/others/asias-nuclear-energy-growth.aspx>

Umsätze erzielen. Die operative Marge liegt deutlich über derjenigen der Wettbewerber. Zudem schüttet Zardoya seinen Gewinn fast komplett an die Aktionäre aus und rentiert mit 4,5%.

Die Unsicherheit bei diesem Investment besteht in sinkenden Preisen für Wartungsverträge. Über die letzten Jahre hinweg lag der durchschnittliche Wartungspreis pro Aufzug und Jahr bei rund EUR 1.800. Dies liegt bereits 30% unter dem Niveau des spanischen Baubooms, der bis 2007 andauerte. Vor der Corona Pandemie konnten sich die Preise stabilisieren. Die Frage ist nun wie nachhaltig der spanische Wirtschaftseinbruch sein wird. Das Investment in Zardoya ist daher auch eine Wette darauf, dass spanische Hotels wieder öffnen und Büros von Arbeitnehmern weiterhin genutzt. Gleichzeitig würde Otis wohl eine günstige Gelegenheit zur Übernahme der restlichen 50% nicht verstreichen lassen, weshalb unser Investment nach unten hin gut abgesichert sein sollte.

ConvaTec (3,1%; +0,3%)

ConvaTec ist ein Anbieter von Medizinprodukten zur Behandlung von Patienten mit chronischen Erkrankungen. Darunter fallen Arzneimittel für schwer heilbare Wunden, Stoma Versorgung, Katheter und Insulininfusionen. ConvaTec hat nur wenige Wettbewerber und ist eines der führenden Unternehmen in diesen Segmenten. Hauptwettbewerber ist die dänische Coloplast. Die Eintrittsbarrieren für mögliche Wettbewerber sind hoch. Die Produkte sind stark reguliert, der Vertrieb hat über viele Jahre hinweg die Beziehung zu Ärzten und Krankenhäusern gepflegt und die Patienten wechseln ungerne das Produkt, sobald sie sich daran gewöhnt haben. Der Bedarf an ConvaTec's Produkten wächst aufgrund alternder Bevölkerungsstrukturen, der Zunahme von Krankheiten wie Diabetes und der Verbesserung von Gesundheitssystemen in aufstrebenden Volkswirtschaften.

Seit Anfang 2017 lenkt Novo Holdings, die knapp 20% an ConvaTec halten, das Geschehen. Die Gesellschaft verfügt über umfangreiche Expertise im Medizinbereich und stammt aus dem Umfeld von Novo Nordisk, einem führenden Insulinhersteller. Mit Hilfe von Novo Holdings wurde das Managementteam erneuert und Verbesserungen bei der Produktentwicklung und der Kostenstruktur eingeleitet. Ende 2019 übernahm mit Karim Bitar der langjährige Chef von Genus plc, einem auf Tiergenetik spezialisierten Biotechnologieunternehmen, das Ruder bei ConvaTec. Unter seiner achtjährigen Führung hatte er bei seinem früheren Arbeitgeber die Produktpalette erweitert, neue Märkte erschlossen und so die Ertragskraft schrittweise gesteigert. Karim Bitar arbeitet nun mit seinen Mitarbeitern daran, ConvaTec auf seine Kernmärkte zu fokussieren, neue Produkte einzuführen und so die Profitabilität derjenigen der Wettbewerber anzunähern. Hier besteht noch viel Spielraum nach oben. Sollte dem Management die Erhöhung der operativen Marge über die nächsten Jahre gelingen, erwarte ich für die Aktie eine Neubewertung.

BigBen Interactive (3,0%; +1,0%)

Anfang 2020 spaltete BigBen seine Videospieldsparte Nacon ab und brachte sie an die Börse. Das Kalkül war, dass Nacon auf diesem Wege mehr Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer erhält. Denn das Geschäft entwickelt sich sehr gut. Nacon produziert AA Videospiele mit einem Budget von bis zu EUR 10 Mio. Dazu kommen Zusatzbehör wie Controller und Taschen für Konsolen wie Nintendo Switch und PlayStation. Nacon plant seinen Umsatz im Geschäftsjahr, welches im März 2021 endet, um 24% auf EUR 170 Mio. zu steigern. Die operative Marge soll für den gleichen Zeitraum bei 18% liegen. Nacon's Börsenkurs konnte in 2020 um 50% zulegen. BigBen Interactive hält rund 77% der Nacon Anteile. Zum Jahresende handelt die BigBen Aktie noch mit einem 15% Abschlag auf den Nacon Anteil.

