

Aktionärsbrief Nr. 4 - Dezember 2021

Verehrte Aktionäre der ConValue SE,

wir freuen uns, Ihnen zum Ende des Jahres 2021 einen ersten Überblick über die Geschäftsentwicklung geben zu dürfen.

Nach Abschluss der Kapitalerhöhung mit einem Nettobetrag von **gut 17 Mio. Euro** – an der Sie ja zusammen mit rund 80 weiteren Aktionären teilgenommen haben – wurden **Mitte Mai 2021** die ersten Investments getätigt. Diese zu finden war bzw. ist „**simple but not easy**“ wie Warren Buffett schon vor 40 Jahren konstatierte.

Der DAX befand sich – ebenso wie viele andere Indizes – im Mai 2021 mit ca. 15.600 Punkten auf seinem **All Time High** und war in den zurückliegenden 12 Monaten bereits um **50% gestiegen** (Seitdem ging es übrigens (nur) noch um weitere 2,5% hinauf). COVID-19 (damals noch die Delta-Variante) war noch immer in aller Munde (no pun intended). Dazu stiegen die Ölpreise genauso wie die Inflationserwartungen, Unternehmen waren weltweit mit Lieferengpässen konfrontiert und die Aussichten für die Bundestagswahl waren unsicher. Es gab und gibt sicherlich angenehmere Zeitpunkte, um mit dem Aufbau eines soliden Portfolios zu beginnen.

Folgerichtig haben wir angesichts der unübersichtlichen Lage den Portfolioaufbau auch **bewusst zeitlich gestreckt**.

Unser Investment-Ansatz folgt dabei der Strategie „**Fokussierung bei Einzelaktien kombiniert mit einer Diversifikation bei der Fondsanlage**“ bei einem mittleren bis langfristigen Anlagehorizont. Wir gehen davon aus, dass die ConValue SE angesichts des limitierten Eigenkapitals vorerst nur eine Nischenposition bei der Mehrzahl ihrer Aktionäre einnimmt. Daher wird beim Aufbau des ConValue-Portfolios besonderer Wert daraufgelegt, Aktien und Fonds zu erwerben, zu welchen unsere Aktionäre im Normalfall keinen Zugang haben.

In der Summe ist das Anlagekonzept 2021 auch bereits aufgegangen. Die **Standardabweichung** in der Einzelentwicklung der verschiedenen Aktien ist im Vergleich zur Gesamtentwicklung des Portfolios allerdings **etwas höher**, als wir es uns wünschen würden.

Aktienanlagen

Mit einem Engagement bei der im Rahmen eines IPO erworbenen schwedischen **Profoto AB** wurde in fünf Monaten eine unerwartet hohe Rendite von **über 70%** realisiert.

Auch der (Buch-)Wertzuwachs von mehr als 80% der mehrheitlich indirekt über eine Wandelanleihe gehaltenen Beteiligung **Lloyd Fonds AG** ist sehr erfreulich. Mit Blick auf den weitgehend umsatzlosen „Handel“ der Wandelanleihe sowie einer recht volatilen Kursentwicklung ist der aktuelle Wertzuwachs bei der **Lloyd Fonds AG** zwar erfreulich, aber bislang eine eher theoretische Betrachtung.

Mit einer anfänglichen Portfoliogewichtung von **ca. 8%** ist auch das Ende November 2021 eingegangene Engagement bei der **Corestate Capital Holding SA** von wesentlicher Bedeutung.

Substantiell ist auch die im Dezember 2021 aufgebaute Position eines an der **Euronext Dublin gelisteten Unternehmens aus dem Konsumgüterbereich**. Im „**fact finding**“ arbeiten wir hier eng mit einem versierten Netzwerkpartner zusammen, der uns bei diesem Engagement um Vertraulichkeit gebeten hat.

Interessant könnte auch die neue norwegische Fährschiff-Reederei **Havila Kystnuten AS** werden, eine Anlageidee die uns auch von einem versierten Geschäftspartner vorgestellt wurde. Hier gab es allerdings Verzögerungen bei der Lieferung der (insgesamt vier) modernen Fährschiff-Neubauten – was den Start des Geschäftsbetriebs verzögert und den Aktienkurs gedrückt hat.

Negativ wirkt sich auch der Abschreibungsbedarf auf unseren Aktienbestand bei der **Bauer AG** (Spezial-Tiefbau) aus. Die beim Ortsbesuch am Firmensitz im bayerischen **Schrobenhausen** vom Vorstand erhaltenen Informationen über die Unternehmensentwicklung wurden im Rahmen der jüngsten Guideline-Anpassung nicht bestätigt.

