

10. Investorenbrief

Bericht zum 28.06.2024



WertArt
CAPITAL

Traunstein, den 09.07.2024

Liebe Anleger und Anlegerinnen,

im ersten Halbjahr 2024 stieg der WertArt Capital Fonds um 4,0%. Der MSCI World Small Cap Index legte zum Vergleich im ersten Halbjahr ebenfalls um 4,0% zu. Zum 28.6.2024 ist unser Fonds in 35 Unternehmen investiert. Die Liquidität liegt auf grund von Zuflüssen in den Fonds bei kurzfristig hohen 10,5%. 44,3% des Portfolios sind in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung (Börsenwert) von weniger als EUR 1 Mrd. investiert, 25,0% in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als EUR 10 Mrd. und 20,3% in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als EUR 10 Mrd. Die Schwerpunkte der geographischen Allokation liegen in der Eurozone (33,3%), Nordamerika (20,1%), Japan (13,9%) und Großbritannien (12,9%). Unsere Unternehmen sind breit über verschiedene Industrien verteilt.

Bewertung unseres Portfolios

Als Aktionäre stellen wir unseren Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung. Als Eigenkapitalgeber stehen unsere Ansprüche gegenüber unseren Unternehmen hinter den Fremdkapitalgebern (Banken, Anleihegläubiger oder Lieferanten) und anderen möglichen Verbindlichkeiten (wie z.B. aus Rechtsstreitigkeiten oder Steuernachforderungen) zurück. Daher ist eine angemessene bis konservative Kapitalstruktur ein wichtiges Auswahlkriterium in unserem Investmentprozess. Denn erfahrungsgemäß geht ein sehr großer Anteil der permanenten Kapitalverluste bei Aktieninvestments auf einen überhöhten Fremdkapitaleinsatz der Unternehmen zurück.

Unsere Unternehmen besitzen solide Bilanzen, die ihnen die finanzielle Flexibilität geben, um attraktive Investitionsentscheidungen treffen zu können. So nutzen viele unserer Manager den Umstand, dass sie die eigene Aktie derzeit als günstig erachten. Dies führt dazu, dass fast die Hälfte unserer Unternehmen derzeit ihre Aktien am Markt zurückkaufen.

Kommen wir zur Bewertung unseres Portfolios. Unser Portfolio aus 35 Unternehmen notiert derzeit zu einer gewichteten *free cash flow yield* von 5,3% (auf Basis meiner Schätzung für das Geschäftsjahr 2024).

Der **free cash flow** lässt sich als cash flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit abzüglich der Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte berechnen und ist somit verfügbar für die Ausschüttung an die Eigenkapitalgeber, sofern kein Fremdfinanzierungsbedarf besteht. Der **free cash flow** ist damit ein Maß für das Ausschüttungspotential eines Unternehmens an seine Aktionäre. Setzen wir den free cash flow in Bezug zum Börsenwert eines Unternehmens erhalten wir die **free cash flow yield**.

Ein Vergleich unseres Portfolios mit den Magnificent Seven

Wie lässt sich eine **free cash flow yield** von 5,3% für unser Portfolio einordnen? Betrachten wir das Maß aller Dinge für Anleger am Aktienmarkt, so richtet sich unser Blick schnell auf die **Magnificent Seven**. Die sieben US-MegaCap Aktien stehen in der Anlegergunst derzeit an erster Stelle. Apple, Nvidia, Alphabet, Meta, Amazon, Tesla und Microsoft haben derzeit einen Börsenwert von zusammen USD 16.652 Mrd. [Das sind rund 14% des Börsenwertes aller weltweit börsennotierten Unternehmen](#) oder [rund 16% des weltweiten Bruttoinlandprodukts](#).

Laut Analystenschätzungen wird der kumulierte **free cash flow** für alle sieben Unternehmen für 2024 bei rund USD 450 Mrd. erwartet. **Daraus ergibt sich eine free cash flow yield für die Magnificent Seven für 2024 von zusammen 2,7%. Vergleichen wir unser Portfolio mit dem der Magnificent Seven, so erhalten wir als Ausgangsbasis eine um das 2-fache höhere free cash flow yield für unser Portfolio.** Diese Betrachtung ist alleine noch nicht ausreichend.

