

1. Investorenbrief

Bericht vom 11.03.2019 bis 30.12.2019



WertArt
CAPITAL

Siegsdorf, den 30.01.2020

Sehr geehrte Investorinnen, Sehr geehrter Investoren,

der WertArt Capital Fonds war zum Jahresende in 30 Unternehmen investiert und die durchschnittliche Gewichtung pro Investment lag bei 2,9% bezogen auf das Fondsvolumen. Die zehn größten Positionen beliefen sich auf 37,2% des Fondsvolumens. 13,5% des Fondsvolumens waren als Barmittel vorhanden. 0,3% waren in Derivate investiert.

Seit Auflage des WertArt Capital Fonds am 11.03.2019 bis zum Berichtszeitpunkt am 30.12.2019 ging der Anteilspreis um 5,86% zurück¹. Über den gleichen Zeitraum hinweg ist der Vergleichsindex des Fonds (MSCI World Gross Total Return Index in Euro) um 17,46% gestiegen. Die Fondspreisentwicklung über den Berichtszeitraum entspricht damit selbstverständlich noch nicht meiner Zielsetzung.

Der Anlagehorizont für jedes unserer Unternehmen liegt bei 3 bis 5 Jahren. Die Strategie des Fonds ist damit auf eine langfristige Anlage ausgelegt. Dies betrachte ich als den wesentlichen Wettbewerbsvorteil, welchen der Fonds gegenüber der Mehrheit der Teilnehmer an den Finanzmärkten besitzt. Bei den meisten Unternehmen in unserem Portfolio hat sich die Kaufentscheidung über den Berichtszeitraum noch nicht in steigenden Kursen bestätigt.

Im Folgenden möchte ich zunächst auf die aus meiner Sicht wesentlichen Gründe der Performance des Fonds über die ersten 10 Monate eingehen. Danach möchte ich Ihnen die Unternehmen unseres Fonds im Einzelnen gerne vorstellen.

Warum wich die Fondspreisentwicklung über den Berichtszeitraum von der Entwicklung des Vergleichsindex ab? Ausschlaggebend sind dafür aus meiner Sicht drei Gründe:

Erstens, hält der Fonds Anteile an Unternehmen, die eine starke Marktstellung besitzen und diese kontinuierlich ausbauen. Allerdings unterliegt die Nachfrage nach ihren Produkten zyklischen Schwankungen.

Ein Beispiel hierfür ist der Ölservicesektor, der zum Berichtszeitpunkt einen Anteil am Fondsvolumen von 9,0% hatte. Unsere Unternehmen **Pason Systems** und **Frank's International** hängen von der Nachfrage nach Investitionen in die Erdölförderung ab. Nach dem Einbruch des Ölpreises in 2014 sind die jährlichen Investitionen in die Erkundung und Förderung von Erdöl und Erdgas weltweit bis 2016 um fast 50% eingebrochen. Seither haben sich die Investitionen nur leicht erholt.²

¹ Die Performanceberechnung erfolgt nach der BVI Methode und berücksichtigt jährliche Ausschüttungen. Fondsstart war der 11.03.2019. Die Jahresperiode endet am 30. Dezember.

² <https://www.iea.org/reports/world-energy-investment-2019/fuel-supply>

Erdöl mag über die nächsten Jahrzehnte seine Rolle als wichtigster Energieträger einbüßen. Gleichzeitig wird die Menschheit wohl noch sehr lange von Erdöl abhängen. Zudem nimmt die Mittelschicht als Anteil der Bevölkerung in vielen Ländern zu. So ist z.B. Indiens Ölverbrauch zwischen 2008 und 2018 um 2 Mil. Barrel am Tag oder um 65% gestiegen. Der Zuwachs über diesen Zeitraum entspricht ungefähr dem täglichen Verbrauch Deutschlands.³ Die geringeren Investitionen in die Erdölförderung der letzten Jahre konnten bisher durch wenig kapitalintensive aber zugleich zeitweilige Anstiege der Förderungen in den USA ausgeglichen werden. Es mehren sich die Hinweise, dass die Erdölförderung in den USA ihren Zenit überschritten haben könnte.⁴

Viele der verbliebenen Investoren im Erdölsektor haben in 2019 aufgegeben und ihre Positionen auf den Markt geworfen. Denn der Abschwung erreicht mittlerweile das sechste Jahr. Das Interesse der Investoren an diesem Sektor könnte einen Tiefpunkt erreicht haben. Unsere Unternehmen weisen intakte Geschäftsmodelle auf und besitzen die finanzielle Stärke, um sich gegen den Abschwung zu behaupten. Unsere Unternehmen sollten daher von einem Anstieg der Investitionen im Laufe der kommenden Jahre profitieren.

Zweitens, nehmen eine Reihe der Unternehmen im Portfolio Anpassungen vor, die zeitweilig zu einer reduzierten Gewinndynamik führen. Sei es eine Fokussierung auf zukunftssträchtige Geschäftssegmente wie bei **Vossloh** und **Naked Wines**, die Integration von Zukäufen wie bei **Equiniti** und **Knight Therapeutics**, sowie die Anpassung des Angebots im Rahmen des Kapitalzyklus wie bei **Dignity** und **Tidewater**. Bis sich die Arbeit des Managements und der Mitarbeiter in den Zahlen zeigt, braucht es Zeit. Der Markt sah bei diesen Unternehmen noch keine ausreichenden Belege für einen Anstieg der zukünftigen Erträge.

Drittens, verfügt das Fondsportfolio über einen sehr hohen sogenannten „active share“⁵. Einfach gesagt, weichen 99,7%% unseres Portfolios von der Komposition unseres Vergleichsindex (MSCI World) ab. Passive Investmentvehikel (z.B. ETFs), die vor allem geläufige Indizes (z.B. S&P 500, NASDAQ 100, MSCI World oder DAX) abbilden und in den letzten Jahren starke Zuflüsse an Kapital generierten, haben damit wenig Einfluss auf den Großteil unseres Portfolios. Denn ein Großteil unserer Unternehmen ist nicht Bestandteil eines Aktienindex. Im Gegenteil, die Mitaktionäre in unseren Unternehmen sind zum Großteil ebenfalls aktiv gemanagte Fonds. Diese mussten im Laufe des Jahres Abflüsse an Kapital verkraften. Das zwang sie, einen Teil ihrer Investments unabhängig von den Unternehmensdaten zu verkaufen. Dies hat dazu beigetragen, dass sich die Börsenpreise einiger unserer Unternehmen weiter von meiner Einschätzung ihres inneren Wert entfernten.

Anhand des folgenden Beispiels möchte ich die Entwicklung gerne näher erläutern:

Die Aktienkursentwicklung des Unternehmens Apple hat einen großen Einfluss auf die Wertentwicklung der geläufigen Indizes. Apple war zum 30.12.2019 mit einem Börsenwert von US Dollar (USD) 1,3 Billionen das wertvollste Unternehmen der Welt und in unserem Vergleichsindex am höchsten gewichtet. Der Gewinn im Geschäftsjahr 2018 (zum 30. September) betrug USD 59,5 Mrd. Im

³ <https://www.ceicdata.com/en/indicator/india/oil-consumption>

⁴ http://gorozen.com/research/commentaries/3Q2019_introduction

⁵ „Active share“ misst den Anteil des Portfolios der von unserem Vergleichsindex, dem MSCI World, abweicht. Wenn der Fonds alle Aktien im gleichen Verhältnis wie der Vergleichsindex hielte, wäre das active share bei 0%. Mit 99,7% weicht unser Portfolio damit sehr vom Vergleichsindex ab. Unser Portfolio soll einen Mehrwert zu einer reinen Indexanlage liefern, indem es den Vergleichsindex langfristig schlägt und dabei mit 25 bis 30 Werten ausreichend Diversifikation bietet.

darauffolgenden Geschäftsjahr 2019 (ebenfalls zum 30. September) ging der Gewinn auf USD 55,3 Mrd. zurück. Durch Aktienrückkäufe in 2019 konnte das Unternehmen den Gewinn je Aktie in beiden Geschäftsjahren bei rund USD 12 pro Aktie stabil halten. Der Aktienkurs des Unternehmens kletterte von USD 166 am 1. Januar 2019 auf USD 297 am 30.12.2019. Damit stieg nicht nur der Aktienkurs um 79%, sondern auch der Vervielfältiger des Gewinns je Aktie – das sogenannte Kurs-Gewinn Verhältnis von dem rund 14-fachen Anfang 2019 auf das rund 25-fache Ende 2019. Eine solcher Anstieg der Bewertung geht normalerweise mit einer deutlich höheren Gewinnerwartung für die Folgejahre einher. Die am 28.01.2020 veröffentlichten Zahlen für das erste Quartal des Geschäftsjahres 2020 waren gut, implizieren aber keine hohe Gewinndynamik für den Rest des Geschäftsjahres. Ein Großteil der positiven Aktienkursentwicklung in 2019 geht meiner Einschätzung nach auf Zuflüsse in Indexprodukte zurück, die Indizes wie den MSCI World oder den S&P 500 abbilden und keine fundamentalen Kriterien (wie z.B. die Gewinnentwicklung) berücksichtigen.

