

Sehr geehrte Aktionäre, sehr geehrte Geschäftsfreunde,

im letzten Geschäftsjahr fiel unser Nettovermögen je Aktie um 12 % (wie der DAX). Gut die Hälfte des Rückganges entfiel auf die russische Online Bank Tinkoff, deren Handel wegen des Einmarsches der Russen in der Ukraine ausgesetzt wurde. Zum Jahresende mit EUR 3 bewertet, hatten wir EUR 7,5 Mio. für EUR 17 je Aktie investiert. Ende 2021 war der Bestand noch EUR 33 Mio. wert. Der für 2022 prognostizierte Nettogewinn von Tinkoff liegt bei EUR 4,5 je Aktie – derzeit dürfen aber keine Dividenden an Nichtrussen gezahlt werden.

Im Jahr 2022 erzielten wir EUR 14 Mio. Gewinn aus Aktienverkäufen und EUR 15 Mio. Dividendenerlöse (davon EUR 5 Mio. als Sachdividende in Aktien). EUR 18 Mio. legten wir neu in Aktien an und kauften 66.839 eigene Aktien für EUR 5,3 Mio. zurück. Aufgrund der Kursrückgänge reduzierte sich unsere Aktienquote leicht auf 76 % (von 78 %).

Wir spendeten EUR 2,3 Mio. für verschiedene Stiftungen, die die Aus- und Weiterbildung in Afrika fördern, darunter Raising the Village, Ubongo, Educate!, Smartstart und Kidogo.

Die folgende Übersicht zeigt die Entwicklung unserer größten Positionen im vergangenen Jahr:

	Dec 21	Dez 22	YTD Δ
Japan	30	23	-24%
Indien	75	79	6%
Berkshire	20	22	12%
Brederode	24	18	-26%
Ryman	13	7	-48%
Inv. AG TV	20	3	-87%
Summerset	21	14	-34%
TCS Group	33	1	-96%
Grupo Catalana	12	14	15%
Fairfax	20	25	26%
Core Portfolio	268	206	-23%
Other Stocks	115	118	3%
Xetra Gold	41	42	3%
Cash	55	50	-9%
Operating Companies	10	10	0%
Total Portfolio	490	426	-13%
per Share	103	90,7	-12%
Buy-backs cum (p.a.)	2,1	5,3	
DAX	15.885	13.924	-12%

Unsere größte Einzelposition ist mit EUR 30 Mio. (7 % des Portfolios) der indische Finanzdienstleister IIFL Finance, der Kredite an den Mittelstand vergibt. Die Ausfallrate liegt aufgrund der geringen Kreditquote in Indien (die Bank kann sich die Kunden noch aussuchen) bei lediglich 1,3 % und die Nettozinsmarge beträgt 8 %. Die Kapitalrendite von 18 % ließe sich durch eine höhere Verschuldung noch steigern: die Eigenkapitalrate beträgt knapp 20 % (die Deutsche Bank hat 4,5 %). Viele der 3.600 Kreditfilialen befinden sich noch im Anlauf. Die Quote der Sachkosten liegt bei 42 % und ist noch verbesserungsfähig. Der Nettogewinn stieg in den letzten 10 Jahren um 19 % im Jahr und der Aktienkurs entspricht dem 14-fachen des Nettogewinnes.

Mit EUR 25 Mio. ist Fairfax International der zweitgrößte Einzelwert (6 % des Portfolios). Prem Watsa, der den kanadischen Versicherer seit vielen Jahren führt, ist als Value Investor gut mit Berkshire Hathaway vergleichbar. Der Float (Versicherungsprämien) macht das 2-fache der Marktkapitalisierung aus. Dank der geringen Schadensquote und Sachkosten (in den letzten 5 Jahren nur 96,5 %) ist der Float schon ohne die Anlage der Mittel profitabel. 3,5 % Rendite aus der Anlage kommen noch hinzu. Entsprechend wuchs der Buchwert je Aktie in den letzten 5 Jahren um 10,5 % - zusammen mit der Dividende von 1,7 % ein Plus von 12,2 % p.a. Wir erwarten, dass die Rendite aufgrund der höheren Zinsen eher noch steigen wird. Hinzu kommen interessante Finanzanlagen zum Beispiel in Indien (u.a. Bangalore Flughafen, IIFL Finance).

Weitere Finanzbeteiligungen mit Float sind die Versicherer Berkshire (5 % des Portfolios) und Catalana Occidente (3 %). Berkshire notiert mit dem 1,5-fachen des Buchwertes. Dieser wuchs in den letzten 5 Jahren um 8 % bzw. um 9,5 % in 10 Jahren. Der Rückkauf eigener Aktien mangels passender Kaufgelegenheiten (11 % der Aktien in 3 Jahren) half dabei. Bei dem Versicherer Catalana Occidente besteht knapp die Hälfte des Geschäftes (43 %) aus dem Kreditversicherer Atradius, der Nummer 2 im Oligopol der Kreditversicherer (zusammen mit Euler Hermes und Coface). Entsprechend hoch ist die Marge im Versicherungsgeschäft. Das Combined Ratio (Summe aus Schadensquote und Vertriebskosten) beträgt 90 %, weltweit unter den Versicherern ein führender Platz. Ohne Kreditversicherung würden viele Firmen nur mit Vorkasse liefern, da sich der Lieferant in der Regel den Zahlungsausfall der Kunden nicht leisten kann. Der Stellenwert für die Sicherung des Handels ist auch den Regierungen in Europa klar, die gleich zu Beginn der Corona-Krise für Zahlungsausfälle der Kunden bürgten.