Berücksichtigung der Wachstumsrate

Diese Betrachtung ist alleine noch nicht ausreichend. Für die Bewertung einer Aktie ist der diskontierte **free cash flow** über die Lebensdauer eines Unternehmens maßgeblich. Wesentlich ist hier die Annahme bzgl. des Wachstums des **free cash flows** sowie der erwarteten Rendite auf unser Investment (dem Diskontierungssatz). Mit Hilfe eines **Discounted Cash Flow Models** können wir die implizierte Wachstumsrate bei gegebener Renditeerwartung und gegebenem Ausgangswert des free cash flows bestimmen.

Welche Wachstumsrate wäre für ein Rendite von 10% über die nächsten 10 Jahre notwendig?

Wir möchten sowohl für unser Portfolio, als auch für ein nach Börsenwert gewichtetes Portfolio der Magnificent Seven eine annualisierte Rendite von 10% über die nächsten 10 Jahre erreichen. Welche annualisierte Wachstumsrate des **free cash flow** ist hierfür über die nächsten 10 Jahre notwendig?

Zur Berechnung gehen wir von den erwarteten **free cash flows** in 2024 aus. Die erwartete Rendite (Diskontierungssatz) liegt bei 10%. Nach zehn Jahren berechnen wir den **terminal value** anhand einer Wachstumsrate, die sich am langfristigen Wachstum der Weltwirtschaft orientiert und konservativ betrachtet bei 2% liegen könnte. Anhand dieser Berechnung können wir die implizierte Wachstumsrate über die nächsten 10 Jahre bestimmen. Das Ergebnis der Berechnung stellt sich wie folgt dar:

Eine annualisierte Rendite von 10% auf das Portfolio der *Magnificent Seven* erfordert eine annualisierte Wachstumsrate des free cash flow von 18,5% über die nächsten 10 Jahre.

Eine annualisierte Rendite von 10% auf das Portfolio (vor Kosten) des WertArt Capital Fonds erfordert eine annualisierte Wachstumsrate des free cash flow von 7,9% über die nächsten 10 Jahre.

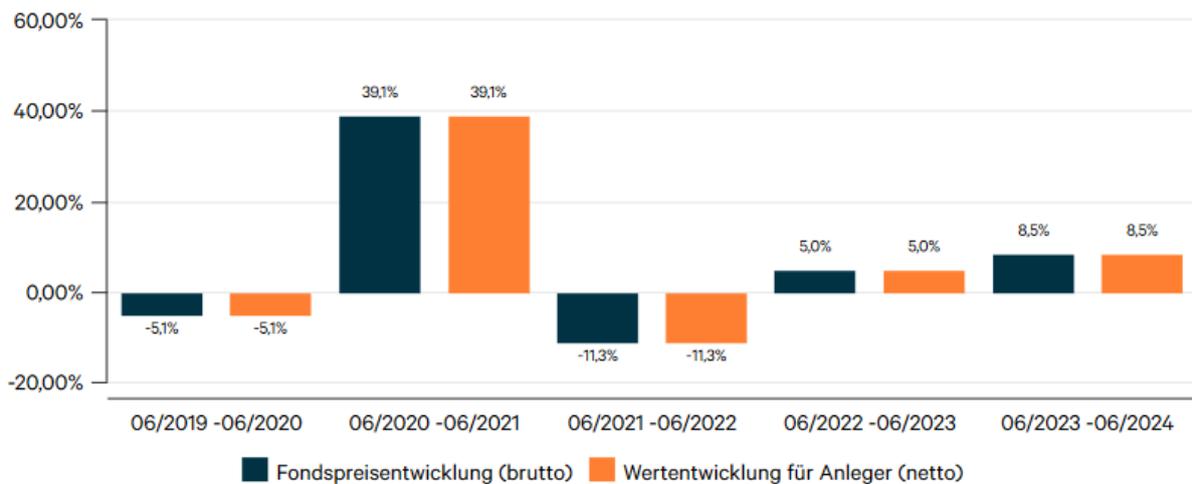
Die Wachstumserwartungen unseres Portfolios liegen also deutlich unter denen der Magnificent Seven. **Festhalten lässt sich auch, dass meine Wachstumserwartungen für die kommenden 2 Jahre (ein Zeitraum der sich aus meiner Sicht mit gewisser Wahrscheinlichkeit modellieren lässt) für unser Portfolio deutlich über 7,9% liegen. Meine Wachstumserwartung für das Portfolio liegt für die Jahre 2025 und 2026 bei annualisierten 12,7%. Somit bietet unser Portfolio aus heutiger Sicht eine attraktive Alternative (oder zumindest Ergänzung) für Anleger mit hoher Gewichtung in den US-Mega Caps.**