Apple ist ein Unternehmen mit hervorragenden Produkten. Mit dem Beispiel möchte ich zeigen, dass sich das Bewertungsniveau der Unternehmen, die in geläufigen Indizes notieren, in 2019 generell erhöht hat. Diese Bewertungen nehmen damit ein kräftiges Gewinnwachstum vorweg. Verfehlen diese Unternehmen die Erwartungen, werden deren Preise früher oder später korrigieren. Bei unseren Portfoliounternehmen sind die Erwartungen aus meiner Sicht hingegen gering. Positive Meldungen unserer Unternehmen sollten sich daher in einer guten Entwicklung der Aktienkurse widerspiegeln, wohingegen ein Großteil der schlechten Nachrichten bereits im Marktpreis enthalten ist.

Im Folgenden möchte ich Ihnen gerne unsere Unternehmen im Einzelnen vorstellen:

Software AG (Portfolioanteil: 4,4%⁶; Wertbeitrag über Berichtsperiode: 0.1%⁷)

Mit Sitz in Darmstadt ist die Software AG nach Umsatz das zweitgrößte Softwarehaus Deutschlands hinter SAP SE. Sanjay Brahmawar sitzt dem Vorstand seit eineinhalb Jahren vor und hat seitdem eine Reihe von Maßnahmen eingeleitet, um das Umsatzwachstum langfristig zu steigern. Herr Brahmawar sieht das Unternehmen diesbezüglich mittlerweile gut aufgestellt:

Das Management hat in 2019 die Vertriebsstrukturen im wichtigen US Markt umgestellt. Das Kundeninteresse an den Produkten nimmt stark zu. Zusätzlich kann sich das Unternehmen mehr und mehr gegen die Konkurrenz behaupten. Ende des Jahres konnte sich das Unternehmen z.B. gegen IBM durchsetzen und gewann einen Großauftrag vom schweizer Aufzugunternehmen Schindler. Und Partnerschaften mit Amazon (AWS), Adobe (Marketo) und Microsoft beginnen Umsätze zu generieren.

Gleichzeitig stellt das Unternehmen einen Teil seiner Verkäufe auf ein Abonnenten-Model um. Softwarelizenzen werden demnach vom Kunden nicht mehr einmalig erworben, sondern für einen vereinbarten Zeitraum gemietet. Dies erleichtert die Wartung der Systeme und die Installation von Updates. Zudem erhöht sich die Planungssicherheit für die Software AG. Bis 2023 strebt das Unternehmen einen Anteil der wiederkehrenden Umsätze am Gesamtumsatz von mehr als 80% an (derzeit bereits 70%).

Das Hauptsegment des Unternehmens ist die „Digital Business Plattform“ (DBP). Die DPB erleichtert den Kunden die Integration digitaler Prozesse und kann herstellerunabhängig und modular auf die bestehende IT-Infrastruktur aufgesetzt werden. Das Management erwartet Wachstumsraten von 10% bis 15% über die nächsten Jahre. Das zweite Segment „Adabas & Natural“ zeichnet sich durch eine

⁶ Anteil am Fondsvolumen zum 30.12.2019

⁷ Beitrag zur Wertentwicklung des Fonds über den Berichtszeitraum

Segmentmarge von 70% aus. Zwar ist hier mit leicht rückläufigen Ergebnissen über die nächsten Jahre zu rechnen, allerdings können die hohen Erträge für die Expansion der DPM Segments genutzt werden.

Derzeit besteht Unsicherheit, ob das Unternehmen seine langfristigen Wachstumsziele erreichen kann und wie sich die Umstellung des Vertriebs auf ein Mietmodell auf die Geschäftszahlen auswirkt. Deswegen bewertet der Markt das Unternehmen mit dem 12-fachen des Free Cash Flows⁸ und dem 2,3-fachen Umsatz für 2019. Für ein Softwareunternehmen, welches hohe Margen und Kapitalrenditen erzielt und mit seinen Produkten Kunden langfristig binden kann, ist dies ein günstiger Preis.

Sprott Inc. (4,1%; -0,1%)

Der kanadische Vermögensverwalter ist auf die Anlage in den Edelmetallsektor spezialisiert. Mit CAD 14,8 Mrd. an verwalteten Kundengeldern⁹ gehört das Unternehmen global betrachtet zu den kleinen Vermögensverwaltern. Gleichzeitig hat sich Sprott als Spezialist für Anlagen in Edelmetalle und Minengesellschaften in der Branche etabliert. Über die letzten acht Jahre befand sich die Branche im Sinkflug, da der Goldpreis schwächelte und Investoren ihre Gelder aus Edelmetallinvestitionen abzogen. Unter dem Chef Peter Grosskopf hat Sprott die Marktschwäche genutzt, um die Produktpalette durch Zukäufe zu stärken und die Branche zu konsolidieren. Als einer der letzten verbliebenen Spezialisten für Finanzierungen, Investitionen und Research im Edelmetallsektor kann Sprott von einer Rückkehr der Kapitalflüsse hin zu Gold, Silber, Palladium und Platin in Zukunft profitieren.

Das Unternehmen weist eine solide Bilanz aus. Die Netto-Cash Position und Anlagen in eigene Investmentstrategien decken derzeit fast 30% der Marktkapitalisierung ab. Positiv ist zudem, dass das Management rund 12,5% der Aktien hält.

The Gym Group (4,1%; +0,8%)

Das Unternehmen betreibt 175 Fitnessstudios in Großbritannien. Mit seiner „low cost strategy“ bedient Gym Group das wachsende untere Preissegment und ist mit einem durchschnittlichen monatlichen Mitgliedsbeitrag von GBP 18 pro Monat Kostenführer. Die Fitnessstudios haben sieben Tage die Woche 24 Stunden geöffnet und befinden sich in guten Lagen. Das Marketing des Unternehmens spricht eine breite Zielgruppe an und wird damit dem Trend hin zu mehr gesundheitlichem Wohlbefinden in der breiten Bevölkerung gerecht. Die rund 794.000 Mitglieder können gegen Aufpreis zusätzliche Services wie einen Personal Trainer oder den Zugang zu mehreren Fitnessstudios buchen. So konnte Gym Group den durchschnittlichen Umsatz pro Mitglied pro Monat in 2019 um 7,6% weiter steigern.

Zusammen mit dem Hauptwettbewerber Pure Gym hält das Unternehmen einen Marktanteil im unteren Preissegment von rund 60% in Großbritannien. Der Wettbewerber Pure Gym ist hochverschuldet und wird mit der kürzlich angekündigten Akquisition von FitnessWorld außerhalb Großbritanniens seine Verschuldungssituation weiter verschlechtern. Ich gehe davon aus, dass sich Pure Gym daher auf die Profitabilität des britischen Geschäfts und die Integration von FitnessWorld konzentrieren wird. Ein Preiskampf zwischen den beiden Hauptwettbewerbern scheint vor diesem Hintergrund unwahrscheinlich.

The Gym Group sollte daher in der Lage sein, die Expansion in Großbritannien fortzusetzen und den durchschnittlichen Erlös pro Kunde durch neue Angebote schrittweise zu erhöhen. Anders als Pure

⁸ Free Cash Flow definiert als Operativer Cash Flow abzüglich Investitionen

⁹ Zum 20.1.2020

Gym weist The Gym Group eine solide Bilanz aus, obwohl das Unternehmen die Anzahl der Fitnessstudios in den letzten 3 Jahren verdoppelt hat. Die Anzahl der vollausgelasteten Fitnessstudios nimmt im Zeitverlauf stetig zu, wodurch die sehr gute Ertragskraft mehr und mehr zum Vorschein tritt. Im Durchschnitt erreichen die Fitnessstudios nach 12 Monaten ihre Vollauslastung und erzielen dann basierend auf den Investitionskosten eine Rendite von über 30%. Basierend auf meiner Schätzung bewertet der Markt das Unternehmen bereinigt um die Kosten der Expansion des Filialnetzes derzeit mit dem 12-fachen des Free Cash Flow für 2019.

Naked Wines (3,9%; -0,3%)

Günstiger Wein ist leicht im Supermarkt zu bekommen. Die Weine stammen allerdings meist von industriellen Weinerzeugern und ähneln sich im Geschmack und Qualität. Für Menschen, die gerne Wein trinken, aber auch wissen möchten woher der Wein kommt und offen für neue Geschmackserlebnisse sind, bietet Naked Wines das passende Produkt.

