

2. Investorenbrief

Bericht zum 30.06.2020



Siegsdorf, den 31.07.2020

Liebe Investoren,

der WertArt Capital Fonds hielt zum Ende des ersten Halbjahres 30 Positionen. Die durchschnittliche Gewichtung pro Position lag bei 2,7% bezogen auf das Fondsvolumen. Die zehn größten Investments beliefen sich auf 43,2% des Fondsvolumens. 17,4% des Fondsvolumens waren als Barmittel vorhanden. 0,1% waren in Derivate investiert.

Die Finanzmärkte reagierten mit extremen Schwankungen auf die zeitweise Stilllegung der wirtschaftlichen Aktivität im Zuge der COVID-19 Pandemie und die sich daraus verändernden Erwartungen.

Innerhalb eines Monats von Ende Februar bis Ende März sank der Preis unseres Vergleichsindex MSCI World um 35,1%. Am 23. März standen die Finanzmärkte kurz vor dem Kollaps. Viele Marktteilnehmer mussten ihre Wetten, welche häufig mit Fremdkapital unterlegt waren, um jeden Preis liquidieren. In erster Linie die amerikanische Notenbank sah sich daher gezwungen mit außergewöhnlichen Maßnahmen zu reagieren und überflutete die Finanzmärkte mit Liquidität. Von fiskalpolitischer Seite verabschiedeten viele Regierungen großzügige Konjunkturpakete, um die Folgen des Wirtschaftseinbruchs für Arbeitnehmer und Unternehmen abzufedern.

Das Pendel schlug zurück und unser Vergleichsindex stieg von seinem Tief bis zum 30.6.2020 um 35,0%. Während der Vergleichsindex 6,2% über den Berichtszeitraum verlor, verlor der Anteilspreis des WertArt Capital Fonds über den gleichen Zeitraum 0,8%. 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 H1	-0,8%	-6,2%
Jährliche Rendite seit Auflage	-5,0%	7,5%
Gesamtrendite	-6,5%	10,0%

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

Für das entgegengebrachte Vertrauen während der letzten ereignisreichen Monate möchte ich mich bei Ihnen herzlich bedanken. Der Fonds konnte über diesen Zeitraum aus einer Position der Stärke agieren. Im Portfolio haben sich aufgrund der hohen Volatilität eine Reihe von Änderungen ergeben. Der Fonds konnte neue Investitionen zu aus meiner Sicht günstigen Konditionen tätigen. Ich gehe davon aus, dass die relativ hohe Handelstätigkeit im Fonds im ersten Halbjahr 2020 zukünftig eine Ausnahme bleibt.

Im Folgenden möchte ich gerne näher auf einige unserer bestehenden Investments und die Veränderungen im Portfolio seit dem 30.12.2019 eingehen.

Der Goldpreis legte im ersten Halbjahr um 14,5% gegenüber dem US-Dollar zu. Unsere Beteiligungen im Edelmetallsektor entwickeln sich gut. **Sprott Inc (Portfolioanteil²: 6,0%; Wertbeitrag über Berichtsperiode: +1,9%³)** konnte sich als Investmentspezialist für aktiv und passiv gemanagte Anlageprodukte im Edelmetallbereich weiter etablieren und sein verwaltetes Vermögen deutlich erhöhen. **Osisko Gold Royalties (4,0%; +0,1%)** notiert weiter mit einem Bewertungsabschlag im Vergleich zu anderen *gold royalty* Unternehmen⁴ wie Franco Nevada und Wheaton Precious Metals. Osisko's Management muss noch Überzeugungsarbeit leisten, dass der letztjährige Kauf eines Goldprojekts in Kanada zum Erfolg führt. Der Fonds hält mit **Barrick Gold (1,9%; +0,4%), Kirkland Lake Gold (1,6%; +0,2%) und Torex Gold (2,0%; +0,6%)** zum 30.06.2020 eine neue Position an Goldproduzenten. Die niedrigen Energiepreise und die gleichzeitig gestiegenen Edelmetallpreise wirken positiv auf die Profitabilität dieser Unternehmen.