Zusätzlich und unabhängig von Nacon vertreibt BigBen auch Accessoires für Smartphones und Lautsprecher. Am Anfang der Pandemie kam dieser Geschäftsbereich zwar unter Druck, konnte sich

im Laufe des Jahres aber wieder erholen. Das Management möchte mittelfristig ein operatives Ergebnis von EUR 10 Mio. in diesem Segment erreichen.

Nacon's profitables Wachstumspotential, der mögliche *turn around* des Smartphone Geschäfts sowie die günstige Bewertung der BigBen Aktie machen das Investment aus meiner Sicht auch nach dem letztjährigen Kursanstieg weiterhin attraktiv (siehe auch den zweiten Investorenbrief zum 30.06.2020 für die Erstvorstellung des Investments).

Grenke (2,9%; -0,6%)

Der Aktienkurs von Grenke zeigte auch im zweiten Halbjahr hohe Schwankungen. Grund hierfür war die Veröffentlichung eines Leerverkäufers, der Grenke Betrug und fehlende liquide Mittel vorwarf.

Der Leerverkäufer Viceroy veröffentlichte den Bericht am Montag, den 15.9.2020. Im Laufe der Woche verlor die Grenke Aktie bis zu 50%. Aus meiner Sicht waren die Vorwürfe haltlos und bauten darauf auf nach dem tatsächlichen Betrug bei Wirecard, Verunsicherung unter den Grenke Aktionären zu schüren. Grenke ist wie Wirecard ebenfalls ein deutscher Finanzdienstleister. Für Grenke kommt ebenfalls hinzu, dass die Bilanzierung relativ komplex ist, was das Unternehmen angreifbar macht. Darüber hinaus sehe ich die Vergleichbarkeit zu Wirecard allerdings als beendet an. Grenke verfügt über ein erprobtes Geschäftsmodell und nach meiner Erkenntnis über ein vertrauenswürdiges und verantwortungsvolles Führungsteam.

Im Zuge der Debatte um Grenke kamen aber einige wichtige Punkte auf. Aus meiner Sicht berechtigt, ist die Kritik an der mangelnden Offenlegung der Eigentumsverhältnisse bei der internationalen Expansion des Unternehmens in den vergangenen Jahren. Das Führungsteam hat angekündigt, in Zukunft eine transparentere Struktur für die internationale Expansion zu nutzen.

Aus meiner Sicht ist Grenke dem Angriff von Viceroy bisher weitestgehend entschieden entgegengetreten. Ich erwarte, dass das Management den Angriff nutzen wird, um die Berichterstattung verständlicher zu gestalten und teilweise berechtigter Kritik an der noch mittelständisch geprägten Führungskultur entgegenzukommen. Damit sollte das Vertrauen in das Unternehmen mittelfristig zurückkehren (siehe auch den zweiten Investorenbrief zum 30.06.2020 für die Erstvorstellung des Investments).

Redbubble (2,8%; +0,7%)

Eine ausgereifte Drucktechnik und das Internet machen Redbubble's Geschäftsmodell möglich. Das australische Unternehmen verkauft Massenware wie T-Shirts, Bettbezüge, Handyhüllen oder Poster über das Internet. Besonders machen die Designer und Künstler das Angebot. Deren Bilder und Designs werden in Fertigungs- und Verteilzentren auf die Produkte gedruckt, welche die Kunden vorher auf Redbubble's Internetseite bestellt hatten. Die Künstler erhalten für ihr Design einen Teil des Verkaufspreises.

Für die Künstler ist die Zusammenarbeit mit Redbubble angenehm, da sie lediglich ihr Design auf die Redbubble Plattform hochladen und für jeden Verkauf ein Honorar erhalten. Den Verkauf, den Druck und den Vertrieb organisiert das Unternehmen. Die Kunden können so aus den Arbeiten von mehr als 800.000 Künstlern nach ihrer Vorliebe wählen. Mit Zunahme der Anzahl an Künstlern, Druck- und Logistikzentren erreicht Redbubble mehr und mehr Kunden.