Leider verdiente Catalana mit der Anlage des Floats nichts, da dieser den europäischen Vorschriften entsprechend zu rund 90 % in festverzinsliche Wertpapiere angelegt wird. Da der Float rund dem vierfachen der Marktkapitalisierung entspricht, erhöht sich der Gewinn je Aktie mit steigenden Zinsen überproportional. Kurzfristig führt der Zinsanstieg zu Kursverlusten bei den Wertpapieren und einem fallenden Buchwert. Da die Papiere in der Regel bis zum Ende der Laufzeit gehalten werden, findet später die Wertaufholung statt. Das sich

mehrheitlich im Familienbesitz befindende Unternehmen steigerte den Buchwert in den letzten 5 Jahren um 7,5 % - hinzukommt die Dividende von 3,2 %. In den letzten 10 Jahren stieg der Buchwert dank der damals höheren Zinsen um 12 %. Trotz der attraktiven Rendite notiert das Unternehmen knapp unter dem Buchwert.

Die Kurse der beiden Altenheimbetreiber Ryman Healthcare und Summerset (zusammen 5 % des Portfolios) litten stark unter der Angst der Anleger, dass sich die steigenden Zinsen in Neuseeland negativ auf den Immobilienmarkt und den Verkauf von Wohnheimplätzen auswirken könnte. Von einer Absatzkrise ist noch nichts zu spüren, da die Warteliste nach wie vor lang ist für die attraktiven Plätze. Allerdings dauert es länger, bis die alten Menschen ihre Wohnimmobilie verkauft haben, um damit die Anwartschaft für den Altenheimplatz zu erwerben. Nach dem Ableben der Bewohner wird dieser abzüglich (bis zu) 20 % zurückgezahlt. Mit diesem Float wird der Ausbau weiterer Wohnungen finanziert und der Betreiber profitiert von dem Anstieg des Preises der Anwartschaft. Der Buchwert bei Summerset stieg in den letzten 5 Jahren um jährlich 27 %, hinzu kommt eine Dividende von 2 %. Trotzdem notiert Summerset nur zum einfachen des Buchwertes und Ryman zum 0,7-fachen. Bei Ryman betrug der Anstieg des Buchwertes in den letzten 5 Jahren 15 % und die Dividendenrendite lag bei 4 %.

Betrachtet man unser Wertpapierportfolio von EUR 324 Mio. als eine Firma, dann entspricht die Bewertung dem 9-fachen des Netto-Ergebnisses - bei 10,7 % Gewinnwachstum in den letzten 5 Jahren und einer Eigenkapitalrendite von 12,6 %. Die 40 Dax Unternehmen notieren mit einem KGV von im Mittel 17,6 doppelt so hoch - bei 6,4 % Gewinnwachstum in 5 Jahren und einer Eigenkapitalrendite von 11,4 %. Zusätzlich zahlen unsere Unternehmen im Mittel 3,6 % Dividende, bei den DAX Unternehmen sind es 3 %.

Dass Aktien einen guten Schutz vor Inflation bieten können, zeigt das Beispiel unserer türkischen Aktie Agesa. Obwohl sich der Kurs der Lira in den letzten zwei Jahren fast gedrittelt hat, haben wir mit der Aktie einen Wertzuwachs erzielt. Um sich vor der Inflationsrate von über 80 % zu schützen, kaufen die Türken Sachwerte, wozu auch Aktien gehören. Zunächst führte die Flucht der ausländischen Kapitalanleger zu einem starken Kursrückgang, von dem sich die Aktie dank der inländischen Nachfrage dann wieder erholte. Trotz eines Gewinnwachstums von 55 % p.a. in den letzten 5 Jahren, notiert die Aktie mit einem KGV von 9,5 recht günstig.

Was haben wir letztes Jahr falsch gemacht?

In der Spitze machte die russische Tinkoff Bank 8 % unseres Portfolios aus und die Aktie notierte dank der hohen Wachstumsraten zum 28-fachen des Gewinnes. Trotzdem hätten wir hier zumindest einen Teil der Aktien verkaufen müssen, da die Allokation gemessen am Länderrisiko eindeutig zu hoch war.

Steigende Inflationssorgen und geringe Investitionen der letzten Jahre führten bei uns zu der Einschätzung, dass die Rohstoffpreise stärker steigen werden. Wir beschlossen, 10 % unser Mittel in Rohstoffproduzenten zu investieren. Außer Lundin Energy fanden wir aber keine guten Kapitalallokatoren. Ansonsten gingen wir nur kleine, riskantere Wetten ein, wie den Weltmarktführer für Uran Kazantom aus Kasachstan. So investierten wir zu wenig. Erst spät begannen wir in ETF's von Produzenten zu investieren. Insofern verpassten wir weitgehend den Kursanstieg der Rohstoffproduzenten.

Das Schlimmste beim Investieren sind die verpassten Chancen. Dazu gehörten bei uns im letzten Jahr (Transfer-) Wise und Booking. Wir warteten auf noch stärkere Kursrückgänge und verpassten so im letzten Jahr den Einstieg zu attraktiven Konditionen.

Wir schätzen Offenheit und freuen uns über Ihre Anregungen und Verbesserungsvorschläge. Für Transaktionsvorschläge sind wir jederzeit dankbar.

Mit freundlichen Grüßen



Reimar Scholz
Vorstand