Positiv entwickelten sich über den Berichtszeitraum auch unsere Beteiligungen an den beiden *market makern* **Flow Traders (5,6%; +2,0%)** und **Virtu Financial (verkauft; +1,0%)**, die von hoher Handelstätigkeit und Volatilität an den Finanzmärkten profitierten. Virtu Financial wurde mittlerweile verkauft, da das Management den Fremdkapitalanteil nochmals erhöhte. Dies schlug sich negativ auf meine Bewertung der Aktie nieder. Flow Traders besitzt demgegenüber eine starke Eigenkapitalbasis und ist mit der Fokussierung auf den Handel mit ETPs (Exchanges Traded Products) in einem wachsenden Segment tätig. Flow Traders profitiert zudem von der Mifid II Regulierungseinführung, welche mehr Transparenz beim *orderflow* einfordert. Ebenso sind einige Konkurrenten aus dem Markt ausgeschieden. Daher könnte Flow Traders in Zukunft auch Nutznießer der Konsolidierung sein.

Die anhaltend zuversichtliche Stimmung an den Aktienmärkten bis in die ersten Märztag hinein konnte ich nutzen, um dem Fonds die Veräußerung von Investments zu empfehlen, welche unter der nahenden Krise aus meiner Sicht besonders leiden würden. Daher schlug ich dem Fonds den Verkauf von **Howard Hughes (verkauft; -0,4%), Fairfax Financial (verkauft; -0,3%) und Safilo (verkauft; +0,1%)** vor.

Das Immobilienunternehmen Howard Hughes wird voraussichtlich unter Mietausfällen und seinem hohen Geschäftsaufkommen in Houston (Texas) leiden. In Houston hängt ein Großteil der Miteinnahmen von der Ölindustrie ab, welche aufgrund des Nachfrageeinbruchs nach Erdöl unter Druck gerät. In den letzten Wochen zeigte sich ebenso, dass die COVID-19 Fallzahlen in Texas relativ stark anstiegen.

² Anteil des Investments am Fondsvolumen zum 30.06.2020

³ Beitrag zur Wertentwicklung des Fonds über die Berichtsperiode vom 30.12.2019 bis zum 30.06.2020

⁴ Als *royalty* wird in diesem Fall das Recht bezeichnet einen Teil der Produktion über die Lebenszeit der Mine zu erhalten. Unternehmen wie Osisko Gold Royalties stellen dem Minenbetreiber vorab Kapital zur Verfügung und erhalten ab Inbetriebnahme der Mine als Gegenleistung einen Teil der Produktion.

Der Versicherer Fairfax Financial investiert einen Teil seiner Prämieinnahmen in Aktien. Die von Fairfax im Portfolio gehaltenen Unternehmen sind konjunktursensitiv und haben zum Teil einen hohen Fremdfinanzierungsgrad. In dem nahenden sehr schwierigen konjunkturellen Umfeld erschien mir diese Positionierung zu offensiv.

Der italienische Brillenhersteller Safilo befindet sich noch mitten in einer Neuaufstellung der Produktionskapazitäten und des Vertriebs. Aus meiner Sicht ist das Geschäftsmodell noch nicht ausreichend stabilisiert, um ohne weitere Kapitalspritze des Großaktionärs der Rezession zu begegnen.

Royal Boskalis (verkauft; -0,5%), STO (verkauft; -0,1%), Siemens (verkauft; -0,4%) und Grubhub (verkauft; +0%) verkaufte der Fonds, weil der Tausch in aus meiner Sicht attraktivere Opportunitäten ein höheres mittelfristiges Renditepotential für den Fonds versprach.

Mit **Pason Systems (1,5%; -1,4%), Frank's International (1,7%; -1,1%) und Tidewater (1,3%; -2,5%)** ist der Fonds weiterhin im Dienstleistungsbereich für den Erdölsektor engagiert. Ich hatte im letzten Investorenbrief darauf hingewiesen, dass alle drei Unternehmen über hohen bilanziellen Spielraum verfügen. Die finanzielle Stabilität sollte diese Unternehmen befähigen, den starken Einbruch ihrer Geschäftstätigkeit auszugleichen. Denn die Nachfrage nach Erdöl wird in 2020 nach Schätzungen der *International Energy Association* um rund 8% gegenüber dem Vorjahr zurückgehen⁵. Daher sinkt auch die Investitionstätigkeit in der Erdölindustrie weiter. Viele Erdölproduzenten legen derzeit Teile ihrer Kapazitäten still, um Kosten zu sparen.