In 2020 haben sich wie bei Naked Wines und Westwing die Investitionen in Infrastruktur und Marketing erstmalig ausgezahlt. Im laufenden Geschäftsjahr könnte Redbubble einen operativen Ertrag von 100 Mil. Australischen Dollar erzielen. Bezogen auf eine Marktkapitalisierung von 1,5 Mrd. Australischen Dollar ist dies für einen Marktplatz mit ausgereiften Netzwerkeffekten günstig.

Cogeco Communications (2,8%; +0,1%)

Das kanadische Unternehmen bietet seinen Nutzer über sein Kabelnetzwerk Zugang zum Internet. Über die letzten Jahrzehnte kaufte das Unternehmen regionale Betreiber in Kanada und den USA, erzielte Kosteneinsparungen und steigerte die Profitabilität, eine der höchsten in der Branche. Gleichzeitig investiert Cogeco Communications in seine bestehende Infrastruktur. 70% der verbundenen Haushalte in Kanada können bereits mit bis zu 1 Gbit/s versorgt werden. Im Wettbewerb steht Cogeco mit dem kanadischen Telekommunikationsunternehmen Bell sowie einer Reihe von Konkurrenten ohne eigenes Netzwerk (*reseller*). In den USA konkurriert Cogeco hauptsächlich mit Unternehmen, welche lediglich DSL anbieten. Auch hier investiert das Unternehmen in sein Netz, kauft gelegentlich kleinere Wettbewerber auf und erweitert damit seinen Wettbewerbsvorteil.

Seit über 60 Jahren kontrolliert die Audet Familie das Unternehmen. Die Eigentümerstruktur ist typisch für eine Reihe kanadischer Unternehmen und vergleichbar mit der unseres Investments Fairfax Financial. Die Audet Familie besitzt die Mehrheit der Stimmrechte, verfügt gleichzeitig aber nur über einen relativ geringen ökonomischen Anteil. Louis Audet, der langjährige Vorstandsvorsitzende, gab in 2018 die operative Führung an Phillipe Jette ab, der nicht aus der Audet Familie stammt.

Im September 2020 erreichte Cogeco ein Übernahmeangebot der Wettbewerber Altice und Rogers, welches das Unternehmen mit dem 9-fachen seines EBITDA bewertete. Diese Bewertung liegt deutlich unter dem Branchendurchschnitt. Altice und Rogers versuchten allerdings die Audet Familie dahingehend zu beeinflussen dem Verkauf zuzustimmen, indem sie der Familie mit 800 Millionen Kanadischen Dollar einen Aufschlag von über 100% auf ihre Stimmrechtsaktien anboten. Die Minderheitsaktionäre wären mit einem unbedeutenden Aufschlag abgespiesen worden. Die Familie lehnte das Angebot klar und deutlich in einer Pressemitteilung ab.

Das Management erhöht seit Jahren die Ausschüttungen an seine Aktionäre. Die langfristige Strategie der regionalen Übernahmen hat sich bis hierhin als erfolgreich erwiesen. Gleichzeitig liegt die Fremdkapitalquote unter dem Branchendurchschnitt. Der Preis des Unternehmens ist günstig im Vergleich zu gelisteten Wettbewerbern, was auf die Kontrolle durch Audet zurückgeführt werden könnte. Aus meiner Sicht hat die Familie die Interessen der Miteigentümer aber stets gewahrt und die langfristige Ausrichtung der Unternehmensstrategie stellt einen Vorteil gegenüber den Wettbewerbern dar.

Ein bekanntes Risiko besteht darin, dass die kanadischen Wettbewerbsbehörden den Markt für *reseller* weiter öffnen möchten. Die Kabelnetzbetreiber wie Cogeco und Bell streiten gerade mit der Wettbewerbsbehörde vor Gericht, zu welchen Preisen den *resellern* Zugang zu den Netzen gewährt werden muss. Ich erwarte, dass es hier zu keiner allzu nachteiligen Einigung für Cogeco kommen wird. Denn allen Parteien sollte bewusst sein, welche hohe Bedeutung Investitionen von Unternehmen wie Cogeco haben, um den Fortgang der Digitalisierung aufrecht zu erhalten.