Wertentwicklung des WertArt Capital Fonds AMI (I-Tranche) seit Auflage

Bevor ich Ihnen unsere Transaktionen im ersten Halbjahr vorstellen werde, finden Sie in der folgenden Tabelle die Wertentwicklung des WertArt Capital Fonds (I-Tranche) seit Auflage in Euro¹:

Kennzahlen						
Periode	Beginn	Fonds				
	Periode	Performance	Performance (annualisiert)	Volatilität	Sharpe Ratio	Max. Drawdown
1 Monat	31.05.2024	-2,05 %		8,73 %		-3,62 %
laufendes Kalenderjahr	29.12.2023	4,03 %		8,25 %		-3,62 %
1 Jahr	30.06.2023	8,48 %		8,80 %	0,52	-9,56 %
3 Jahre	30.06.2021	1,10 %	0,36 %	11,77 %	-0,12	-17,80 %
5 Jahre	28.06.2019	33,39 %	5,92 %	13,67 %	0,37	-27,57 %
seit Auflage	11.03.2019	31,43 %	5,29 %	13,37 %	0,33	-28,41 %

Rollierende 12-Monats-Wertentwicklung in %



Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Zukünftige Ergebnisse können sowohl niedriger als auch höher ausfallen.

Erläuterung: Die Bruttowertentwicklungsangaben (BVI Methode) beruhen auf den veröffentlichten Rücknahmepreisen des Fonds, welche bereits die auf Fondsebene anfallenden Kosten beinhalten, die Nettowertentwicklung berücksichtigt zusätzlich den Ausgabeaufschlag. Da der Ausgabeaufschlag 0 % beträgt, entspricht die Nettowertentwicklung der Bruttowertentwicklung. Es können zusätzliche, die Wertentwicklung mindernde Kosten auf der Anlegerebene entstehen (z. B. Depotkosten).

¹ Die Wertentwicklungsberechnung erfolgt nach der BVI Methode und berücksichtigt Ausschüttungen des Fonds. Fondsstart war der 11.03.2019. Die Jahresperiode endet am 30. Dezember. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Quelle: [Ampega Investment GmbH](#)

Neue Investitionen im ersten Halbjahr 2024

Im ersten Halbjahr 2024 nahm der WertArt Capital Fonds AMI fünf neue Unternehmen in sein Portfolio auf.

Frasers Group PLC (2,7% Anteil am Fonds zum 30.06.2024)

Seit der Gründung 1982 baute Mike Ashley die Frasers Group zu einem der führenden Einzelhändler für Sportbedarf in Europa auf. Heute erzielt das Unternehmen mit 1.630 Filialen rund GBP 5,6 Mrd. Umsatz. Dabei liefert das Geschäft von Sports Direct in Großbritannien den größten Beitrag (gut 60% des operativen Gewinns). Gleichzeitig schreitet die Expansion in Europa und in Malaysia/Indonesien voran.

Strategisch fokussiert sich das Unternehmen auf die Zusammenarbeit mit den Markenherstellern wie Nike, Adidas, uvm. Das Unternehmen hält mittlerweile Markenpartnerschaften mit allen wesentlichen Sportartikelherstellern. So wurde die Frasers Group von Nike als einer seiner Top 3 Einzelhandelspartner ausgezeichnet. Die Frasers Group sichert den Markenherstellern eine attraktive Präsentation und eine hohe Umschlagshäufigkeit ihrer Waren zu. Im Gegenzug erhält die Frasers Group stets die gefragtesten Produktneuheiten.