Das Unternehmen beauftragt Winzer, einen individuellen Wein zu produzieren. In den USA zahlen Kunden monatlich USD 40 auf ein Konto bei Naked Wines ein. Mit diesem Kapital können die Winzer die Produktion finanzieren. Naked Wines nimmt den Wein ab und die Kunden können auf der Internetseite des Unternehmens entscheiden, von welchem Winzer sie gerne Wein kaufen möchten. Kunden können die Weine kommentieren und den Winzern Rückmeldung geben. Beliebte Winzer steigen in der Rangliste nach oben und Naked Wines kann anhand der Kommentare und Bewertungen Empfehlungen für die Kunden aussprechen.

Die Winzer können sich in diesem Model auf die Produktion konzentrieren und müssen keine Ressourcen für die Finanzierung und das Marketing ihres Weines aufwenden. Für sie ist das eine große Erleichterung. Mit seinem Geschäftsmodell nimmt Naked Wines Zwischenhändler aus der Lieferkette. Gerade in den USA ist der Verkauf von Alkohol stark reglementiert, wovon Naked Wines als Internethändler profitiert. Die Weine können den Kunden so günstiger als im Einzelhandel verkauft werden und auch die Winzer erhalten einen höheren Anteil am Erlös pro Flasche.

Die USA sind für Naked Wine der Markt mit dem größten Potential. Daneben ist das Unternehmen in Großbritannien und Australien aktiv. In 2019 hat Naked Wines rund GBP 200 Mio. umgesetzt. In den letzten Jahren konnte das Unternehmen stets zwischen 10% und 20% wachsen. Bei den Investitionen in die Kundenakquise handelt das Management diszipliniert und hat sich zum Ziel gesetzt, dass der durchschnittliche Ertrag aus der Kundenbeziehung (customer lifetime value) die Marketingkosten (customer acquisition costs) um das 4-fache übertrifft.

In 2019 hat sich das Unternehmen von seinem stationären Einzelhandelsgeschäft in Großbritannien getrennt. Die Zuflüsse aus dem Verkauf geben dem Unternehmen die finanzielle Flexibilität die Expansion von Naked Wines fortzuführen. Der Gründer von Naked Wines schied zum Ende des Jahres aus dem Unternehmen aus, bleibt aber einer der Hauptaktionäre. Der neue Chef hat über die letzten Jahre das US-Geschäft verantwortet und wurde vom Gründer über mehrere Jahre auf seine neue Rolle vorbereitet. Das Unternehmen ist profitabel und ohne die Aufwendungen für Neukunden und bereinigt um die Nettoliquidität mit dem 10-fachen des operativen Ergebnisses für 2019 bewertet.

DeNA (3,8%; 0,0%)

Seit der Gründung des Unternehmens in 1999, hat DeNA kontinuierlich internetbasierte Produkte auf den japanischen Markt gebracht. Die Gründerin hält 13,8% des Unternehmens und sitzt dem Aufsichtsrat vor.

Von Anfang an bestand das Kerngeschäft in der Entwicklung, dem Betrieb und der Vermarktung von Spielen für Mobiltelefone. Mit Mario Kart Tour und Pokemon Masters hat das Unternehmen Ende letzten Jahres zwei Spiele mit hohem Potential auf den Markt gebracht. Mit dem ebenfalls japanischen Spieleentwickler Nintendo besteht seit 2015 eine enge Partnerschaft. Kunden laden das Spiel zunächst kostenlos auf ihrem Handy und bezahlen später für Zusatzkäufe, welche das Spielerlebnis zu verbessern.

Daneben investiert das Unternehmen seit Anfang 2018 in die Etablierung einer Taxi-App. Ähnlich wie in Deutschland ist der Markt in Japan reglementiert, weshalb sich Anbieter wie Uber und Lyft schwertun. DeNA geht Partnerschaften mit Taxiunternehmen ein und baut seine Präsenz schrittweise aus. Welche Umsätze das Unternehmen aus diesem Geschäft in Zukunft generieren kann ist derzeit noch offen. Weiterhin ist das Unternehmen im Internethandel, in sozialen Netzwerken und Apps für Krankenversicherungen engagiert. Auch gehört dem Unternehmen der profitable Baseball Verein von Yokohama und das zugehörige Stadium.

In 2019 hat sich das Spielegeschäft schlechter entwickelt als in den Vorjahren. Zudem kommen Gerüchte auf, dass Nintendo die Partnerschaft mit DeNA kündigen könnte. Die hohen Investitionen in das Taxi Geschäft lasten auf dem operativen Ergebnis. Der Börsenwert hat in den letzten zwei Jahren rund ein Viertel an Wert verloren. Das Management sieht die Situation allerdings wohl positiver als der Markt. Im April kündigte das Unternehmen ein Aktienrückkaufprogramm an. Das Budget des Programms entspricht 20% des Börsenwerts. Der Rückkauf läuft bis April 2020. Bis Dezember 2019 hat das Unternehmen bereits knapp 40% des Budgets (7,5% der ausstehenden Aktien) ausgeschöpft.

DeNA hält eine hohe Cashposition und Beteiligungen wie an Nintendo und dem japanischen Spieleentwickler Cygames. Zusammen decken diese Positionen 80% der Marktkapitalisierung ab. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass das Management erfolgreich neue Geschäftsfelder erschließen kann. Die Neuerscheinungen im Videospielesegment könnte die Profitabilität wieder steigern. Zudem nutzt das Management die günstige Bewertung des Unternehmens, um eigene Aktien im großen Stil zu kaufen.

Flow Traders (3,7%; -0,5%)

Das holländische Unternehmen ist europäischer Marktführer in der Bereitstellung von Liquidität für den Handel von passiven Investmentprodukten (ETPs/ETFs). Das Unternehmen stellt An- und Verkaufskurse an der Börse und sichert die Handelspositionen umgehend ab, um das Preisrisiko zu eliminieren. In den letzten 5 Jahren gab es lediglich einen Handelstag, an dem das Unternehmen einen Verlust realisieren musste.

Zwei Variablen sind für das Geschäftsergebnis maßgeblich. Zum einen das Handelsvolumen, denn je mehr gehandelt wird, umso mehr kann Flow Traders Liquidität in den Markt geben und im Handel Gewinne erzielen. Zum anderen die Schwankungsbreite des Marktes (Volatilität), denn je höher die Volatilität umso weiter ist die Differenz zwischen An- und Verkaufskurs (In Zeiten hoher Volatilität nimmt zudem auch meist das Handelsvolumen zu). Damit steigt für Flow Traders der Gewinn pro Trade.

In 2019 war das Handelsvolumen unterdurchschnittlich. Besonders aber die Volatilität war sehr gering. Auch in solchen Marktphasen arbeitet das Unternehmen profitabel. 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.

Das Management hält 24,5% am Unternehmen.

Osisko Gold Royalties (3,4%; -0,3%)

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 Produktion als Gegenleistung für das Investment. Das Unternehmen streut sein Kapital über eine Vielzahl von Projekten. 76% der Projekte befinden sich in Nordamerika. Hier sind die Anforderungen an Umweltverträglichkeit relativ hoch und es besteht Rechtssicherheit für Osisko Gold Royalties und die Minenbetreiber. Das Management ist sehr erfahren und hat vor der Gründung von Osisko Gold Royalties bewiesen, dass es in der Lage ist Minenprojekte zum Erfolg zu führen. Das Portfolio des Unternehmens besteht bereits heute aus einer Reihe von produzierenden Projekten. So wird das Unternehmen derzeit mit dem 20-fachen des Free Cash Flow bewertet. Was zunächst hoch erscheint relativiert sich, wenn man berücksichtigt, dass in den nächsten Jahren voraussichtlich viele Projekte in die Produktion gehen werden, die sich heute noch in der Entwicklung befinden.

Tidewater (3,4%; -0,4%)

Nachdem Saudi-Arabien in 2014 die Ölförderung erhöht hatte, um die amerikanischen Fracking Produzenten zu schwächen, löste sich der Ölpreis von seinem Niveau um USD 100 pro Barrel und notiert seitdem weit darunter. Die Attacke von Saudi-Arabien auf die US-Ölförderer hatte im Nachhinein keinen nachhaltigen Effekt. Die USA sind derzeit der größte Ölproduzent der Welt¹⁰. Die meisten Erdölunternehmen außerhalb der US-Landmasse haben ihre Investitionen in den letzten Jahren gesenkt.

Tidewater vermietet Versorgungsschiffe (Platform Supply Vessels) für Erdölplattformen auf dem Meer. Die Nachfrage nach diesen Schiffen ist so stark eingebrochen, dass Tidewater und seine Konkurrenten seit einigen Jahren ältere aber noch funktionstüchtige Schiffe stilllegen oder sogar verschrotten lassen. Das Angebot an Schiffen geht damit zwar kontinuierlich zurück, es wird aber auch noch in 2020 ein Überangebot vorhanden sein.