Kirkland Lake Gold und Torex Gold (2,8%; +0,5%)

Goldproduzenten sind meist ein schwieriges Investment. Stiegen die Goldpreise in der Vergangenheit, zeigten die Manager der Produzenten allzu hohe Risikofreude bei Neuprojekten, was dann in den

folgenden Jahren zu hohen Abschreibungen mangels erfolgreicher Umsetzung führte. Auch die Kosten stiegen meist mit dem Goldpreis an, da der Bedarf an Equipment und Energie zunahm.

In den Jahren seit 2012 befand sich die Branche in der Krise und neue Managementteams mit einem Fokus auf eine nachhaltige Kapitalallokation übernahmen bei vielen Produzenten die Führung. Mit Torex und Kirkland sind wir an zwei Produzenten mit aussichtsreichen Minen beteiligt. Beide Unternehmen konnten trotz Einschränkungen bei der Produktion aufgrund der Pandemie sehr hohe freie Mittel in 2020 erwirtschaften, da der Goldpreis zulegen konnte und die Kosten unter Kontrolle gehalten wurden. Beide Managementteams investieren mit Bedacht in neue Projekte und achten auf die Interessen der Aktionäre. Sollte diese Entwicklung bestehen bleiben und der Goldpreis gegenüber dem US Dollar zumindest stabil bleiben, erwarte ich weiterhin eine gute Ertragsentwicklung der beiden Unternehmen.

Sprott Inc. (2,8%; +1,1%)

Das kanadische Unternehmen hat meine Erwartungen an das operative Geschäft in 2020 vollends erfüllt. Gestützt auf gestiegene Gold- und Silberpreise nahm das Interesse an Sprott's Produkten von Anlegerseite in 2020 deutlich zu. Sprott konnte sein verwaltetes Vermögen (*assets under management*) in den ersten neun Monaten um 82% steigern. Sprott's Aktienkurs profitierte auch von einer Zweitnotiz an der New York Stock Exchange. Aufgrund der sehr guten Kursentwicklung haben wir unterjährig einen Teil der Gewinne realisiert. Sprott's zukünftige Entwicklung ist abhängig von den Kapitalströmen in den Edelmetallsektor. Bisher haben viele institutionelle Investoren in diesem Sektor eine relativ geringe Allokation. Zudem ist die Anzahl der Investmentspezialisten in diesem Sektor nach der Marktberreinigung von 2012 bis 2018 weiterhin überschaubar. Sprott's Chancen ihr sehr profitables Geschäft weiter auszubauen, stehen daher gut (Siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

Datalogic (2,7%; +0,1%)

Das Unternehmen aus Bologna litt in 2020 unter dem Auslaufen einiger Großaufträge und den Folgen von COVID-19. Der Umsatz sank in den ersten neun Monaten um gut 21% und die Gewinnmarge von 9,0% auf 1,3% des Umsatzes.

Die Tochter des Firmengründers, Valentina Volta, setzt weiterhin auf Innovationen im Bereich automatische Datenerfassung und Fabrikautomation. Im letzten Jahr stand die Einführung einer neuen Reihe von mobilen Computern im Vordergrund. Damit will Datalogic einen Teil des Marktes besetzen, der vom Wettbewerber Zebra dominiert wird. Zwar erschwerte die Pandemie die Einführung neuer Produkte, dennoch konnte der Anteil neuer Produkte am Umsatz gegenüber dem Vorjahr gesteigert werden. Der Umsatz der neuen Mobilcomputer konnte um 44% zulegen.

Datalogic's Geräte helfen ihren Kunden aus dem Einzelhandel, Transport&Logistik, Industrie und Gesundheitswesen, Arbeitsprozesse effizienter zu gestalten. Datalogic sollte weiterhin von der Zunahme der Automatisierung und Digitalisierung profitieren. Daher erwarte ich, dass sich das Geschäft in den nächsten zwei Jahren wiederbelebt und Datalogic neue historische Höchststände bei Umsatz und Gewinn erzielen kann (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

Fairfax Financial (2,4%; -0,5%)

Nachdem wir im März 2020 (wie im Brief zum 30.06.2020 beschrieben) unsere Position in Fairfax veräußert hatten, empfahl ich dem Fonds den Wiedereinstieg im November dieses Jahrs. Der Fonds konnte seine Beteiligung an Fairfax 20% unter dem Verkaufspreis im März aufbauen.