Nicht nur um die Ansprüche von Nike, Adidas und anderen Marken zu erfüllen, sondern vielmehr auch die Verbraucher weiterhin in die Läden zu locken, sind und waren in den letzten Jahren umfangreiche Investitionen in das Filialnetz nötig. Während sich Wettbewerber aus dem stationären Einzelhandel zurückzogen, setzte das Management der Frasers Group bewusst seine *Elevation Strategy* um und bietet Waren sowohl stationär als auch digital an. So baute das Unternehmen Einzelhandelsflächen zu einladenden Showrooms um. Auch profitiert Sports Direct von der zunehmenden Beliebtheit von Sportbekleidung im Alltag. Das Unternehmen hat zudem die Automatisierung der Logistikzentren weitgehend abgeschlossen und erwartet dadurch einen Rückgang der Lagerbestände um 10%.

Gleichzeitig investiert das Unternehmen in die Digitalisierung und erhöht den Handelsumsatz über das Internet. Mit FrasersPlus baut das Unternehmen gerade sein digitales Loyalitätsprogramm sowie das Finanzierungsangebot für Kunden aus. Erste Daten zeigen, dass diese Angebote den Umsatz pro Kunde um 40% steigen lassen.

Das erfolgreiche Model aus dem Sportgeschäft - die Bindung der Marken und die Kombination von stationärem und digitalem Einzelhandel - trägt das Management gerade in eine neue Kategorie und bedient zunehmend das Luxussegment. Nachdem in Großbritannien ein Großteil der Kaufhäuser schließen musste, kann Frasers zu günstigen Konditionen und in guten Lagen Einzelhandelsflächen errichten. Vor allem außerhalb London's erhalten die Luxus-Markenpartner wie z.B. Hugo Boss und Christian Louboutin, so die Möglichkeit Neukunden zu erreichen.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 6,3% auf meiner Schätzung für 2024. Konservativ betrachtet sollte der *free cash flow* bis 2026 um 5,0% per annum zulegen

können. Das Management erzielte über die letzten 5 Jahre auf seine Investitionen einen *return on invest* von über 50% per annum.

Marktteilnehmer sahen das Unternehmen seit je her kritisch, da immer wieder Zweifel an der Corporate Governance aufkamen. Der Gründer Mike Ashley hält 73% der Anteile und gab die Führungsposition im Mai 2022 an seinen Schwiegersohn ab. Ohne Zweifel handelt es sich hier um ein Familienunternehmen, welches aber immer wieder betont mittel- bis langfristig den Wert für alle Aktionäre steigern zu wollen. Und das hat es auch. Seit dem Börsengang 2007 kaufte das Unternehmen 40% der ausstehenden Aktien zurück. Der Gewinn pro Aktie hat sich seither mehr als verzehnfacht. Ohne Frage ist Mike Ashley ein hervorragender Kaufmann. Er hat auch dafür gesorgt seinen Nachfolger Michale Murray zu incentivieren. Dieser erhält Aktien im Wert von GBP 100 Mio, sofern der Aktienkurs bis 2025 auf mindesten GBP 15 steigt. Dies entspräche einem Anstieg der Aktie um 67% zu unserem Einstandskurs.

Koninklijke Heijmans N.V. (3,7% Anteil am Fonds zum 30.06.2024)

Heijmans ist ein niederländisches Bauunternehmen, das sich auf Infrastrukturprojekte, die Entwicklung von Wohnimmobilien und technische Dienstleistungen rund um Gewerbeimmobilien spezialisiert hat. Heijmans profitiert von einer Reihe von Entwicklungen. Zum einen verfügt das Unternehmen über einen umfangreichen Bestand an Grundstücken, die das Unternehmen in den kommenden Jahren nach und nach mit Wohnimmobilien bebauen wird. In den Niederlanden werden bis 2030 voraussichtlich 1 Millionen neue Wohneinheiten benötigt. Heijmans setzt mit einer eigenen Fabrik auf die Massenherstellung von Wohnhäusern, um die Finanzierbarkeit eines Eigenheims für die Käufer zu verbessern.

Zweitens, hält Heijmans die niederländische Infrastruktur im Gange. Ein großer Teil war in den 1960er und 1970er Jahren gebaut worden und nähert sich dem Ende der Nutzungsdauer. Zunehmende Investitionen in die Hochwasserprävention sowie den Netzausbau (Partnerschaft mit dem niederländischen Energieversorger Tenet) sorgen ebenfalls für beständige Auftragseingänge.