Mittlerweile dürfte sich der Ölmarkt aufgrund der Produktionskürzungen wieder einem Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage annähern. Im Falle einer wahrscheinlichen schrittweisen Erhöhung der Nachfrage, wird das Angebot kaum Schritt halten können. Es braucht schlichtweg Zeit um die stillgelegten Produktionsanlagen wieder hochzufahren. Unsere drei Unternehmen würden von diesem Szenario profitieren, da ihre Produkte für die Erdölproduzenten von hoher Relevanz sind. Dennoch hat die Wertentwicklung des Fonds an diesen Beteiligungen offensichtlich gelitten und ich werde die Entwicklung hier weiter genau beobachten.

Von zwei Positionen, welche ich im letzten Brief näher vorgestellt hatte, musste sich der Fonds aufgrund der unter meinen Erwartungen liegenden operativen Entwicklung trennen bzw. die Position deutlich reduzieren.

Nachdem die britische **Costain (verkauft; -2,0%)** im Mai/Juni 2019 über erste Abschreibungen aus dem Geschäft berichtet hatte und sich der Preis des Unternehmens daraufhin halbierte, empfahl ich dem Fonds eine Position in Costain aufzubauen. Costain betreibt die Planung und Durchführung von großen Bauprojekten im Infrastrukturbereich. Dies ist zwar ein margenschwacheres Geschäft. Costain erschien mir aber in der Branche als verlässlicher Partner angesehen zu sein, konnte eine stabile historische operative Entwicklung vorweisen, startete eine strategische Neuausrichtung hin zu margenstärkeren Aufträgen und wies eine solide Bilanz aus. Es gab außerdem Anzeichen dafür, dass die britische Regierung ihre Infrastrukturausgaben zukünftig erhöhen könnte. Zudem war Costain aus meiner Sicht ein potentieller Übernahmekandidat.

Wie sich allerdings herausstellte war die anschließende Entwicklung sehr mau. Weitere Belastungen aus früheren Projekten schmälerten den Cash Bestand des Unternehmens und über allem schwellte der Streit um das Großprojekt H2 in Großbritannien (geplanter Bau eines

⁵ <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-july-2020>

Hochgeschwindigkeitsbahnnetzes), an dessen Bau Costain beteiligt ist. Am 11. März kam dann die Ankündigung des Unternehmens eine Eigenkapitalerhöhung über GBP 100 m durchführen zu wollen. Mit dem Geldzufluss sollte das *working capital* gestärkt werden, um weiterhin kapitalintensive Projekte finanzieren zu können. Im Anschluss an diese Meldung empfahl ich den Verkauf unserer Beteiligung. Im Nachhinein muss ich feststellen, dass das Differenzierungspotential von Costain gegenüber dem Wettbewerb geringer ist, als ich angenommen hatte. Ich habe auch deutlich unterschätzt wie zügig das Unternehmen in Liquiditätsengpässe gelangen kann, obwohl Costain zu unserem Investitionszeitpunkt eine Netto Cash Position von GBP 41 m auswies.

Über die laufende Integration von Zoosk in das Dating App Portfolio von **Spark Networks (0,6%; -0,5%)** hatte ich Ihnen im letzten Investorenbrief berichtet. Mit den vorläufigen Jahreszahlen 2019 gab das neue Managementteam Ende April nun weitere Einblicke in den Verlauf des Zusammenschlusses und einen Ausblick für das Geschäftsjahr 2020. Insgesamt scheint das Potential der Zoosk Akquisition niedriger zu sein als ursprünglich angenommen. Das liegt an Umsatzrückgängen und Mehrkosten bei Zoosk. Diese sind auf Produktprobleme und auf Mehrkosten für Kreditkartenabrechnungen zurückzuführen. Beides scheint bei der Übernahme von Zoosk in der Due Diligence nicht erkannt worden zu sein. Dazu kommt ein schwächeres Geschäft aufgrund der Einschränkungen im Zuge von COVID-19. Das Management kürzte daher die Erwartungen für das Geschäftsjahr 2020 von USD 50 Mio. EBITDA auf USD 30 Mio. bis USD 34 Mio. EBITDA.