Tidewater ist heute der führende Anbieter in Hinblick auf Größe, Finanzkraft und Kostenstruktur in der Industrie. Zudem investiert das Unternehmen in neue Technik, um auch hier einen Vorteil gegenüber der Konkurrenz herauszuarbeiten. Meine Investmentthese bei Tidewater geht davon aus, dass das Angebot an Schiffen in der Industrie weiter sinkt, bis die Nachfrage nach Ölförderung und Exploration auf dem Meer sich von den Tiefstständen erholt und damit die sogenannten „day rates“ für Schiffe wieder ansteigen. Mit USD 360 Mil. an Zahlungsmitteln denen langlaufende Verbindlichkeiten in Höhe von USD 400 Mio. gegenüberstehen, kann das Management sich auf die Verbesserung des Betriebs konzentrieren. Viele Wettbewerber hingegen befinden sich in einer schlechteren finanziellen Position als Tidewater und müssen sich auf die Verhandlung mit den Kreditgebern konzentrieren.

Equiniti (3,2%; 0,0%)

Die britische Equiniti unterstützt Unternehmen in administrativen und regulierten Aufgaben. So zählt das Unternehmen 70% der im britischen Aktienindex FTSE 100 notierten Unternehmen zu seinen Kunden. Ein Geschäftsfeld ist zum Beispiel die Registrierung von Aktionären börsengehandelter

¹⁰ <https://www.eia.gov/tools/faqs/faq.php?id=709&t=6>

Unternehmen. Equiniti bietet somit Dienstleistungen, die für die Kunden zwar zwingend sind, aber außerhalb der eigentlichen Geschäftstätigkeit liegen.

Neben der erfolgreichen Neukundengewinnung verfolgt das Unternehmen das Ziel bestehenden Kunden nach und nach mehrere Services zu verkaufen. Ziel ist es die Anzahl von sogenannten „key account customers“ zu erhöhen. Diese kaufen im Schnitt 10 verschiedene Services von Equiniti. Haben sich die Kunden einmal für Equiniti entschieden, kann das Unternehmen über lange Jahre mit wiederkehrenden Umsätzen rechnen.

Auf Basis meiner Schätzung für 2019 wird das Unternehmen mit dem 30-fachen des Free Cash Flows bewertet. Auch für ein Unternehmen mit leicht wachsendem und nicht zyklischem Geschäft wäre dies teuer. Das Unternehmen hat allerdings in 2019 sehr viel in das kürzlich akquirierte US Geschäft und die Softwareentwicklung investiert. So erwarte ich, dass sich der Free Cash Flow in 2020 mehr als verdoppeln wird und in den Folgejahren aufgrund von Profitabilitätssteigerungen und dem Ausbau des Geschäfts weiter zunehmen kann.

Virtu Financial (3,2%; -1,0%)

Wie Flow Traders (siehe oben) bietet Virtu Financial Dienstleistungen für den Handel an Finanzmärkten an. Das Unternehmen ist allerdings deutlich größer und auch in mehreren Produktkategorien führend. Wie Flow Traders profitiert das Geschäft von zunehmender Handelstätigkeit und Volatilität.

Das Management hat in den letzten Jahren sehr erfolgreich andere Unternehmen gekauft und integriert. Durch die Übernahmen konnte das Management hohe Kostenvorteile erzielen. Im letzten Jahr wurde mit ITG eine weitere Übernahme unternommen, welche ebenfalls Kostenvorteile schaffen soll und gleichzeitig die Produktpalette erweitert.

Das Management hat im dritten Quartal 2019 bestätigt, dass die Integration nach Plan läuft. Insider halten insgesamt rund 60% der Aktien.

Royal Boskalis Westminster (3,2%; 0,0%)

Als eines von vier Unternehmen weltweit, ist Boskalis auf das sog. „Dredging“ spezialisiert. Die Spezialschiffe des Unternehmens fördern Meeressand und verwenden diesen für die Befestigung und Rückgewinnung von Küstenlinien und den Ausbau von Infrastruktur (z.B. Häfen oder LNG Terminals).

Die Niederlande als Heimatmarkt machen derzeit rund 20% des Umsatzes aus. Außerhalb der Niederlande führt das Wachstum der Metropolen entlang der Küsten über die letzten Jahrzehnte zu zunehmender Nachfrage. Auch beim Bau von Offshore Windfarmen hilft das Unternehmen.

Großprojekte wie der Ausbau eines Parallelarms für den Suez Kanal in 2015 führen alle paar Jahre zu Profitabilitätsspitzen. Die oligopolistische Struktur und die hohe Spezialisierung der Industrie führt zu Preisdisziplin bei der Angebotsvergabe.

In den letzten 3 Jahren gab es eine Auftragsdelle. Der Marktpreis des Unternehmens hat sich über diesen Zeitraum halbiert. Die Marktstellung des Unternehmens und die Relevanz seiner Dienstleistungen haben aber weiter Bestand. Auch über diese Durststrecke hinweg arbeitet das Unternehmen profitabel und weist zudem nur eine minimale Netto-Verschuldung aus. Der Hauptaktionär ist ein langfristiger orientierter Investor und seit 1989 in dem Unternehmen engagiert.

Daher gilt es abzuwarten bis neue Infrastrukturprojekte die Profitabilität des Unternehmens erhöhen und der Aktienmarkt Notiz davon nimmt.

Vossloh (3,1%; -0,2%)

Seit 2013, als Heinz Hermann Thiele die Kontrolle im Aufsichtsrat übernahm¹¹, befindet sich das Unternehmen in der Neuausrichtung. Über die letzten 6 Jahre hinweg haben verschiedene Managementteams unter der Führung Herrn Thiele's das Unternehmen auf vier Segmente rund um die Bahninfrastruktur ausgerichtet – Schienenbefestigungen, Weichensysteme, Betonschwellen und Fräsen zur Wartung der Schienen.

Das Unternehmen verfügt in seinen jeweiligen Märkten über eine führende Stellung. Bei Schienenbefestigungen und Weichensystemen teilt sich Vossloh den Markt jeweils mit einem ähnlich großen und vielen kleineren Wettbewerbern. Bei Betonschwellen und Fräsen ist das Unternehmen in den lokalen Märkten jeweils führend. Die Umsätze sind zum Großteil widerkehrend.

So laufen z.B. gerade die Instandhaltungsumsätze für das Hochgeschwindigkeitsnetzwerk in China an. Hierfür liefert Vossloh die Schienenbefestigungen seit 2006. Die ersten müssen nun nach gut zehn Jahren ersetzt werden. In den USA ist das Unternehmen mit 75% der größte Lieferant für Betonschwellen. Die meisten Schwellen werden dort noch aus Holz hergestellt. Holzschwellen werden allerdings mit gesundheitsschädlichen Chemikalien bearbeitet, um deren Lebensdauer zu erhöhen. Mit Canadian National Railway konnte Vossloh einen Rahmenvertrag zur Bewirtschaftung ihres 30.000 km langen Schienennetzes erlangen. Neben den Betonschwellen kann das Unternehmen auch die Schienenbefestigungen liefern.

So entstehen Synergien zwischen den Geschäftsbereichen. Dieses Jahr sollten sich die Maßnahmen endlich auch in den Zahlen widerspiegeln. Unklar ist die Rolle von Herrn Thiele. Er hat seinen Anteil über die Jahre auf knapp über 50% ausgebaut.

Pason Systems (2,8%; -0,2%)

Pason's Ausrüstung und Technologie ist an über 1.000 Bohrtürmen für die Erdölförderung an Land installiert. Das entspricht 65% aller Bohrtürme auf der westlichen Hemisphäre. Je nach Lage am Ölmarkt und Nachfrage der Erdölförderer können die operativen Ergebnisse des Unternehmens von Jahr zu Jahr schwanken. Über den Industriezyklus hinweg ist das Geschäft aber sehr profitabel und erzielt hohe Free Cash Flows.

Pason's Produkte helfen die Effizienz und Sicherheit der Förderung zu erhöhen. Zugleich haben die Kosten für Pason's Produkte nur einen geringen Anteil an den Gesamtaufwendungen der Erdölförderer. Der Aktienkurs kam letztes Jahr unter Druck. Es besteht die Sorge, dass die Förderaktivität in den USA zurückgehen könnte.