Für den Wiedereinstieg sprachen zwei Gründe. Zum einen kaufte der Vorstandsvorsitzende Prem Watsa im Juni 2020 für 149 Millionen US Dollar Aktien am Markt aus seinem Privatvermögen. Prem Watsa hatte bereits vorher einen Großteil seines Vermögens in Fairfax investiert. Mit dem Insider Kauf unterstreicht er seine Zuversicht in die weitere geschäftliche Entwicklung von Fairfax.

Zum anderen belegte das Unternehmen mit der Vorlage der Q3- Zahlen, dass die Prämien für Versicherungen anziehen. Nachdem der Versicherungsmarkt im für Fairfax wesentlichen *property & casualty* Segment für die Versicherer in den letzten Jahren von starkem Wettbewerb gekennzeichnet war, zeichnen sich nun nachhaltig höhere Preise für Policen ab. Die zu Fairfax gehörenden Versicherungsgesellschaften konnten trotz des *soft markets* der vergangenen Jahre gute Ergebnisse vorweisen. In dem zu erwartenden *hard market* könnte Fairfax Financial nun neue Bestmarken im Hinblick auf die Profitabilität im Versicherungsgeschäft erreichen.

Als problematisch erwies sich in den letzten 10 Jahren die Investmentsparte von Fairfax. Das Investmentteam investierte vermehrt in Unternehmen mit problematischen Geschäftsmodellen. Dazu kamen verlustreiche Absicherungsgeschäfte gegen einen Kurssturz an den amerikanischen Aktienmärkten. Hier stellt sich die Frage, ob das Management aus seinen Fehlern gelernt hat. Wenn man deren Aussagen traut ist, dies der Fall und es hat bereits eine Anpassung des Investmentprozesses stattgefunden. Der Börsenpreis deckt einen Großteil der Ungewissheit ab und ermöglicht viel Spielraum nach oben, sollte Fairfax das bestehende Potential nutzen. So notieren Fairfax Aktien zum Jahresende lediglich zum 0,7-fachen Buchwert (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

Tucows (2,4%; +0,6%)

Tucow's Management verkündete Mitte des Jahres die Neuausrichtung des Mobilfunkgeschäfts. Mit DISH Networks geht Tucows eine Partnerschaft ein, bei der Tucows DISH mit Hilfe der selbst entwickelten Plattform als Dienstleister unterstützt. Aufgrund der Erfahrungen aus dem Domain Geschäft und aus dem Geschäft als *MVNO*¹⁰ über die letzten Jahre kann Tucows komplexe Arbeitsprozesse DISH zu wettbewerbsfähigen Preisen anbieten. Tucows erhält von DISH Gebühren, welche sich an der Nutzerzahl des DISH Segments orientieren werden. Noch nicht absehbar ist, ob DISH sich tatsächlich am US Markt etablieren können wird.

Für Tucows erhöht die Vereinbarung allerdings nicht das operative Risiko, sondern schafft zusätzlich Optionen. Denn für den bestehenden TING Kundenstamm erhält Tucows Abschlagszahlungen, die dem Auslaufen des Geschäfts über die nächsten Jahre entsprechen. Die Komplexität und der Aufwand reduzieren sich für Tucows damit deutlich. Sollte das neue Modell erfolgreich sein, könnte Tucows weitere Mobilfunkanbieter mit Dienstleistungen an sich binden.

¹⁰ Mobile Virtual Network Operator: Die MVNOs haben kein eigenes Netz, sondern nutzen die Infrastruktur eines echten Mobilfunknetzbetreibers. Im Unterschied zu einem Reseller vermarktet der MVNO den Mobilfunk als eigene Marke mit eigenen Tarifen. Die dafür notwendige Netzkapazitäten kauft der MVNO von den Mobilfunknetzbetreibern ein.