Im Hinblick auf die Verschuldung des Unternehmens, welche im Rahmen der Übernahme von Zoosk aufgenommen wurde, ist die Entwicklung problematisch. Zum einen muss das Unternehmen eine relativ hohe Zinsbelastung stemmen und zum anderen sind an den Darlehensvertrag bestimmte Anforderungen an die Profitabilität (sog. *covenants*) gebunden. Ich halte ein Verfehlen der Anforderungen aus dem Kreditvertrag derzeit für durchaus möglich. Der Kreditgeber, ein opportunistischer amerikanischer Kreditfonds könnte dann den *default* erklären und die Eigentumsrechte an der Gesellschaft einfordern. Zwar hat das Unternehmen die Möglichkeit ab Juli dieses Jahres gegen Zahlung einer Gebühr mit einem anderen Kreditgeber zu refinanzieren. Allerdings stellt sich die Frage, ob die Konditionen angesichts der schlechter als erwarteten Ergebnisse in diesem Falle verbessert werden könnten. Zudem hat sich der Konkurrent Match Group wesentlich zuversichtlicher in der Besprechung seiner Erwartungen für 2020 gezeigt. Daraus schließe ich ebenfalls, dass bei Spark Networks viele Probleme hausgemacht sein könnten.

Im Berichtszeitraum habe ich dem Fonds daher trotz eines hohen Verlustes den Verkauf von zwei Drittel der Position empfohlen. Eine kleine Position wurde zum Stichtag weiterhin als Option auf eine Lösung der derzeitigen Probleme und eine erfolgreiche Ausweitung der bestehenden Plattform an Dating-Apps gehalten. Im Nachhinein hätte ein Managementwechsel Ende letzten Jahres meine Zweifel an dem Investment Case bestärken sollen. Zwar sprach das Unternehmen von persönlichen Gründen, welche zum Abgang der langjährigen Führungsmannschaft führten. Dennoch ist ein Managementwechsel mitten in der Integrationsphase einer wichtigen Übernahme, ein Indiz für unvorhergesehene Probleme.

Der Fonds hielt Anfang des Jahres **Put Optionen vornehmlich auf den NASDAQ 100 Index**. Aufgrund des starken Preisverfalls des Index und des Anstiegs der Volatilität im März, gewannen die Optionen stark an Wert und trugen **mit 4,3% positiv zur Wertentwicklung des Fonds** bei. Zum Zeitpunkt des Kaufes waren die Optionen günstig bewertet und eröffneten dem Fonds ein attraktives Chance/Risiko Potential. Optionen werden vom Fonds nur in sehr begrenzten Umfang bezogen auf das Fondsvolumen eingesetzt.

In den letzten Monaten ergaben sich für den Fonds eine Reihe attraktiver Investitionsmöglichkeiten. Für **neue Investments** gilt, dass die relative Qualität und Bewertung des Unternehmens in der Analyse das zu ersetzende Investment übertreffen müssen. Unsere neuen Unternehmen möchte ich Ihnen im Folgenden gerne vorstellen:

Vivendi (3,3%; +0,2%)

Vivendi hält 90% des größten Music Labels Universal Music Group (UMG). UMG produziert, vertreibt und bewirbt die Musik seiner Künstler. Zusammen mit den anderen beiden großen Musik Labels Sony Music und Warner Music kontrolliert UMG rund 69% des Marktes⁶. UMG konnte seine Umsätze über die letzten 5 Jahre um rund 10% pro Jahr steigern und weist eine operative Gewinnmarge von 15%+ aus. Das Geschäft profitiert davon, dass Streaming Plattformen wie Spotify, Apple Music und Amazon Music schnell wachsen und damit immer mehr Gebühren an die Inhaber der Musikrechte so z.B. an UMG fließen. Im März 2020 verkaufte Vivendi einen 10% Anteil an UMG an ein Konsortium rund um die chinesische Tencent. Der Verkauf bewertet UMG mit EUR 30 Mrd. Der Aktienmarkt bewertet den gesamten Vivendi Konzern allerdings mit lediglich EUR 26 Mrd. Legt man die derzeitige Bewertung aus dem Verkauf des 10%-Anteils für UMG zu Grunde, misst die Börse den übrigen Vivendi Geschäftsfeldern wie dem Pay-TV Geschäft Canal+ mit seiner Produktionsfirma Studiokanal, der Medienagentur Havas, dem Verlag Editis, dem Handyspieleentwickler Gameloft sowie einer Reihe von Beteiligungen (z.B. an der italienischen Mediaset bzw. Telecom Italia) keinen Wert zu. Vivendi nutzt den niedrigen Börsenpreis und kauft eigene Aktien zurück.