Die USA sind für Pason derzeit der wichtigste Markt. Pason ist mit seinen Dienstleistungen auf eines der drei großen Ölfelder in den USA fokussiert, das Permian-Becken. Im Permian hat sich die Erdölförderung seit 2007 auf rund 4,2 Mil. Barrel am Tag verfünffacht.¹² Zwar kann diese Steigerung nicht aufrecht erhalten werden, das Permian weist aber weiterhin bessere Kennzahlen auf als die

¹¹ Herr Thiele ist der Haupteigentümer der Knorr-Bremse AG

¹² <https://www.aei.org/carpe-diem/animated-chart-of-the-day-oil-production-in-americas-big-three-oil-fields-bakken-eagle-ford-and-permian-basin/>

anderen beiden wesentlichen Ölfelder Bakken und Eagle Ford.¹³ Der zweitwichtigste Markt Kanada läuft seit 2015 schwach und könnte in den nächsten Jahren positiv überraschen. Zudem expandiert das Unternehmen in weitere Märkte wie Saudi-Arabien, Katar und Argentinien. Seit zwei Jahren arbeitet das Unternehmen zudem an der Entwicklung von Produkten für die Energieherstellung durch Sonne und die Energiespeicherung. Rund 20% des Börsenwertes sind durch die Netto-Cash Position in der Bilanz abgedeckt.

Costain (2,8%; -0,3%)

Die britische Costain ist auf die Durchführung von Bauvorhaben im Infrastrukturbereich spezialisiert. Die Dienstleistungen des Unternehmens decken Transport (Straße, Zug und Flugzeug), Wasser & Energieversorgung, sowie Verteidigung ab. Das Management möchte schrittweise den Anteil ertragsstarker Dienstleistungen erhöhen und die Abhängigkeit von komplexen Grossprojekten vermindern. Bis 2024 sollen höhermarginige Umsätze einen Anteil von 55% erreichen und die operative Marge auf bis zu 6% erhöhen (derzeit rund 3%).

In 2019 musste das Unternehmen auf seinem Weg allerdings mehrere Rückschläge verkraften. Im Juli musste Costain das operative Ergebnisziel für 2019 nach unten anpassen, weil es Auftragsverschiebungen gab und das Unternehmen eine Zahlung aus einem Altvertrag leisten muss. Im Dezember 2019 musste das Unternehmen noch einmal eine Gewinnwarnung herausgeben. Costain muss sich in diesem Fall an den Mehrkosten für den Bau einer walisischen Straße beteiligen. Zudem lastet die Sorge auf dem Unternehmen, dass ein Großprojekt in Großbritannien an dem Costain beteiligt ist, gestoppt werden könnte.¹⁴

Historisch betrachtet hat das Unternehmen in seiner hart umkämpften Branche gute Ergebnisse erzielt und so spricht vieles dafür, dass sich die operative Entwicklung in 2020 verbessern könnte. Eine Rückkehr zu einer operativen Marge von 3% bewertet das Unternehmen lediglich mit dem 4,5-fachen des operativen Gewinns. Positiv könnten sich über die nächsten Jahre zudem die Umsetzung der Ziele des Managements hin zu einem profitableren Geschäft sowie höhere Investitionen in die Infrastruktur auswirken.¹⁵ Costain weist zudem eine Nettocash Position in der Bilanz aus.

Dignity (2,8%; -0,4%)

Das britische Unternehmen war über Jahre hinweg eine Erfolgsgeschichte bis schließlich in 2017 die Preistransparenz des Internets die Profitabilität des Unternehmens in Bedrängnis brachte. Dignity ist mit einem Marktanteil von 12% der führende Anbieter von Bestattungen in Großbritannien. Das Management kaufte in der Vergangenheit kleinere Wettbewerber nach und nach hinzu und erhöhte so seinen Marktanteil. In lokalen Märkten hatte das Unternehmen eine dominante Stellung und konnte die Preise für seine Dienstleistungen schrittweise nach oben anpassen.

Wie bei anderen Produkten auch nutzen die Kunden seit einigen Jahren vermehrt das Internet, um Angebote zu vergleichen. Dignity's relativ hohe Preise der Vergangenheit sind in Zukunft daher nicht mehr durchsetzbar. Das Management passt das Geschäftsmodell derzeit an das digitale Zeitalter an. Ein einheitlicher Markenauftritt mit dem Fokus auf die Qualität der Dienstleistung und Betreuung der Trauernden kombiniert mit wettbewerbsfähigen Einstiegspreisen und mehr Flexibilität bei der

¹³ <http://info.gorozen.com/4q-goehring-and-rozencwajg-commentary-2019-confirmation-page?submissionGuid=7c29d47f-dac2-402b-a679-a48ea6d95ae8>

¹⁴ <https://airqualitynews.com/2019/08/21/hs2-could-be-cancelled-before-the-end-of-2019-government-says/>

¹⁵ <https://www.theguardian.com/politics/2019/dec/14/boris-johnson-plans-to-go-on-spending-spree-in-north>

Gestaltung der Trauerfeier bilden das neue Marketingkonzept. Das Filialnetz wird verkleinert und Verwaltungsaufgaben zentralisiert und automatisiert. Gleichzeitig bleibt der persönliche Kontakt im Haus des Kunden oder über das Filialnetz wichtiger Bestandteil.

An den Geschäftszahlen lässt sich absehen, dass sich die Preisentwicklung und der Marktanteil mittlerweile stabilisieren. Das Unternehmen liegt im Plan bei den Effizienzsteigerungen. Die Durchführung führt kurzfristig zu höheren Kosten. Die Kostenmaßnahmen werden voraussichtlich in 2021 ihre Wirkung erzielen. Aufgrund der Akquisitionen und dem Bau von Krematorien in der Vergangenheit ist die Verschuldung von Dignity höher als bei den meisten anderen unserer Unternehmen. Dignity sollte in der Lage sein, seine Verschuldung zu bedienen, denn nach der Transformation des Unternehmens erwarte ich, dass die Stabilität des Geschäfts mit guter Profitabilität wieder in den Vordergrund rückt. Hinter dem Management steht eine stabile Aktionärsstruktur, die den Umbau begleitet.

SOL (2,8%; +0,0%)

Die italienische SOL ist mit dem Unternehmen Linde vergleichbar und im industriellen Gase Geschäft tätig. Das Geschäft zeichnet sich durch stabile Wachstumsraten und langfristige Lieferverträge aus. SOL's Produkte machen einen kleinen Teil der Kosten für ihre Kunden aus. Gleichzeitig sind SOL's Produkte für die Kunden essentiell. Zwar erfordert die Tätigkeit hohe Kapitalinvestitionen, sie bringt dadurch aber auch hohe Eintrittsbarrieren für potentielle Wettbewerber mit sich.

Mitte der Achtzigerjahre begann das Unternehmen zudem ein zweites Standbein aufzubauen. Mit Vivisol ist das Unternehmen in der medizinischen Hausbetreuung aktiv. Die Sauerstoff- und Beatmungstherapie sind hier Schwerpunkte. Vivisol konnte den Umsatz über die letzten 10 Jahre um jeweils 10,4% p.a. steigern und hat weiterhin viel Wachstumspotential.

Die Bewertung des Unternehmens ist für die Qualität des Geschäftsmodells mit dem 6,5-fachen des EBITDA¹⁶ im Vergleich zu Wettbewerbern günstig. Zudem ist SOL mit dem 1,5-fachen des EBITDA nur moderat verschuldet.

Siemens (2,7%; +0,4%)

Siemens hat sich in den letzten Jahren von einem breit aufgestellten Konglomerat hin zu einem spezialisierten Konzern gewandelt. An der Medizintechnik und der Windkrafttechnik hält das Unternehmen zwar noch Mehrheiten, Siemens Healthineers und Siemens Gamesa sind aber selbständige börsennotierte Unternehmen. Die Kraftwerkssparte soll dieses Jahr ausgegliedert werden. Für die Selbstständigkeit des Zuggeschäfts wird das Management wahrscheinlich einen zweiten Anlauf planen, nachdem die Fusion mit Alstom in 2019 am Widerstand der europäischen Kartellbehörde scheiterte.

Zum Kerngeschäft des Unternehmens gehören nach der Neuausrichtung die beiden Segmente Digital Industries und Smart Infrastructure.

Digital Industries bietet Lösungen für die Automatisierung der Fertigungs- und Prozessindustrie an. Neben einzelnen Hardwarekomponenten (z.B. Steuerungssysteme, Antriebe/Motoren, Wechselrichter) bietet Siemens komplette Automatisierungssysteme und auch Software an. Siemens hat sich in den letzten 10 Jahren laut Unternehmensangaben zu einem der zehn größten

¹⁶ EBITDA definiert als Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen

Softwareunternehmen der Welt entwickelt. Siemens hilft seinen Kunden virtuelle Prototypen zu erstellen, die Produktion im Voraus zu planen und zu optimieren, zeitkritische Produktanpassungen vorzunehmen und Daten aus der laufenden Produktion zu analysieren.