Die Nachfrage nach schnellen und zuverlässigen Internetanschlüssen hat durch die Pandemie einen Schub erhalten. TING Mobile, das Glasfasergeschäft von Tucows, kam daher der Nachfrage nicht hinterher. Das Management forciert daher den Ausbau seines Netzes. Mehr Kapital, eine neue Verlegetechnik der Kabel und der Einstieg in Kalifornien, wo im Gegensatz zu den bestehenden Märkten in Colorado und Idaho auch im Winter das Netzwerk problemlos ausgebaut werden kann, sollen der Nachfrage Herr werden. Zwar gibt es laut Management eine Reihe von Investoren, die Kapital für den Ausbau des amerikanischen Hochgeschwindigkeitsnetzes zur Verfügung stellen wollen, allerdings sind nicht ausreichend Expertise und Mitarbeiter für die Umsetzung und den Betrieb von Netzen am Markt vorhanden. Daher bezahlen Investoren für bestehende Glasfasernetze sehr hohe Preise. Gleichzeitig kann Tucows mit seinen vorhandenen Mitarbeiter Ressourcen und eigener Software neue Netze zu Kapitalrenditen von 20% bis 25% errichten. Daher beschleunigt das Management den Ausbau, um möglichst lange von dieser Divergenz zu profitieren, welche für das Unternehmen zu hoher Profitabilität über viele Jahrzehnte führen könnte (siehe auch den zweiten Investorenbrief zum 30.06.2020 für die Erstvorstellung des Investments).

The Gym Group (2,3%; -1,2%)

Der britische Betreiber von Fitnessstudios musste seine Standorte in 2020 aufgrund der COVID-19 Pandemie mehrmals für mehrere Wochen schließen. Über diese Zeiträume verzichtete das Unternehmen auf Beitragszahlungen seiner Mitglieder. Zudem sank die Zahl der Mitglieder vom 31.12.2019 bis zum 31.10.2020 von 796.000 auf 639.000. Für die operative Entwicklung der Gym Group war 2020 daher ein herber Rückschlag. Das Management reagierte im Laufe des Jahres mit einer Kapitalerhöhung, welche unseren Anteil am Unternehmen um 20% verwässerte. Zudem erhöhte das Unternehmen seine Kreditlinien, um den finanziellen Spielraum weiter zu erhöhen. Dennoch hält der Fonds an seinem Investment in Gym Group aus mehreren Gründen fest.

Das Unternehmen ist weiterhin führend im preiswerten Segment der Fitnessstudios. Mit 18 britischen Pfund Monatsbeitrag können Kunden in sehr gut ausgestatteten Studios trainieren. Ich gehe davon aus, dass das Preisbewusstsein der Kunden weiter zunehmen wird und Gym Group daher neue Kunden von teureren Studios nach dem Ende der Pandemie gewinnen kann.

Zwar nimmt das Angebot an Trainingsmöglichkeiten von zu Hause gerade rasant zu (siehe Peloton), für viele Menschen ist der Gang ins Fitnessstudio aber ein wichtiger Bestandteil ihres Alltags geworden. Der Wunsch nach sozialer Interaktion, die Motivation mit anderen Menschen zu trainieren und von zu Hause wegzukommen werden nach dem Ende der Pandemie meiner Erwartung nach für eine starke Nachfrage sorgen.

Meine Recherchen dieses Jahr führten mich auch zu dem Schluss, dass das Unternehmen eine sehr gute Servicekultur gegenüber den Kunden und im Vergleich zum Wettbewerb entwickelt hat.

Außerdem verfügt das Unternehmen mittlerweile über großen Verhandlungsspielraum mit seinen Vermietern. Die Nachfrage nach Gewerbeflächen nimmt aufgrund der Digitalisierung des Einzelhandels ab. Gleichzeitig steigt die Bekanntheit der Gym Group als solventer Mieter (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

Interactive Brokers (2,2%; +0,5%)

Interactive Brokers profitiert derzeit von der zunehmenden Handelstätigkeit und Risikobereitschaft seiner Kunden. Die Marktposition konnte das Unternehmen im vergangenen Jahr mit neuen Produkten und sich anschließendem Wachstum weiter ausbauen. Belastend wirken sich die niedrigen oder sogar

negativen Zinsen auf das Zinsergebnis von Interactive Brokers aus. Daher wird Interactive Brokers eines der Unternehmen sein, dass von möglicherweise steigenden Zinsen insbesondere in den USA profitieren könnte (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