eBay (2,4%; +0,4%)

eBay ist im Wesentlichen ein Online-Marktplatz, auf dem Händler ihre Produkte anbieten können. eBay erhält für das Zustandekommen einer Transaktion auf seiner Plattform zwischen Käufer und Verkäufer eine Gebühr. Anders als Amazon bietet eBay keine eigenen Produkte an. Das Unternehmen tritt daher mit den Verkäufern nicht in Konkurrenz. Allerdings bietet eBay seinen Händlern bisher auch keine Dienstleistungen z.B. für die Versendung der Ware an. Die Verkaufsvolumina der Plattform liefen in den letzten Jahren seitwärts, was angesichts des allgemeinen Wachstums im *e-commerce* erstaunlich ist. Die Konkurrenz von Amazon bis Etsy konnte eBay über die letzten Jahre Marktanteile im großen Stil abjagen.

Mit Hilfe des neuen CEO's Jamie Iannone, der bei Walmart den Internethandel aufbaute und davor schon einmal bei eBay angestellt war, könnte das Unternehmen nun eine Reihe von Hebeln betätigen, um auf Wachstumskurs zu gelangen. Denkbar sind Investitionen in die Orderabwicklung, eine höhere Wertschöpfung beim Zahlungsverkehr und eine Steigerung der Werbeeinnahmen. Auch die Investoren erhöhen den Druck auf das Management. So wurde nach dem *online-ticketing* Geschäft im Juli auch das Online-Anzeigengeschäft (in Deutschland vertreten mit eBay Kleinanzeigen und mobile.de) verkauft. Damit konzentriert sich eBay nun auf sein Kerngeschäft. Wie das Unternehmen gerade berichtet, haben die Verkaufsvolumina im Zuge der Pandemie im zweiten Quartal deutlich angezogen. Auch nach der Corona-Pandemie könnte das Unternehmen von einem anhaltend geänderten Konsumverhalten profitieren. Mit einer *free cash flow* Rendite von 8% bewertet, erhielt der Fonds seine Beteiligung zu einem günstigen Preis.

⁶ <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/224077/umfrage/marktanteile-der-groessten-plattenfirmen-weltweit/>

Booking Holdings (2,5%; -0,8%)

Booking ist der größte Online-Reisevermittler (*online travel agency* - *OTA*). Kunden können auf Booking's Webseiten Buchungen für ihre Reise vornehmen. Das Hauptgeschäft findet mit Hotelbuchungen statt und hier vor allem in Europa und Asien. Die fragmentierte europäische und asiatische Hotelindustrie begünstigt das Geschäft von Booking. Die Hotelbetreiber sind häufig auf Internetseiten wie *booking.com* angewiesen, damit Besucher auf ihr Hotel aufmerksam werden. Booking stellt zudem eine Reihe von Zahlungsmethoden zur Verfügung und viele Reisende orientieren sich an den Erfahrungsberichten und Bewertungen, welche bei *booking.com* abrufbar sind. In den USA, wo Booking einen geringeren Anteil seiner Umsätze generiert, beherrschen große Hotelketten den Markt, die über Bonusprogramme und ihre Bekanntheit Kunden binden. Daher ist der Markt außerhalb der USA, wo Booking eine gute Positionierung hat, für *OTAs* attraktiver.