Smart Infrastructure vereint Energiesysteme und Gebäudetechnik. Die Produkte kommen z.B. in Krankenhäusern, Flughäfen, Rechenzentren, Kraftwerken und Fabriken zum Einsatz. Siemens bietet hier Produkte für die Automatisierung von Gebäuden, Brandschutz und die sichere und effiziente Energieversorgung von Gebäuden. Die Angebote helfen den Kunden z.B. eine digital gesteuerte dezentrale Energieversorgung aufzubauen (Trend hin zu erneuerbaren Energien inklusive Speicherung und Stromnetzwerk) und/oder die Betriebs- und Wartungskosten zu senken.

Die Unternehmensstrategie ist darauf ausgerichtet, die Führungsposition in den beiden Geschäftsbereichen weiter auszubauen und vom strukturellen Wachstum zu profitieren. Dennoch ist das Geschäft von Siemens alleine schon aufgrund seiner Größe konjunkturabhängig. Langfristig erwarte ich, dass Siemens von dem Bedarf an Produktivitätssteigerungen profitiert.¹⁷

Grubhub (2,7%; -0,5%)

Der Aktienkurs von Grubhub war über die letzten Monate sehr volatil. Nachdem der Kurs noch Ende 2018 ein Hoch von USD 144 pro Aktie erreicht hatte, fiel der Kurs bis Mai 2019 auf USD 62 pro Aktie. Auf diesem Niveau startete der Fonds seine ersten Käufe. Nachdem die Quartalszahlen und der Ausblick zum 3. Quartal des Jahres enttäuschten, rauschte der Kurs am 29.10.2019 um mehr als 40% in die Tiefe. Zuvor hatte ich den Kauf von Put Optionen empfohlen, da ich hohe Schwankungen des Aktienkurses erwartete. Die Put Optionen auf Grubhub wurden am 29.10.2019 verkauft und mit den Erlösen die long Position in Grubhub zu Kursen um USD 37 erhöht. Der Schlusskurs der Aktie zum Jahresende beträgt USD 49.

Grubhub ähnelt DeliveryHero, die z.B. mit lieferando.de in Deutschland aktiv ist. Grubhub betreibt eine Internetplattform, auf der die Kunden bei einer Vielzahl von Restaurants bestellen können. Grubhub hat eine starke Präsenz in Städten an der Ostküste vornehmlich in New York, Boston und Philadelphia. Auf seiner Plattform bietet das Unternehmen Zugang zu einer Vielzahl kleiner Restaurants an. Dies differenziert Grubhub von Wettbewerbern, die vor allem große Ketten wie McDonalds bedienen. Große Ketten haben häufig ihre eigene Bestell-App und deutlich mehr Verhandlungsmacht als kleinere Restaurants.

Dennoch macht Grubhub der zunehmende Wettbewerb zu schaffen. Mit Doordash, Uber und Postmates haben in den letzten Jahren Wettbewerber ihre Marktposition deutlich ausgebaut. Möglich war dies, weil sie genügend Finanzmittel hatten und für ihre Investoren die Gewinnerzielung hinter dem Umsatzwachstum zurück stand.¹⁸ Zudem musste Grubhub immer wieder sein Geschäftsmodell erweitern. Der Betrieb der eigentlichen Internetplattform ist zwar hochprofitabel. Hier werden die Restaurants mit den Kunden zusammengebracht und Grubhub erhält bei einer Bestellung eine Gebühr. Nicht alle Restaurants verfügen allerdings über einen eigenen Lieferdienst und nicht alle Kunden holen ihre Speisen direkt im Restaurant ab. Grubhub war daher gezwungen eine eigene Lieferlogistik aufzubauen. Anders als die Plattform ist dieses Geschäft im besten Fall ergebnisneutral. Trotz dieser

¹⁷ Ein Grund hierfür ist z.B. die Alterung der Gesellschaft und der Rückgang der Beschäftigungsquote.

¹⁸ Die Finanzierung der Expansion wurde durch Venture Capital Investoren sichergestellt (z.B. der Vision Fund von Softbank).

Belastungen erzielt Grubhub anders als seine Wettbewerber weiterhin Zahlungsüberschüsse aus dem operativen Geschäft.

Die Frage ist nun, wie lange die Konkurrenz den Kampf um Marktanteile weiterführen kann. Der Konkurrent Uber ist kürzlich an die Börse gegangen. Uber's Aktienkurs kam danach unter Druck und die neuen Aktionäre fordern das Überschreiten der Gewinnschwelle in absehbarer Zeit. Auch Doordash's Investoren scheinen zunehmend beunruhigt zu sein¹⁹. Ein Strategiewechsel der Branchenunternehmen hin zur Gewinnerzielung wäre für Grubhub von großen Vorteil. Das Unternehmen könnte sich auf seine Kernmärkte in den Ballungszentren an der Ostküste konzentrieren. Die Profitabilität des Unternehmens würde damit offengelegt.

Frank's International (2,8%; -0,4%)

Frank's ist neben Tidewater und Pason das dritte Unternehmen im Portfolio, welches von Investitionen in die Erdölförderung abhängt. Während Tidewater im Wesentlichen durch Skaleneffekten partizipiert, verfügen Pason und Frank's zusätzlich über eine hohe Produktdifferenzierung und sind daher geringem Wettbewerb ausgesetzt. Alle drei Unternehmen besitzen den finanziellen Spielraum, um die andauernde Schwäche in der Industrie für mehrere Jahre zu überstehen.

Frank's befindet sich seit Generationen mehrheitlich im Eigentum der Mosing Familie. Anders als Pason und ähnlich wie Tidewater kommt der Großteil des Umsatzes von der Offshore-Ölförderung. Das Unternehmen bietet Produkte und Dienstleistungen rund um die Stabilisierung, Sicherung und Abdichtung von Bohrlöchern zur Erdölförderung. Frank's und Weatherford International sind die wesentlichen Wettbewerber²⁰. Weatherford International ist hoch verschuldet vom Abschwung erwischt worden und konnte erst kürzlich seine Bilanz reparieren. Frank's hingegen hat die letzten Jahre genutzt, um in neue Produkte zu investieren und konnte so Marktanteile hinzugewinnen.

Das Management sieht weiter Einsparungspotential, welches in 2020 gehoben wird. In 2019 haben die Zahlen bis zum 3.Quartal eine Verbesserung der Geschäftslage gezeigt. Für 2020 erwartet das Management trotz der schwierigen Lage eine weitere Verbesserung der operativen Ergebnisse.

Cision (2,5%; -0,7%)

Cision hat sich in den letzten Jahren zum führenden Anbieter von Software zur Analyse von „Earned Media“ -Inhalten aufgestellt. Hier geht es darum mit Hilfe von z.B. Bloggern oder Influencern für ein Produkt im Internet Werbung zu betreiben. Cision's Software ermöglicht es der Marketingabteilung, den daraus entstehenden Mehrwert für das beworbene Produkt zu analysieren. Neben dem angestammten Kerngeschäft verheißt dieser Bereich für Cision Wachstum für die nächsten Jahre.

Der Fonds hatte seine Position im März 2019 zu Kursen um USD 13 aufgebaut. Im August meldete das Unternehmen Quartalszahlen, die leicht unter den Erwartungen lagen. Der Aktienkurs aber fiel an einem Tag um mehr als 30% und erreichte in den Folgetagen ein Tief von USD 6 pro Aktie.

Im Oktober 2019 gab das Unternehmen dann bekannt, dass man sich mit einem Private Equity Investor geeinigt hätte. Dieser kauft Cision für USD 10 pro Aktie und nimmt die Gesellschaft von der Börse.

¹⁹ https://www.vice.com/en_us/article/y3mdej/softbanks-new-strategy-screw-over-startups-not-investors

²⁰ <https://www.houstonchronicle.com/business/energy/article/How-Weatherford-went-from-fourth-largest-oilfield-13853975.php>

Das ist aus zweierlei Gründen keine gute Entwicklung für den Fonds. Zum einen liegt der Angebotspreis deutlich unter dem Einstiegspreis, was zu der Realisierung eines Verlustes führt. Zum anderen kann der Fonds nun nicht mehr von den guten Wachstumsaussichten des Unternehmens profitieren. Das Unternehmen befand sich zum Ende des Jahres noch im Portfolio, da noch eine geringe Wahrscheinlichkeit bestand, dass ein höheres Angebot für das Unternehmen abgegeben werden könnte.