Knight Therapeutics (2,0%; -0,8%)

In 2020 erwarb Knight die restlichen 48,8% an der brasilianischen Grupo Biotoscana (GBT). Damit hat Knight für insgesamt rund 360 Millionen Kanadische Dollar 100% an dem Lizenznehmer von Medikamenten für 10 südamerikanische Märkte bezahlt. Das Geschäft brach in 2020 ein, da die Vertriebsmannschaften des Unternehmens aufgrund von COVID-19 kaum aktiv sein konnten. Zudem stellten Ärzte Behandlungen häufig zurück. Auch kam es in den letzten 12 Monaten zu keinen neuen Lizenzverträgen in Südamerika. Die Integration von GBT in den Knight Konzernverbund gestaltete sich ebenfalls schwierig, da die Reisemöglichkeiten von Kanada nach Brasilien für einen Großteil des Jahres eingeschränkt waren. Zudem verlor der brasilianische Real gegenüber dem Kanadischen Dollar stark an Wert, was sich wiederum negativ in Knight's konsolidierten Zahlen zeigte.

Kurz vor Jahresende gab das Unternehmen bekannt, dass es plant bis zu 360 Millionen Kanadischen Dollar an Liquidität über Eigen- oder Fremdkapital aufzunehmen. Damit sollen weitere Akquisitionen für die Stärkung der Marktposition in Südamerika finanziert werden. Dies kam überraschend, da Knight auch noch über liquide Mittel in Höhe von 400 Millionen Kanadischen Dollar in der Bilanz verfügt. Daher könnte eine relativ große Übernahme geplant sein.

Die Strategie einen führenden pan-amerikanischen (ohne USA) Lizenznehmer für Medikamente aufzubauen, erscheint vielversprechend. Auf dem Weg dorthin gerät das Management aber gerade in heftigen Gegenwind. Die Verwerfungen der Pandemie erschweren die Integration von GBT. Eine weitere große Akquisition könnte die Komplexität in der Führung des Unternehmens weiter erhöhen. Für das Investment sprechen die Expertise des Managements, die hohe Finanzkraft des Unternehmens und der günstige Preis der Aktie im Verhältnis zu den bestehenden Vermögenswerten (siehe auch den ersten Investorenbrief zum 31.12.2019 für die Erstvorstellung des Investments).

Groupe Bruxelles Lambert (2,0%; +0,3%)

Die Anteilseigner von GBL um die Familien Freres/Desmarais haben in 2020 die Eigentümerstruktur vereinfacht. Dadurch stieg der Streubesitz von 50% auf über 70% und die Handelbarkeit der Aktie nahm zu.

Weiterhin notiert die Aktie mit einem deutlichen Abschlag von rund 30% auf den Nettovermögenswert, welcher zu 85% aus börsennotierten Gesellschaften wie Adidas, Pernod Ricard, SGS und Lafarge Holcim besteht. Die Kosten für die Holdinggesellschaft belaufen sich auf lediglich 0,3% pro Jahr. Dadurch ist der hohe Abschlag nicht zu erklären. Die Familien Freres/Desmarais halten rund 28% des Aktienkapitals und rund 49% der Stimmrechte. Die Familien haben aus meiner Sicht stets nach der langfristigen Wertsteigerung des Unternehmens für alle Aktionäre gestrebt. Die Gesellschaft hat die Dividende in den letzten zehn Jahren von Jahr zu Jahr erhöht. Derzeit liegt die Rendite bei knapp 4%.

In den kommenden Jahren könnte die Gesellschaft mit ihrem Fokus auf europäische Investments von einem Wiedererstarben der europäischen Finanzmärkte im Vergleich zu den USA profitieren. Die US Aktienmärkten hatten sich in den letzten zehn Jahren deutlich besser als die europäischen entwickelt. Das Interesse internationaler Investoren an relativ günstigen europäischen Qualitätsunternehmen

könnte daher in den nächsten Jahren wieder zunehmen und der Performance von GBL auf die Beine helfen.