In der Summe waren auch unsere Beimischungen wie **Porsche, VW** und **Klößner** wenig glücklich. Hier ist es zu Abschreibungen bzw. realisierten Verlusten von gut 100.000 Euro gekommen. Interessanterweise handelt es sich bei den fälligen Abschreibungen durchweg um Unternehmen, die eine besonders niedrige Unternehmensbewertung aufweisen.

Fondsanlagen

Wie schon bei unserer Aktionärsansprache im Rahmen der Kapitalerhöhung dargestellt, werden wir grundsätzlich einen bedeutenden Teil des Portfolios in ausgesuchte Aktienfonds investieren. Zu Recht mögen Sie unsere Intention dafür in Frage stellen. Wir werden an anderer Stelle dazu noch einmal ausführlich Stellung nehmen. Wesentlich sind zwei Aspekte:

Die Geschäftsmodelle von (Aktien-)Gesellschaften und ihre Bewertung haben sich in den letzten 15 Jahren entscheidender verändert als in den 50 Jahren zuvor. Die Beurteilung und Bewertung dieser Veränderungen (Kernpunkte **Digitalisierung** und **Disruption**) lassen sich nach unserer Überzeugung nicht mehr mit den traditionellen Analysemethoden bewältigen. Hierzu bedarf es Spezialisten mit grundlegenden Kenntnissen für einzelne Marktsegmente und Industrien. Zu diesen Spezialisten gehören wir mit Sicherheit nicht – **und nichts ist gefährlicher als „Halbwissen“ bei Anlageentscheidungen.**

Um gleichwohl an den – mitunter sehr aussichtsreichen – Unternehmen beteiligt sein zu können, beteiligen wir uns an Fonds, von denen wir glauben, dass der oder die jeweiligen Fondsmanager/innen in der Lage sind, in ihren Spezialsegmenten einen Mehrwert zu erzielen. Diese Fonds-Selektion ist eine anspruchsvolle Aufgabe, die viel Erfahrung und zudem einen intensiven Gedankenaustausch mit den jeweils Verantwortlichen erfordert. Sollten wir hierbei erfolgreich sein – und dafür gibt es einige Anzeichen – profitieren davon auch die ConValue-Aktionäre.

Als durchaus geschätzter Gesprächspartner auf „Augenhöhe“ entstehen aus diesen Verbindungen – wie dargestellt – auch potentiell attraktive Anlagemöglichkeiten.

Wer sich näher mit den veränderten Realitäten im Aktienmarkt befassen möchte, dem sei der folgende Podcast empfohlen – 50 Minuten, die sich in jedem Fall lohnen.

Howard Marks and Chris Goulakos on Tech Disruption and Value Investing

<https://moiglobal.com/latticework-2021-chris-goulakos-howard-marks/>

Die größten Portfolio-Positionen (gewichtet)

- Corestate Capital Holding SA
- Lloyd Fonds AG (Wandelanleihe 2020-2024 & Aktien)
- n.n. (Konsumgüter, Börse Dublin)
- MLP SE
- Porsche Vz.
- Havila Kystruten AS
- Bauer AG
- 16 Aktienfonds (Investitionsvolumen ca. 5,8 Mio.)

Liquidität

Zum Jahresende 31. Dezember 2021 wird die Liquidität der Gesellschaft bei rund **4,7 Mio. Euro oder 27% des anfänglichen Eigenkapitals** liegen. Eingerechnet ist dabei das Eigenkapital von 1 Mio. Euro bei einer neu gegründeten „Mantel-AG“.

Jahresergebnis

Das Jahresergebnis 2021 inklusive aller operativer Kosten und Abschreibungen dürfte etwa eine „schwarze Null“ erreichen. Die stillen Reserven sollten **1,0 Mio. Euro** übertreffen.

Kapitalerhöhung

Aufgrund verschiedener Anfragen wird der Aufsichtsrat im 1. Quartal 2022 entscheiden, ob den Aktionären eine Kapitalerhöhung um ca. 15% - 20% der ausstehenden Aktien angeboten werden soll.

Ausblick

Grundsätzlich sind wir mit dem Start der Gesellschaft zufrieden – im kleinen Kreis würden wir es wohl noch etwas positiver ausdrücken. Das ist aber bekanntlich nicht mehr als eine Momentaufnahme. Unsere jahrelange Erfahrung hat uns gelehrt, dass „Glück“ und „Können“ im Aktienmarkt nicht sauber getrennt werden können und der Erfolg ein flüchtiger Begleiter ist.

Sehr schön hat das **Daniel Kahnemann** auf den Punkt gebracht:

„A major industry appears to be built largely on an illusion of skill [...] The evidence from more than fifty years of research is conclusive: for a large majority of fund managers, the selection of stocks is more like rolling dice than like playing poker.“
Daniel Kahneman, Thinking, Fast and Slow

Mit herzlichen Grüßen

Dr. Olaf Hein

Vorstand ConValue SE