Howard Hughes (2,4%; 0,5%)

Im Eigentum von Howard Hughes befinden sich „Master Planned Communities“ (MPCs) in und um Las Vegas, Houston und Columbia (Maryland) herum. Howard Hughes entwickelt diese Gemeinden über Jahrzehnte. Nach und nach werden Grundstücke erschlossen und an Projektentwickler verkauft. Das Unternehmen kontrolliert das Angebot an Grundstücken und kann so optimal auf die Nachfrage reagieren. Je weiter eine MPC entwickelt ist, desto wertvoller werden die verbliebenen Grundstücke. Zudem hat Howard Hughes über die letzten Jahre ein Bestandsportfolio an Immobilien aufgebaut, welches stetig steigende Mieterlöse erzielt.

Ende 2019 hat das Management beschlossen das Geschäft auf die Bewirtschaftung der MPCs zu konzentrieren und das Bestandsportfolio zu optimieren. Ein Teil der Immobilien soll verkauft werden, um Mittel für den Rückkauf von eigenen Aktien frei zu machen. Über die kommenden Jahre sollte sich der Wert der bestehenden Liegenschaften schrittweise realisieren lassen.

STO (2,4%; +1,0%)

STO ist ein Bauzulieferer mit einer hervorragenden Markstellung und Bekanntheitsgrad für seine Produkte. Der Kurs kam im Frühjahr 2019 unter Druck, obwohl die Baukonjunktur in STO's Hauptmärkten einen stabilen Ausblick gab. Die Bewertung des Unternehmens war attraktiv, weshalb ich den Kauf von STO Anteilen empfahl. Mittlerweile hat sich der Börsenwert meiner Einschätzung des inneren Wertes angenähert. Bis Ende Januar 2020 hatte der Fonds die Position deshalb veräußert.

Datalogic (2,3%;0,1%)

Das italienische Familienunternehmen Datalogic produziert und vertreibt Scanner, Sensoren, Minicomputer und Kameras für die Effizienzsteigerung von Prozessen im Einzelhandel, in der Logistik, im Gesundheitssektor und der Fertigung. Datalogic investiert kräftig in Forschung und Entwicklung, um mit den größeren Konkurrenten wie Zebra und Keyence mitzuhalten.

In den letzten Jahren konnte Datalogic stark davon profitieren, dass zum Beispiel Einzelhändler ihre Lagerhaltung effizienter gestalten müssen oder einen besseren Überblick über die gesammelten Daten haben möchten. Aufgrund der gegenwärtigen Konjunkturabschwächung durchläuft das Unternehmen gerade eine Wachstumsdelle, was den Aktienkurs im letzten Jahr schwanken ließ. Längerfristig sollte das Unternehmen von seiner Marktpositionierung profitieren. Zudem ist die Bewertungsrelation deutlich günstiger als die seiner amerikanischen und japanischen gelisteten Wettbewerber.

Knight Therapeutics (2,3%; +0,1%)

Das kanadische Unternehmen ist auf die Vermarktung und den Vertrieb von Medikamenten in Märkte außerhalb der USA, Europa's, Japan's und China's spezialisiert. Für die Pharmafirmen selbst ist der Aufwand in den kleineren Märkten häufig zu hoch. Daher entscheiden sie sich, den Vertrieb und häufig auch den Zulassungsprozess der Medikamente auszulagern.

Der Gründer von Knight, Jonathan Goodman, hält 16% der Anteile und möchte mit Knight an vergangene Erfolge anknüpfen. Sein vorheriges Unternehmen Paladin Labs konnte seinen Börsenwert von 1996 bis zur Übernahme durch Endo Pharmaceutical in 2014 um rund 30% pro Jahr steigern.

Im November 2019 schloss Knight den Kauf von 51,2% an Biotoscana ab. Den verbliebenen Aktionären wurde ein Übernahmeangebot unterbreitet. Herr Goodman hatte mehrere Jahre gewartet, bis sich die aus seiner Sicht passende Gelegenheit fand. Mit Biotoscana dringt Knight nun in den südamerikanischen Markt vor und bietet Pharmaunternehmen eine „one-stop“ Lösung, um auf 10 Märkten in Süd- und Mittelamerika sowie in Kanada Vertriebspartnerschaften einzugehen. Die schuldenfreie Knight kann sich somit in Zukunft als panamerikanischer Anbieter (ohne USA) etablieren und Pharmaunternehmen einen attraktiven Service bieten.

Fairfax Financial (2,2%; +0,0%)

Die kanadische Fairfax hat über die letzten Jahrzehnte sehr erfolgreich Versicherungsgesellschaften übernommen und deren Geschäft sukzessive ausgebaut. Die einzelnen Versicherungen dürfen auch nach der Übernahme relativ eigenständig in ihren lokalen Märkten agieren. Zwar steckt die Branche aufgrund des hohen Wettbewerbs um Prämien seit einigen Jahren in einem Seitwärtstrend. Die Fairfaxgesellschaften konnten dennoch mit einem disziplinierten Ansatz gute Ergebnisse erzielen. Mittel- bis langfristig könnte eine Verknappung der Kapitalflut die Versicherungsprämien wieder steigen lassen und das Versicherungsgeschäft von Fairfax beflügeln.

Auf Konzernebene verwaltet Fairfax mit der Gesellschaft Hamblin Watsa sein Investment Portfolio. Bis 2010 hat das Management sehr gute Investmentresultate erzielt. Das Management sah auch die Krise am amerikanischen Immobilienmarkt bereits in 2005 voraus und positionierte das Portfolio dementsprechend. Nach der Finanzkrise handelte das Management sehr vorsichtig und sicherte sein Aktienportfolio komplett ab. Wie sich im Nachhinein herausstellte, war dies ein Fehler.

Mittlerweile hat das Unternehmen umgeschwenkt und das Investmentportfolio liefert wieder positive Beiträge zum Unternehmensergebnis. Freie Mittel sollen in Zukunft vermehrt für Aktienrückkäufe verwendet werden, solange der Aktienkurs auf seinem niedrigen Bewertungsniveau verharrt.

Linamar (2,1%; +0,0%)

Das kanadische Unternehmen wurde vom ungarischen Einwanderer Frank Hasenfratz in den 60iger Jahre des letzten Jahrhunderts gegründet. 2002 übernahm die Führung seine Tochter Linda Hasenfratz. Die Familie hält 30% der Anteile. Linamar ist ein Autozulieferer, der Bauteile für Motor, Getriebe und Antrieb für Autohersteller produziert. Das Unternehmen hat in den letzten Jahrzehnten davon profitiert, dass Autohersteller in zunehmenden Masse ihre Produktion auslagern und Bauteile vorfertigen lassen. Der Trend zur Auslagerung hält weiterhin an. (Laut Unternehmen hat der Markt eine Größe von CAD 400 Mrd. / 65% davon werden noch von den Autoherstellern selbst bearbeitet).

Linamar ist in einer zyklischen Industrie tätig. Zudem muss sich auch Linamar an den Wandel der Industrie hin zum Elektroantrieb anpassen. Das Unternehmen hat hier bereits Aufträge gewonnen und sieht sich für die Zukunft gut aufgestellt (Das Unternehmen konnte sich bereits Aufträge für die Ausrüstung von 1 Mio. Elektrofahrzeuge pro Jahr ab Mitte 2020 sichern, was laut Unternehmen einem geschätzten Marktanteil von 12% entspricht). Das Unternehmen kann bereits heute Bauteile für konventionelle, elektro- und hybride Antriebe liefern. Auch bei Antrieben mit Wasserstoff ist das Unternehmen gut aufgestellt. Zudem sollte die Auslagerung von Bauteilen für konventionelle Antriebe

stärker zunehmen, da Autohersteller ihre Investitionen vermehrt in den Elektroantrieb fließen lassen und den Fokus auf den konventionellen Antrieb vermindern. Obwohl der Anteil an konventionellen Antrieben somit in Zukunft abnimmt, sollte Linamar von der beschleunigten Auslagerung profitieren können.

Zudem hat sich das Unternehmen in den letzten Jahren breiter aufgestellt und verfügt mit Skylift (Hubarbeitsbühnen) und MacDon (Erntemaschinen) über zwei weitere Segmente. Die Übernahme von MacDon in 2018 hat die Verschuldung nach oben getrieben. In 2019 hat das operative Geschäft hohe Kapitalzuflüsse generiert. Diesen freien Cash Flow nutzt das Management nun zur Reduzierung der Verbindlichkeiten.

Linamar's Aktienkursentwicklung spiegelt seit Ende 2017 die zunehmende Verschlechterung des Umfelds in der Autoindustrie wider. Wie bereits erwähnt, sehe ich das Unternehmen allerdings gut für die Transformationsphase der Autoindustrie aufgestellt.

Safilo (2,0%; -0,1%)

Safilo vertreibt Brillenfassungen und Sonnenbrillen. Das Unternehmen besitzt die Eigenmarken Smith, Blenders, Carrera, Polaroid und Safilo. Zudem vertreibt das Unternehmen per Lizenzvereinbarungen Marken wie Levi's, Under Armour, Hugo Boss, Tommy Hilfiger und Missoni.