Die Suchmaschine Google war für den Aufstieg Booking's ein wichtiger Bestandteil. Booking investierte in 2019 fast USD 5 Mrd. in das Marketing und zahlte davon einen großen Teil an Alphabet (Google ist Bestandteil des Alphabet Konzerns). Für Alphabet sind die Werbeeinnahmen aus dem Reisegeschäft ein wichtiger Bestandteil des Konzernumsatzes und so wuchsen die beiden Unternehmen im letzten Jahrzehnt symbiotisch. Aufgrund der vermehrten Bekanntheit von Booking und der Möglichkeit über deren Apps direkt auf den Service zurückzugreifen, kommen laut Management mittlerweile 50% der Kunden direkt zu Booking ohne von einer anderen Seite wie z.B. Google weitergeleitet zu werden. Es besteht daher die Sorge seitens vieler Marktteilnehmer, dass Google selbst in das *OTA* Geschäft einsteigen könnte und sich in direkte Konkurrenz zu Booking begeben könnte. Bisher kann man auf Google z.B. nach Flügen suchen und wird dann direkt zu einer Fluggesellschaft oder *OTA* weitergeleitet (*metasearch*). Begäbe sich Google auf die *OTA*-Ebene in direkte Konkurrenz zu Booking und Expedia, verlören sie wahrscheinlich einen Teil ihrer Werbeeinnahmen und müssten den direkten Kontakt zu den einzelnen Hotels, Fluggesellschaften und Autovermietern aufbauen. Ich denke eher, dass Google versucht die *metasearch* Ebene vollständig zu besetzen. Ein *metasearch*-Unternehmen wie Tripadvisor leitet die Anfragen seiner Kunden ebenfalls an *OTAs* weiter, da sie selbst keine Buchungen durchführen. *Metasearch*-Unternehmen stehen damit bereits in direktem Wettbewerb mit Google. Tripadvisor wird es in Zukunft wohl schwer haben weiter gegen Google zu bestehen. Booking wird aus meiner Sicht aber weiterhin ein zahlungskräftiger und verlässlicher Werbekunde Google's bleiben.

Mit der Corona Krise kam der Reiseverkehr zum Erliegen. 2020 wird für Booking aus operativer Sicht ein verlorenes Jahr. Das Unternehmen wird diese Krise aus meiner Sicht überstehen und sogar gestärkt aus ihr hervorgehen. Die Kapitalintensität des Geschäftsmodells ist gering, die Marketingaufwendungen können schnell zurückgefahren werden und die vorhandene Liquidität lässt das Unternehmen ausreichend Spielraum. Schwächere Wettbewerber könnten in den nächsten Monaten aus dem Markt gedrängt werden. Die Hotelmanager werden Booking aufgrund der schwachen Nachfrage Zimmerkontingente günstig zur Verfügung stellen oder Zugeständnisse bei der Provision, welche Booking für die Abwicklung erhält, machen. Ich gehe davon aus, dass Menschen weiterhin das Bedürfnis haben werden in den Urlaub zu fahren. Ob das gebuchte Hotel nah oder fern vom Wohnort liegt, spielt für Booking dabei keine Rolle. Geschäftsreisen werden wahrscheinlich noch längere Zeit auf einem niedrigen Niveau bleiben. Aber auch hier erwarte ich, dass Booking zukünftig einen größeren Teil des Marktes bedienen wird.

Grenke (2,4%; +0,4%)

Grenke ist ein Finanzdienstleister für kleine und mittelständische europäische Unternehmen. Grenke ist auf das kleinteilige Leasinggeschäft mit einem durchschnittlichen Volumen von rund EUR 9.000

spezialisiert. Das Gesamtvolumen des Leasinggeschäfts konnte seit 2007 vervierfacht werden, gleichzeitig lag die durchschnittliche Ausfallrate bei nur 1.5%. Das Unternehmen finanziert vornehmlich IT-Equipment für das Büro, Drucker, Software aber auch Medizintechnik. Das Unternehmen arbeitet mit Fachhändlern zusammen, für welche Grenke als Leasingpartner auftritt. Aufgrund jahrzehntelanger Erfahrungen und gestützt auf einen hohen Automatisierungsgrad, kann das Unternehmen Antragsstellern innerhalb von Minuten eine Rückmeldung geben.

Im Zuge der Finanzkrise erwarb Grenke 2009 die kleinen Hesse Newman Bank (heute Grenke Bank). Grenke konnte so in den Folgejahren die Dienstleistungen um den bestehenden Kundenkreis erweitern und neue Märkte erschließen, in denen eine Banklizenz erforderlich ist. Ein weiterer Bestandteil der Geschäftstätigkeit ist das Factoring. Dabei treten kleine und mittlere Unternehmen ihre Forderungen gegen Gebühr an Grenke ab.