Drittens, steigen die Umsätze aus der Wartung und Instandhaltung von öffentlichen Gebäuden, Flughäfen und Datenzentren. Da es sich hier um wiederkehrende Umsätze (in 2023 30% des Gesamtumsatzes) handelt, steigt auch die Prognosesicherheit der zukünftigen Erträge.

In den vergangenen Jahren schritt die Konsolidierung in der Baubranche voran. Kleinere und mittlere Konkurrenten leiden überproportional unter dem Fachkräftemangel am Bau. Zudem kann sich Heijmans als einer der größten Wettbewerber an die zunehmende Komplexität der Projekte und steigende Regulierung besser anpassen als viele Wettbewerber. Vor allem verbessert die Konsolidierung aber die Verhandlungsposition gegenüber den Auftraggebern.

Ton Hillen ist seit mehr als 8 Jahre Vorstandsvorsitzender von Heijmans und konnte die Profitabilität bereits deutlich steigern. Auf dem Kapitalmarkttag im Mai 2024 stellte er die Planung für die kommenden Jahre bis 2027 vor. Die in 2023 getätigte Übernahme des Wohnimmobilien Projektentwicklers VanWanrooij hat das Management wohl zu einem guten

Zeitpunkt getätigt. Denn die Nachfrage nach Wohnimmobilien nimmt in den Niederlanden gerade wieder zu. Das Management plant die Umsätze bis 2027 um knapp 50% auf EUR 3 Mrd. steigern zu können. Auch die operative Marge soll weiter steigen. Gleichzeitig erhöhte das Unternehmen die Ausschüttungsquote auf 50% des Jahresgewinns. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 9,8% auf Basis meiner Schätzung für 2024. Der free cash flow sollte danach bis 2026 um 14,7% per annum zulegen können.

Bahnhof AB (3,1% Anteil am Fonds zum 30.06.2024)

Das Unternehmen aus Schweden bietet Infrastruktur rund um das Internet an. Zum einen nutzen mittlerweile mehr als 400.000 Kunden Glasfaserinternet mit Geschwindigkeiten von bis zu 10 Gbit/s von Bahnhof AB. Während die Konkurrenz Kunden verliert, kann Bahnhof seinen Kundenstamm kontinuierlich ausweiten. Dabei hilft dem Unternehmen der Fokus auf mittlere und kleinere Bestandshalter an Wohnimmobilien sowie Gewerbeimmobilien. So kann das Unternehmen gegenüber der Konkurrenz wie z.B. dem Platzhirsch Telia deutlich flexibler handeln. Neben dem guten Service und dem sicheren Angebot hat sich Bahnhof in Schweden den Ruf eines nachhaltigen IT-Anbieters erarbeitet, indem das Unternehmen z.B. die Abwärme seiner Datenzentren für das Heizen von naheliegenden Häusern nutzt. Die Expansion von Schweden nach Finnland und Dänemark läuft gerade vielversprechend an.

Gleichzeitig setzt das Unternehmen auf Datensicherheit und bietet Gewerbekunden mit den eigenen streng geschützten Datenzentren die Möglichkeit ihre Daten abzusichern. Mit einem hohen Anspruch an Servicequalität bietet Bahnhof damit auch eine Alternative zu Cloud-Anbietern aus den USA.

Der Gründer und Vorstandschef Jon Karlung hat das Unternehmen trotz des starken Wachstums der letzten Jahre in schlanken und effizienten Strukturen belassen. Er hält gut 50% am Unternehmen. Bahnhof konnte sowohl Umsatz als auch Ertrag in den letzten Jahren deutlich zweistellig steigern. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 5,2% auf Basis meiner Schätzung für 2024. Der free cash flow sollte bis 2026 um 10,0% per annum zulegen können.

Alight (1,6% Anteil am Fonds zum 30.06.2024)

Alight verwaltet für Arbeitgeber Zusatzleistungen und bietet cloudbasierte Software für die personalisierte Interaktion mit Arbeitnehmern im Personalmanagement an. Die Abdeckung verschiedener Leistungsbereiche und die weltweite Präsenz stellt einen Vorteil gegenüber dem spezialisierten Wettbewerb dar.