Das Management möchte in den nächsten Jahren den Anteil der Eigenmarken am Umsatz erhöhen und das digitale Marketing und damit den direkten Kontakt zum Kunden ausbauen. Gleichzeitig reduziert das Management die eigenen Produktionskapazitäten. Greifen diese Maßnahmen, kann Safilo seine Profitabilität deutlich erhöhen und am stetigen Wachstum des Marktes für Sonnenbrillen und Sehhilfen über die nächsten Jahre partizipieren.

Interactive Brokers (2,0%; -0,2%)

Der amerikanische Internetbroker bietet institutionellen und privaten Investoren eines der breitesten Produktangebote basierend auf der führenden Technologieplattform zu günstigen Preisen. Das Angebot überzeugt die Kunden und so konnte Interactive Brokers seinen Gewinn vor Steuern im Schnitt um 23% von 2014 bis 2018 steigern.

In 2019 stagnierte der Gewinn, weil die Handelsaktivität abnahm und das geringere Zinsniveau auf den Ertrag drückte. Zudem nimmt der Wettbewerb in den USA zu.

Interactive Brokers hat weiterhin hohes Wachstumspotential. Das Produktportfolio richtet sich an semi-professionelle und professionelle Anleger. Diese verstehen den Mehrwert, welchen Interactive Brokers z.B. durch eine überlegene Technologie bei der Orderplatzierung gegenüber Wettbewerbern bietet. Das ganze Produktportfolio dient dem Kundennutzen und wird regelmäßig um innovative und technologiebasierte Produkte erweitert. Anders als der große Konkurrent Charles Schwab expandiert Interactive Brokers außerhalb der USA, wo die Wettbewerbsintensität geringer ist. Mittlerweile befinden sich 60% der Kunden außerhalb der USA. Das Kundenwachstum außerhalb der USA und China betrug zudem 23% in 2019. Ich denke, dass der Markt das Potential des Unternehmens über die kommenden Jahre unterschätzt und habe daher den Kauf der Aktie empfohlen.

Spark Networks (1,8%; -2,4%)

In den ersten 10 Monaten seit Auflage des Fonds lieferte Spark Networks mit minus 58,3% die mit Abstand schlechteste Preisentwicklung.

Spark besitzt ein Portfolio an Dating-Apps (EliteSingles, JDate, Christian Mingle, eDarling, JSwipe, Silver Singles). Im Juli 2019 übernahm Spark die Dating Plattform Zoosk, indem das Unternehmen Anteile von Zoosk in Anteile von Spark tauschte und den restlichen Kaufpreis durch die Aufnahme eines Kredits finanzierte. Die vorherigen Zoosk Eigentümer hatten nun die Möglichkeit ihre Anteile an der Börse zu verkaufen. Zudem liefen Haltefristen für Altaktionäre von Spark aus. Das große Angebot an Spark Aktien führte zu einem Überhang an Aktien und zum Verfall des Kurses im zweiten Halbjahr 2019.

Ich hatte dem Fonds den Kauf von Spark Aktien im Rahmen der Übernahme von Zoosk empfohlen. Der Fonds stockte seine Position dann bis Oktober auf die Maximalallokation von 4% des Fondsvolumens auf. Durch die Zoosk Übernahme will Spark seine Marktstellung in Nordamerika festigen. Gleichzeitig will Spark seine bestehende Plattform nutzen, um Skaleneffekte zu erzielen. Für dieses Jahr plant das Management mit einem EBITDA²¹ in Höhe von USD 50 Mio. Der Grundstein für dieses Ziel wurde mit Kosteneinsparungen bei Zoosk im zweiten Halbjahr 2019 gelegt. Ein Teil der Übernahme von Zoosk wurde durch die Ausgabe eigener Aktien, ein anderer Teil durch die Aufnahme eines Kredits finanziert. Inklusiv der Verbindlichkeiten ist das Unternehmen zum Jahresende mit lediglich dem 4,5-fachen EBITDA für 2020 bewertet. In dieser günstigen Bewertung drückt sich die Unsicherheit des Marktes aus, ob das Unternehmen seine Ziele für 2020 erreichen und die Anforderungen an seinen Kredit nachkommen kann.

Nach Angaben des Unternehmens hätten Spark und Zoosk zusammen in 2018 bereits rund USD 30 Mio. an EBITDA erzielt. Synergien sind darin nicht eingerechnet. Spark plant bis Ende Juni 2020 die Zoosk Repräsentanz in San Francisco zu schließen. Das Büro in Berlin hat die Kapazität das Mehrgeschäft aufzunehmen. Zoosk hatte in 2014 einen Börsengang erwägt und einen Börsenprospekt veröffentlicht. Anhand dieser Zahlen lässt sich die Kostenstruktur von Zoosk gut nachvollziehen. Unter der Annahme, dass die Marketingkosten wie bei Spark 60% des Umsatzes ausmachen und ein Großteil der Zoosk-Fixkosten aufgrund des Zusammenschlusses der beiden Unternehmen entfällt, erscheint die Prognose von USD 20 Mio. an Synergieeffekten realistisch zu sein.

Während Tinder (ein Produkt vom erfolgreichen Konkurrenten Match Group) auf das „casual dating“ abzielt, fokussiert sich Spark mit seinem Angebot auf das sogenannte „serious dating“. Spark möchte sich in diesem Segment in Nordamerika als klare Nummer zwei etablieren. Zwar ist das Wachstum geringer als im „casual dating“, allerdings führt die voranschreitende Konsolidierung des Marktes zu steigender Profitabilität der Marktteilnehmer. Das Management sieht nach 2020 das Potential für weitere Effizienzgewinne. Zudem können weitere Akquisitionen und neue Produkte in der bestehenden Plattform kosteneffizient integriert werden.

Cameco (1,6%; -0,5%)

Die kanadische Cameco ist einer der zwei größten Uranproduzenten weltweit. Uran ist der Brennstoff für Atomkraftwerke. Rund 11% der weltweiten Elektrizität werden mit Atomkraft erzeugt. Nachdem Japan in 2011 als Reaktion auf das verheerende Tohoku-Erdbeben seine Atomkraftwerke vom Netz nahm, brach die Nachfrage nach Uran ein.

²¹ Definiert als Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen

Aufgrund langfristiger Liefervereinbarungen waren die Uranproduzenten zunächst nicht direkt vom Preisverfall betroffen. Diese Lieferverträge laufen nun nach und nach aus. Die Produzenten haben mittlerweile auf den Preisverfall reagiert und über die letzten drei Jahre die Produktion zurückgefahren. Noch haben die Preise für Uran darauf kaum reagiert. Die Nachfrage nach langfristigen Vereinbarungen seitens der Betreiber steigt jedoch stetig an. Indien und China bauen zudem die Atomkraft aus, um den Energiemix breiter aufzustellen und die Luftverschmutzung durch Kohlekraft zu senken. Somit ist über die kommenden Jahrzehnte mit Nachfragesteigerungen zu rechnen. Gleichzeitig liegt der derzeitige Preis für Uran unter den durchschnittlichen Förderkosten. Da das Angebot sinkt und die Nachfrage steigt, sollte sich die Entwicklung am Markt für Uran über die nächsten Jahre in steigenden Preisen und höheren Gewinnen für Cameco widerspiegeln.

Derivate (0,3%; -0,5%)

Der Fonds hielt zum Berichtszeitpunkt Put Optionen auf den NASDAQ 100. Diese schützen das Portfolio im Falle eines Markteinbruchs, führen aber zu Verlusten bei einem Anstieg des Marktes. Zudem hielt der Fonds eine sehr kleine Position an Put Optionen auf Grubhub.

Verkäufe über den Berichtszeitraum

Verkaufte Unternehmen trugen mit +0,2% über den Berichtszeitraum unwesentlich zur Wertentwicklung des Fonds bei.

Fazit

Mit diesem ersten Investorenbrief möchte ich Ihnen eine gründliche und nachvollziehbare Berichterstattung über die Entwicklung des Fonds liefern. Bei Fragen und Anmerkungen freue ich mich über Ihre Rückmeldung.

Mein Ziel ist es, ein Portfolio aus guten Unternehmen mit günstigen Bewertungen zu halten. Die kurzfristige Kursentwicklung unserer Unternehmen kann ich nicht beeinflussen. Gleichzeitig bin ich zuversichtlich mit meinem Investment Prozess²² langfristig akzeptable Renditen zu erzielen.

Den nächsten Investorenbrief für das erste Halbjahr 2020 erhalten Sie im August diesen Jahres.

Mit freundlichen Grüßen

Benedikt Olesch, CFA

Kontakt: b.olesch@wertartcapital.com

²² Siehe: <https://www.wertartcapital.com/investment-management/>

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.