Frequentis (1,8%; +0,0%)

Frequentis ist auf die Ausstattung von Kontrollzentren in sicherheitskritischen Bereichen spezialisiert. Kunden sind vornehmlich Behörden z.B. aus den Bereichen Flugsicherung, Bahn, Polizei/Feuerwehr und Militär. Frequentis hat sich über Jahrzehnte hinweg das Vertrauen seiner Kunden erarbeitet. Pro Jahr setzt das Unternehmen rund 400 Projekte um und hat eine installierte Basis in Kontrollzentren von 25.000 Arbeitsplätzen in 140 Ländern. Jedes installierte System ermöglicht Wartungs- und Folgeaufträge. Derzeit erhält das Unternehmen 90% seiner Aufträge von bestehenden Kunden und zielt auf die Akquise von 15 Neukunden pro Jahr ab.

Das Unternehmen ist einerseits sehr spezialisiert, bietet aber gleichzeitig das gesamte Leistungsspektrum für Kontrollzentren weltweit an und differenziert sich dadurch von Wettbewerbern. Neue Produkte entwickelt das Unternehmen selbst oder kauft Wissen zu. So hat Frequentis kürzlich 15% an der spanischen Nemergent erworben, die Behörden hilft neue Funkstandards auf LTE/5G Basis einzuführen. Eine eigene Innovation von Frequentis ist der *remote tower*. Kleinere Flughäfen können mit der Technologie aus der Ferne gemeinsam überwacht werden. Dies spart zum einen Personalkosten (der Betreiber benötigt weniger Fluglotsen) zum anderen ist die Kamertechnik gerade nachts dem menschlichen Auge überlegen. Auch nach dem Börsengang hält der Gründer die Mehrheit der Anteile. Das Unternehmen ist mittelständisch geprägt. Die Mitarbeiter identifizieren sich mit der Aufgabe sicherheitsrelevante Lösungen anzubieten.

Während der Pandemie nutzen viele Behörden das geringere Verkehrsaufkommen, um Projekte durchzuführen. Frequentis konnte zum Halbjahr 2020 daher einen Auftragsprung vermelden. In Asien profitiert Frequentis zudem von der Umsetzung vieler Infrastrukturprojekte. Neue Technologien wie der *remote tower* aber auch die Kontrolle von Drohnen im Behördendienst sollten in Zukunft für zunehmende Nachfrage sorgen.

Slack (1,3%; +0,5%)

Mit Slack hielten wir zum Jahresende eine kleine Position in einem Softwareunternehmen. Slack bietet seinen Kunden effiziente Kommunikationslösungen für Abteilungen und Teams in Unternehmen an. Slack's Software versteht sich als Alternative zur Email nicht nur aufgrund von Datensicherheit aber vor allem, da sich die Kommunikation im Unternehmen mit Slack besser gestalten und organisieren lässt. Mit Microsoft Teams gibt es ein vergleichbares Produkt eines starken Wettbewerbers. Aus meiner Sicht ist der Markt für zwei wesentliche Wettbewerber ausreichend groß. Viele Kunden suchen auch nach Lösungen außerhalb des Windows Betriebssystems. Im Dezember kündigte Salesforce an, Slack zu übernehmen. Die Aktie stieg daraufhin in wenigen Tagen um mehr als 40%. Im Januar 2021 hat der Fonds seine Anteile verkauft, da aus meiner Sicht keine Aussicht auf weiterer Kurssteigerungen bestand.

Verkäufe in 2020

Alle in 2020 verkauften Unternehmen zusammengenommen kosteten den Fonds 1,6% an Jahresperformance. Wie bereits erwähnt, trugen hier im Wesentlichen Costain und Equiniti negativ zur Entwicklung bei. Positiv trug Virtu Financial (siehe Brief zum 30.06 2020) und eine Reihe von kurzfristig gehaltenen Investments vor allem aus dem ersten und zweiten Quartal bei.

Den nächsten Investorenbrief für das erste Halbjahr 2021 erhalten Sie im August. Bis dahin wünsche ich Ihnen Gesundheit und Alles Gute für 2021. Bei Fragen stehe ich Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Benedikt Olesch, CFA

Kontakt: 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: 30.01.2020. 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.