Laut Alight geben Arbeitgeber rund 23% der gesamten Mitarbeiterkosten für Zusatzleistungen aus. Allerdings fällt es Arbeitgebern schwer, diese Zusatzleistungen den individuellen Bedürfnissen der Mitarbeiter anzupassen und effektiv zu Gute kommen lassen. Hier kommt Alight als Dienstleister ins Spiel. Das Unternehmen steuert die medizinischen und vermögenswirksamen Arbeitgeberleistungen für 35 Millionen Arbeitnehmer weltweit und zählt 5.000 Arbeitgeber zu ihren Kunden. Aufgrund der Verankerung der Dienstleistungen von

Alight in den Prozessen ihrer Kunden sind 93% der Umsätze wiederkehrend. Alight hat seine Serviceleistungen in den letzten Jahren digitalisiert und in die Cloud gebracht.

Mit dem Verkauf der Geschäftsfelder Professional Services und Lohnabwicklung im zweiten Halbjahr 2024 wird Alight seine Verschuldung deutlich reduzieren. Während der Verkauf in diesem Jahr zu einer Reihe von Anpassungen in den ausgewiesenen Ergebnissen führt, sollte das Management ab spätestens 2025 eine für Marktteilnehmer leichter nachvollziehbare operative Entwicklung vorweisen können. So liegt meine Schätzung der *free cash flow yield* für 2024 bei 6,1%. Die unternehmerischen Massnahmen sollten in den nächsten zwei Jahre zu einem hohen Wachstum des free cash flow um 31,7% per annum führen. Im Aktionariat geben opportunistische Investoren (wie z.B. Starboard Value) den Ton an, die auch an einem Verkauf des Unternehmens interessiert sein könnten. Zunächst hat das Unternehmen bereits ein beschleunigtes Aktienrückkaufprogramm beschlossen.

Rightmove (2,4% Anteil am Fonds zum 30.06.2024)

Rightmove betreibt das führende Immobilienportal in Großbritannien und ist vergleichbar mit immoscout24 in Deutschland. Seine Umsätze erzielt das Unternehmen über Serviceleistungen für Immobilienmakler und Projektentwickler. Diese bieten Immobilien auf der Plattform zur Miete/Kauf an. Rightmove hat einen Marktanteil von 85% in Großbritannien (gemessen an der Zeit die Suchende auf britischen Immobilienplattformen verbringen).

Rightmove hat es geschafft, die Anzahl der inserierten Immobilien auf der Plattform stetig zu erhöhen, was wiederum zu einer stetig zunehmenden Anzahl an Interessenten führt. Gleichzeitig baut das Unternehmen die Anzahl seiner Dienstleistungen stetig aus, was wiederum dazu führt das Kunden und Nutzer mehr Zeit auf der Plattform verbringen. Dabei hilft den Unternehmen sein umfangreicher Datenschatz, den es seit Gründung im Jahre 2000 angehäuft hat. Diese Netzwerkeffekte verbessern die Marktposition des Unternehmens und erschweren es dem Wettbewerb eine Plattform mit vergleichbarer Reichweite aufzubauen.

Bis 2028 will das Management neue Produktkategorien aufbauen und dadurch zusätzliches Umsatzwachstum generieren. Während der Markt für Wohnimmobilien bereits von Rightmove erschlossen wurde, bietet die Vermittlung von Gewerbeimmobilien über Rightmove's digitale Plattform großes Potential. Gegenüber den USA oder Australien hat Großbritannien hier noch großes Aufholpotential. Gleiches gilt für die Vermittlung von Immobiliendarlehen. Hier möchte Rightmove die Immobilienfinanzierung stärker an die Plattform binden und zusätzliche Einnahmequellen generieren. Ebenfalls wird Rightmove Serviceleistungen rund um den Umzug vermitteln. Ziel ist es Rightmove als Service-App rund um alle Fragen der Immobilie zu etablieren.

Insgesamt sollen die Kunden noch stärker an die Plattform gebunden werden und so der Umsatz in den kommenden Jahren zweistellig wachsen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 5,1% auf meine Schätzung für 2024. Der *free cash flow* sollte bis 2026 um 7,7% per annum zulegen können.