Grenke's Aktienkurs fiel von Mitte Februar bis Mitte März um 50%. Seitdem konnte sich der Preis wieder erholen. Es besteht aber weiterhin die Sorge, dass es bei Grenke's Kunden vermehrt zu Zahlungsausfällen kommen könnte und das Neugeschäft auf einem niedrigen Niveau verharret. Sicher ist, dass die Ausfallrate in den kommenden Monaten ansteigen wird. Das Management trifft mit einer erhöhten Risikovorsorge hier bereits Vorkehrungen. Grenke ist sehr gut kapitalisiert und kann Verluste damit kompensieren. Ich erwarte, dass Grenke aus dieser, wie auch aus der letzten Rezession (2008 bis 2009), gestärkt hervortreten kann. Nach der Finanzkrise verließen einige Wettbewerber den Markt. Ähnlich langfristig positive Folgen könnte auch diese Krise für Grenke haben.

Groupe Bruxelles Lambert (2,1%; +0,1%)

Die Investmentholding GBL ermöglicht dem Fonds die indirekte Beteiligung an europäischen Qualitätsunternehmen. Die Aktie notiert mit einem hohen Abschlag zum ausgewiesenen Nettovermögen (31,6% Abschlag zum 26.06.2020). GBL hält u.a. Anteile an dem Sportartikelhersteller Adidas, dem Spirituosen- und Weinproduzenten Pernod Ricard und dem Prüfungsdienstleister SGS. Aufgrund einer Neustrukturierung der Eigentumsverhältnisse der GBL sollte sich die Handelbarkeit der Aktie in Kürze verbessern. Damit wird der Einstieg bei GBL auch für Marktteilnehmer mit größeren Investitionsvolumina interessant.

Discovery (2,2%; -0,3%)

Discovery ist ein Medienunternehmen, welches vornehmlich *non-scripted content* vertreibt. Das Unternehmen ist auf Reality TV Sendungen spezialisiert. HGTV Kanal, der Themen rund um das Eigenheim abdeckt, Food Channel für Kochshows und TLC für Beschreibungen von Lebensschicksalen sind Beispiele von Sendern, welche in den USA weite Teile der Haushalte erreichen. Dazu kommt das internationale Geschäft, welches z.B. durch den Sender Eurosport vertreten ist. Rund die Hälfte des Umsatzes erwirtschaftet Discovery mit Werbung, die andere Hälfte erhält das Unternehmen für die Bereitstellung von Inhalten an Sendeanstalten.

Discovery muss sich nun an das digitale Zeitalter anpassen und seine Streaming Angebote ausweiten. Die Umstellung läuft bisher schleppend. Einerseits kündigen gerade in den USA immer mehr Haushalte ihr Kabelfernsehen (*cord cutting*), andererseits konnte sich Discovery bisher weder eigenständig noch mit einem Partner im Streaming Segment etablieren. Zu allem Überfluss hat auch der Segmentvorstand für den Bereich Streaming seine Position Ende Juni aufgegeben. Die Marktteilnehmer beurteilen die Entwicklung skeptisch und gestehen dem Unternehmen basierend auf den 2019 Zahlen derzeit lediglich einen *multiple* des fünffachen *free cash flow* zu. Aufgrund der Übernahme von Scripps Networks in 2018 hat das Unternehmen erhebliche Verbindlichkeiten. Diese

wurden aber zu günstigen Konditionen aufgenommen und die Rückzahlung erfolgt gestaffelt über die nächsten Jahrzehnte.

In 2020 werden die Werbeeinnahmen aufgrund des Wirtschaftseinbruchs wohl zurückgehen und auch die Verschiebung der Sommerolympiade in Tokio könnte zu Mehraufwendungen führen. Dennoch sollte das Unternehmen mittelfristig weiterhin hohe Zahlungsüberschüsse erzielen. Die produzierten Inhalte sind aus meiner Sicht für viele Wettbewerber attraktiv. Ich erwarte, dass Discovery mittelfristig seinen Vertrieb erfolgreich an die Digitalisierung anpassen kann.

Tucows (2,3%; +0,2%)

Tucows ist operativ in den USA tätig und verwaltet rund 24 Mio. Internetadressen. Dabei steht die Registrierung von *domains* im Kundenauftrag im Vordergrund. Zudem tritt Tucows als Mobilfunkprovider (*mobile virtual network operator*) auf und hat mehr als eine Viertel Millionen Verträge laufen. Beides sind wettbewerbsintensive Geschäftsfelder. Das Management hat es allerdings verstanden, durch einen sehr guten Service und die schrittweise Konsolidierung im Domainbereich profitabel zu wachsen. Beide Geschäftsfelder werden in Zukunft wahrscheinlich eher zur Stagnation neigen.