Verkäufe im ersten Halbjahr 2024

Zur Finanzierung unserer neuen Beteiligungen empfahl ich dem Fonds den Verkauf von 6 unserer Unternehmen.

Tidewater ist ein gutes Beispiel dafür, dass die operative Entwicklung eines Unternehmens über einen gewissen Zeitraum hinweg losgelöst vom Aktienkurs sein kann. Mittlerweile hat Tidewater die Erntephase erreicht und die positiven Aussichten sind weitgehend im Kurs reflektiert.

Tidewater profitiert von den steigenden Investitionen in die Erschließung von Erdölfeldern im Meer vor allem in der Nordsee, an der Küste von Brasilien und Guyana sowie Westafrika. Die Schiffsflotte des Unternehmens versorgt die Ölplattformen mit technischem Gerät, und Verbrauchsgütern. Ab 2015 bestand ein Überangebot an sogenannten *platform supply vessels* (PSVs), das sich bis Mitte 2022 weitgehend abgebaut hatte. Heute sind Versorgungsschiffe wieder ein knappes Gut. Bei Tidewater sind die durchschnittlichen Tagesraten in den letzten 3 Jahren um 80% gestiegen. Neuabschlüsse liegen derzeit noch einmal deutlich über diesem Niveau.

Derzeit bleiben die Orderbücher für den Bau neuer Versorgungsschiffe leer. Gleichzeitig werden immer mehr Schiffe altersbedingt verschrottet. Die operativen Aussichten für 2024 und 2025 bleiben daher für den Anbieter mit der größten Flotte an Versorgungsschiffen weltweit positiv. Die Vergangenheit hat allerdings auch gezeigt, dass die Investitionen in die Erdölförderung starken Zyklen unterliegen. Dienstleister wie Tidewater sind aufgrund ihres kapitalintensiven Geschäfts besonders betroffen. Daher habe ich den Verkauf der Position empfohlen. In den Jahren 2019 bis 2021 hatte unser Fonds die Position in Tidewater zu durchschnittlich USD 16,3 pro Aktie aufgebaut. Der Abbau der Position begann im Januar 2022 und endete im Januar 2024 zu einem Durchschnittskurs von USD 44,4 pro Aktie. **Über die fast 5-jährige Laufzeit erzielte unser Fonds eine annualisierte Rendite von +30,7% per annum (IRR-Methode) mit Tidewater.**

Cegedim folge ich bereits seit 2017. Die Familie Labrune, welche die Mehrheit mit 53% am Unternehmen hält und auch das Management stellt, konnte mit den in 2024 veröffentlichten Zahlen weiterhin nicht meine Erwartungen an deren unternehmerische Fähigkeiten erfüllen. Nachdem unser Fonds bereits in 2021 kurz am Unternehmen beteiligt war, empfahl ich den Verkauf im Mai 2024 und entnahm den Titel der Investigation List. **Über die insgesamt kurze Laufzeit ergab sich eine annualisierte Rendite von - 25,9% per annum (IRR-Methode).**

Computer Modeling's Kerngeschäft – Software für die effiziente Planung von Erdöl- und Erdgasförderung läuft auf Hochtouren. Gleichzeitig erzielt das Unternehmen bereits 20% der Umsätze aus Softwareverkäufen für die Simulierung der Kohlenstoffabscheidung (CCS). Bei CCS besteht ein erheblicher Simulationsbedarf, um technische und regulatorische Anforderungen zu erfüllen. Gleichzeitig fördern staatliche Institutionen die Implementierung der Kohlenstoffabscheidung. Computer Modelling verfügt über eine stabile Aktionärsbasis und mit Mike Miller über einen erfahrenen Aufsichtsratsvorsitzenden im Bereich Software und vor allem Unternehmensübernahmen. Hier hat das Management in 2023 mit der Übernahme

von Bluware zugeschlagen. Der Vorstandsvorsitzende Pramod Jain betonte im Investorencall, dass das Management Übernahmen tätigt bei denen es zusätzliche Werte erzeugen kann, die unabhängig von sogenannten Synergien seien. In der Tat scheiterten viele Übernahmen, da mögliche Kosteneinsparungen als Hauptargument für Übernahmen herangezogen würden. Vielmehr müsse bei Übernahmen aber das eigenständige Geschäft analysiert werden. Dabei gehe es darum, wo das Management von Computer Modelling einen Mehrwert liefern könne, um die Akquisition wachsen zu lassen. Das Unternehmen erfüllt viele meiner Kriterien und bleibt daher auf der Investigation List. Einzige die Bewertung hat die zukünftigen Wachstumsaussichten derzeit vorweggenommen, weshalb ich den Verkauf der Aktie empfahl. **Über die mehr als zweijährige Haltedauer erzielte unser Fonds eine annualisierte Rendite von + 40,7% per annum (IRR-Methode) mit Computer Modelling.**