Die Zuflüsse aus den beiden Geschäftsbereichen nutzt das Management seit einigen Jahren für den Ausbau des dritten Standbeins: Tucows bietet selektiv in verschiedenen Gemeinden der USA Zugang zu Glasfaserinternet an. Glasfaser bietet Kunden einen Internetanschluss, der weitaus schnelleres Surfen ermöglicht als herkömmliches Kupferkabel oder DSL. Noch trägt dieses Geschäftsfeld geringfügig zum Ergebnis bei. Von den bereits rund 45.000 angebundenen Haushalten, haben sich knapp 12.000 für einen Vertrag mit Tucow's Ting Internet entschieden. Über den Zeitverlauf ist es sehr wahrscheinlich, dass mehr und mehr Haushalte zu Ting Internet wechseln. Die Vorteile sind ein schnelleres Internet und ein guter Service zu vergleichbaren Preisen wie bei den etablierten Kabelbetreibern und Telekomunternehmen. Gleichzeitig erhöht das Unternehmen kontinuierlich die Anzahl der angebundenen Haushalte und damit das Umsatzpotential. Die heutigen Investitionen können somit über Jahrzehnte zu wiederkehrenden Umsätzen führen. Ich erwarte daher über die nächsten Jahre, dass sich die heutigen Investitionen auszahlen und sich das Geschäft mit Glasfaserinternet zu einer profitablen dritten Säule für Tucows entwickelt.

Westwing (1,7%; -0,1%)

Westwing verkauft *home and living* Produkte über das Internet. Zum einen geschieht dies über einen klassischen Onlineshop zum anderen über einen Club, bei dem dessen Mitglieder regelmäßig zeitlich reduzierte Angebote erhalten. Das Marketing läuft vornehmlich über die sozialen Medien wie Instagram. Beim Besuch der Internetseite, sieht man schnell, dass viel Arbeit in die stillvolle Inszenierung der Produkte gelegt wird. Wie unser Portfoliowert **Naked Wines** profitiert auch Westwing von einem geänderten Konsumverhalten aufgrund der COVID-19 Epidemie. Von April bis Juni konnte das Unternehmen seinen Umsatz um 90% steigern. Zudem lag die Profitabilität über diesen Zeitraum deutlich über den Erwartungen. Der Fonds hat seinen Anteil zu einem *enterprise value to sales ratio* (Der Preis des Unternehmens abzgl Netto-Cash geteilt durch den erwarteten 2020 Umsatz) von lediglich 0,25 erworben.

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

Vesuvius beliefert mit seinen Produkten Stahlwerke und Gießereien. Dazu kommen Dienstleistungen im Rahmen der verbesserten Produktionseffizienz. Viele der Vesuvius Produkte sind Verbrauchsgüter,

welche von den Kunden regelmäßig ersetzt werden. Die Kunden sind in sehr zyklischen und wettbewerbsintensiven Branchen tätig. Aufgrund seiner führenden Technologiestellung und der Relevanz seiner Produkte für eine funktionierende Produktion kann Vesuvius über den Konjunkturzyklus hinweg dennoch hervorragende Renditen erzielen. Der Ertrag auf das eingesetzte Kapital liegt deutlich über 15% und auch das Verhältnis zwischen *cash flow* und ausgewiesenem Gewinn (*cash conversion*) steht in einem guten Verhältnis. Das laufende Geschäftsjahr wird den positiven operativen Trend der letzten Jahre sehr wahrscheinlich unterbrechen. Das Management hatte bereits vor der Krise Maßnahmen zur Effizienzsteigerung umgesetzt, welche sich nun auszahlen sollten. Damit ist Vesuvius gut auf den Abschwung vorbereitet. Vesuvius könnte mittelfristig von dem steigenden Konsum in Ländern wie China und Indien profitieren. Viele der Produkte von Vesuvius unterstützen die Produktion von Stahl für die Herstellung von Konsumgütern.

Den nächsten Investorenbrief für das zweite Halbjahr 2020 erhalten Sie im Februar 2021. Bis dahin wünsche ich Ihnen Alles Gute. 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.

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, 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. 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.