Die Nachfrage nach Medizintechnikgeräten zur kosmetischen Behandlung von **InMode** kam nach einem starken Anstieg in den Vorjahren kürzlich deutlich unter Druck. Zum einen sind die Leasingkosten für Ärzte aufgrund des höheren Zinsumfeldes gestiegen. Zum anderen prüfen die Leasinggeber länger die Bonität der Ärzte als dies vor kurzem noch der Fall war. InMode verfügt zwar über freie Liquidität von USD 700 Mio. Das Management konnte allerdings nicht verständlich erläutern, wie es diese freien Mittel strategisch einsetzen möchte. Daher empfahl ich im Januar 2024 nach gut einem Jahr Halteperiode den Verkauf der Position. **Über die Laufzeit ergab sich bei der gering gewichteten Position eine annualisierte Rendite von - 28,3% per annum (IRR-Methode).**

Prodways kann zwar als einer der wenigen börsennotierten 3D Druckeranbieter weiterhin profitabel wirtschaften. Das Wachstum ist allerdings weit hinter den ursprünglichen Erwartungen zurückgeblieben. Das hat zum einen hausgemachte Ursachen, da Prodways z.B. die Schmuckproduktion per 3D Druck wieder aufgeben musste. Vor allem blieb die Nachfrage nach der Moving Light Technologie z.B. für die Produktion von Zahnkorrekturschienen hinter den Erwartungen zurück, was das Management veranlasste die Umsatz- und Ertragsaussichten mehrmals nach unten anzupassen. Gleichzeitig kommt aber die Industrie bei der Implementierung der additiven Fertigung nur langsam voran. Das hängt zum einen an dem Fehlen einheitlicher Standards und auch an der komplizierten Integrierung der additiven Fertigung in vorhandene Produktionsprozesse. Meine ursprüngliche Investmentthese ist bei Prodways nicht aufgegangen, weshalb ich bis März 2024 den Abverkauf der Position empfahl. **Über die Laufzeit seit dem Erstinvestment im Juli 2021 ergab sich bei der Position eine annualisierte Rendite von – 13,0% per annum (IRR-Methode).**

Bei **Signify** empfahl ich den Verkauf, da sich bei unseren neuen Investments in Hinblick auf erwartetes Wachstum, Profitabilität und Kapitalrentabilität attraktivere Optionen auftaten. **Über die kurze Haltedauer von Oktober 2023 bis Januar 2024 erzielte unser Fonds eine annualisierte Rendite von + 97,1% per annum (IRR-Methode).**

Bitte zögern Sie bei Rückfragen nicht auf mich zuzukommen. Der nächste Investorenbrief erscheint im Januar 2025. Darin werde ich wie zu jedem Jahresende detailliert die Entwicklung unserer Unternehmen vorstellen.

Zwischenzeitlich darf ich auf meine Monatskommentare verweisen.

Herzliche Grüße aus Traunstein

Benedikt Olesch, CFA

Rechtliche Hinweise:

Die Anlageberatung und Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpIG) erbringen wir als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 3 Abs. 2 WpIG ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg (NFS). Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG. Unsere Tätigkeit bei der Anlageberatung und Anlagevermittlung wird der NFS zugerechnet. Dies ist eine Marketingmitteilung. Sie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Bitte lesen Sie vor einer Anlageentscheidung die verbindlichen Verkaufsdokumente, die Ihnen Ihr Berater oder der jeweilige Emittent auf Anfrage zur Verfügung stellt. Frühere Wertentwicklungen lassen nicht auf zukünftige Renditen schließen. Wertpapiergeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken, insbesondere dem Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals, behaftet. Diese Marketingmitteilung unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben.