

f3x capital

Investor Letter 19
Dezember 2021

f3x capital GmbH
Ostparkstraße 11
60314 Frankfurt am Main

e hello@f3x.capital
w www.f3x.capital
l www.linkedin.com/company/f3xcapital
t 0049 69 46 9399 46

1.Intro	2
2.Fund Snapshot	3
3.Reporting & Events	4
4.Exits & Entries	5
5.Outro	8

INTRO

Im letzten Quartal 2021 ist global sowohl politisch als auch wirtschaftlich betrachtet viel passiert. Deutschland wird neuerdings von einer Ampel regiert, die die Chance hat, viel angestauten Fortschritt freizusetzen. Russland lässt vor der Ukraine die Muskeln spielen, damit die Schröder-Pipeline auch sicher live gehen kann. Nach dem die FED sich überlegt hat, dass die Inflation doch nicht rein vorübergehender Natur ist, werden in den USA bis zu drei Leitzinserhöhungen für 2022 erwartet. In diesem Zuge beobachteten wir in jüngster Vergangenheit starke Korrekturen bei Wachstums- bzw. Technologie-Aktien. Der ARK Innovation ETF bspw. korrigierte über das Jahr 2021 hinweg um 25%.

Überhaupt fühlen sich die Aktien-Indizes sowohl in den USA als auch in Deutschland nicht so marktrepräsentativ an, wie sie es sollten. Im S&P500 machen die MAMAA (Meta, Amazon, Microsoft, Apple, Alphabet) Aktien knapp 25% des Index aus, der somit durch ihre starke Performance getragen wird. Dies liegt nicht ausschließlich an der wirtschaftlichen Situation der Unternehmen, sondern auch an markttechnischen Gründen. Im Rausch von ETFs und Themenfonds landen unabhängig von der inhaltlichen Ausgestaltung immer wieder die gleichen Grundbausteine in den Portfolios. Im US Vegan Climate ETF bspw. finden sich in den Top-10 Positionen NVIDIA, Alphabet und Tesla. Es ist fast so, als wären die großen bekannten Tech-Titel so etwas wie ein „Store of Value“ für ETFs – wie Gold und Staatsanleihen für Mischfonds. Die Regulatorik pirscht sich aber langsam an die großen Spieler heran – in Europa bereits seit längerem, seit neuestem jedoch auch in den USA. Apples 30% „Steuer“ im App-Store wurde im Zuge des „Apple vs. Epic“ Urteils aufgeweicht. Damit ist das größte Risiko für globale Anleger zugleich das Halten von MAMAA & Co. (Anti-Trust) wie auch das Nicht-Halten von MAMAA & Co. (Underperformance).

Der Fonds wurde zum 1. Januar 2022 von „CCA European Opportunities UI“ in „f3x euroflex“ umbenannt. Wir freuen uns nun unter dem neuen und eleganteren Namen zu operieren. Einen Fonds umzubenennen, dauert leider ein wenig länger als eine normale GmbH. Daher kann es noch eine Weile dauern, bis alle Banken, Broker und Online-Portale die Änderung „verarbeitet“ haben.

Im abgelaufenen Quartal korrigierte der Fonds um 6,9%, was im Wesentlichen durch zwei Positionen verursacht wurde, die noch recht neu bzw. im Aufbau sind. Der MSCI Europe Small Cap Index hingegen stieg um 2,3% im letzten Quartal 2021. Im Gesamtjahr erzielte der Fonds eine Rendite von +4,5% nach allen Kosten. Damit lag er 2021 schwächer als der MSCI Europe Small Cap Index, der das Jahr mit 12,5% abschloss. Die Underperformance des Jahres 2021 entstand demnach hauptsächlich im letzten Quartal 2021 und lässt aufgrund des kurzen Zeitraums noch keine inhaltlichen Rückschlüsse zu. Auffällig war außerdem, dass der Index vom 20. bis zum 30. Dezember noch einmal um 6,6% zulegte, was höchstwahrscheinlich an „Window Dressing“ und „Benchmark-Hugging“ liegt, wovon ein Fonds mit einem so hohen „Active Share“ wie der f3x euroflex nicht profitiert.

Die operativen Potenziale in unseren Beteiligungen sind enorm und wir blicken optimistisch auf die kommenden Monate und das Jahr 2022.

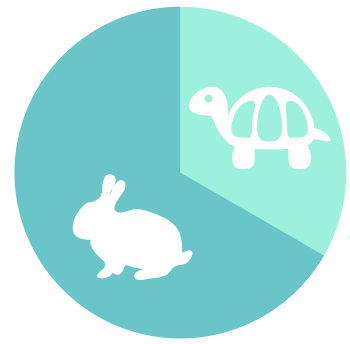
	Jahr	2017	2018	2019	2020	2021
Performance aller	S-Klasse	5,7%	-22,0%	23,9%	16,1%	4,4%
Anteilsklassen seit Auflage	R-Klasse	5,0%	-22,6%	23,6%	14,9%	3,4%
	I-Klasse	-	-18,0%	24,0%	15,5%	3,7%

17

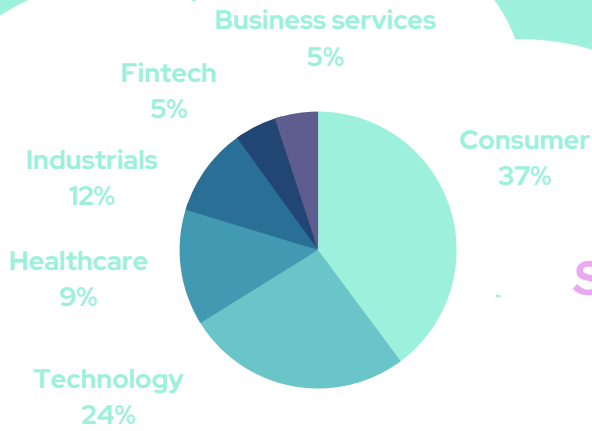
Kernpositionen

Stil

Growth
63%



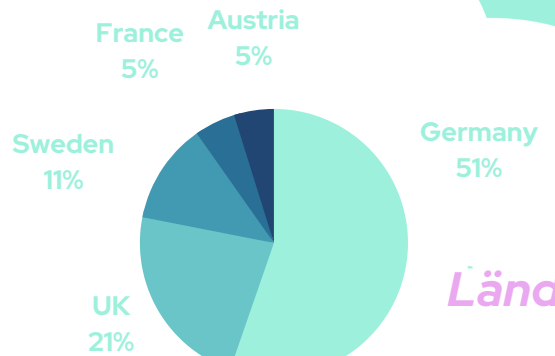
Value
29%



Sektoren

2,0
Ø Market Cap
in €Mrd.

16,6%
Ø Umsatz CAGR
2020-2023



Länder

Top 10 Positionen

Firma	Gewicht	Geschäftsmodell
Modern Times Group MTG AB	7.5%	E-Sports Liga und Mobile Gaming Entwickler
SLM Solutions Group AG	7.5%	Hersteller von 3D-Druckern
Veganz Group AG	6.0%	Vegane Lebensmittel
Vita 34 AG	5.7%	Nabelschnurblutbank
ADVA Optical Networking SE	5.5%	Netzwerkinfrastrukturkomponenten
M1 Kliniken AG	5.4%	Praxiskette für ästhetische Medizin
Vossloh AG	4.8%	Schienen- und Bahnkomponenten
Moonpig Group plc	4.7%	Grußkarten e-commerce
Fabasoft AG	4.7%	Verwaltungssoftware
Naked Wines plc	4.7%	DTC Weinclub in UK und USA

REPORTING & EVENTS VON PORTFOLIOUNTERNEHMEN

PBKM / Vita34

Im Investor Letter 17 vom 6. Juli 2021 wiesen wir bereits auf die anstehende Kombination der beiden wichtigsten Nabelschnurblutbanken Europas hin. Am 7. Dezember wurden dem Fonds dann endlich 1,3 Vita34 AG Aktien je PBKM Aktie eingebucht. Damit entsteht ein pan-europäisches Biotechnologie-Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von EUR 240 Mio. Wir erwarten weitere spannende Nachrichten aus unserer Vita34 Beteiligung über das Jahr 2022, bzgl. strategischer Positionierung, Besetzung der Organe sowie M&A.

Modern Times Group (MTG)

Gleich zu Beginn des abgelaufenen Quartals gibt die MTG ohne Angabe von Gründen bekannt, dass der für den 7. Dezember 2021 geplante Kapitalmarkttag auf das erste Quartal 2022 verschoben wird. Es mutet nach strategischer Neuausrichtung an, was wiederum nach einem Versuch aussieht, dem Kapitalmarkt den großen Konglomerats-Discount auf die „Sum-of-the-Parts“ Bewertung zu verdeutlichen.

Vossloh

In ihrem Bericht zum dritten Quartal 2021 kommuniziert Vossloh das kleine, aber bedeutungsvolle Detail, dass eine ihrer Fräsmaschinen zur Instandhaltung von Gleisen erstmals bei einer amerikanischen Class 1 Gütertransporteisenbahn eingesetzt wurde. Für Vossloh könnte dies ein wichtiger Steigbügel für die Erschließung des amerikanischen Marktes sein. Es gibt nur fünf Class 1 Betreiber in den USA. Es handelt sich also um eine Oligopolsituation. Sollte Vossloh zufriedenstellend arbeiten, ist es wahrscheinlich, dass sich die Wettbewerber des ersten Class 1 Kunden ebenfalls auf die hohe Service-Qualität von Vossloh „upgraden“ wollen. Berkshire Hathaway ist übrigens der Eigentümer der größten Class 1 Gesellschaft namens BNSF. 50% von Vossloh stehen über die Erbgemeinschaft von Heinz Hermann-Thiele theoretisch zur Disposition.

PERFORMANCETREIBER

2021 Q4
in Basispunkten zum NAV

TOP CONTRIBUTORS

Moonpig	+94
ADVA	+66
M1 Kliniken	+25
Bitcoin Group	+20
Veganz	+19

TOP DETRACTORS

THG	-206
undisclosed	-202
init	-129
MTG	-106
ASOS	-69

EXITS

Im abgelaufenen Quartal verkauften wir eine Position vollständig.

JDC Group

Wir verabschieden uns von der Softwareplattform für Versicherungs- und Finanzmakler. Nachdem wir 2018 ein erstes Engagement aufbauten und im Corona-Crash auf ca. 2% des Fonds aufstockten, wuchs die Aktie im Jahr 2021 etwas über sich selbst hinaus. Das prognostizierte Umsatzwachstum von 10-15% ist nicht unattraktiv, steht aber einer stark angestiegenen Bewertung gegenüber. Nachdem die Aktie im Jahr 2021 eine Rendite von knapp 160% eingefahren hat, wird das Unternehmen nun mit dem knapp 7-fachen des Bruttogewinns für das Jahr 2022 gehandelt. Der Bruttogewinn ist die relevante Größe, da der Großteil des Umsatzes eher als „Außenumsatz“ zu klassifizieren ist. Zum Vergleich: SaaS-Unternehmen im Gesundheitsbereich handeln in Deutschland zurzeit im Bereich 4-5x des Umsatzes, haben bereits einen höheren Skalierungs- und Profitabilitätsgrad erreicht und wachsen nur leicht schwächer zwischen 7-10%. Mit dem Verkauf der Position realisieren wir einen „3x-Trade“, der insgesamt 417 BP zur Fondsperformance beigetragen hat.

ENTRIES

Dieses Quartal stellen wir zwei neue Kernpositionen vor.

#1 Veganz Group

Die vielleicht spannendste vegane Lebensmittelmarke aus Deutschland ist am 10. November 2021 an die Börse gegangen. Wir kennen das Unternehmen seit 2014 als Kunde und verfolgen die wirtschaftliche Entwicklung seitdem genau. Dementsprechend erhielten wir eine hohe Zuteilung im Rahmen des Börsengangs. Nachdem das Unternehmen hauptsächlich mit seinen rein veganen Supermärkten bekannt geworden war, entschied Gründer und CEO Jan Bredack sich dazu, sich auf das reine Markenproduktgeschäft zu konzentrieren. Die Palette von ca. 120 Produkten, die vom veganisierten „Yogurette“-Klon bis zum veganen Thunfisch reicht, finden sich in ALDI, LIDL und Rewe Filialen. Alle Einzelhändler entdecken das Thema pflanzenbasierte Ernährung für sich. Veganz hat eine starke Marke in der „Szene“ aufgebaut und nutzt diese, um intelligent in den Mainstream vorzudringen.

Die Innovationspeerspitze von Veganz ist Jan Bredack selbst. Er beschäftigt sich gerne mit Lebensmitteln und weiß, welche Geschmäcker, Aromen und Texturen er vermisst, seit er sich vegan ernährt. Diese weißen Flecken versuchte er mit Veganz zu bedienen. Mit so einem unternehmerischen Herzblut kann keine Marktforschungsabteilung eines Konsumgüterkonzerns mithalten.

Dem Unternehmen gelingt es bereits erste Lizenzvereinbarungen für Produkte abzuschließen. Im Zuge des Börsengangs zu 87€ je Aktie sammelte das Unternehmen EUR 48 Mio. ein und verfügt heute über eine Marktkapitalisierung von EUR 110 Mio.

Bredack selbst hält 18% und hat einen Lock-Up von drei Jahren (!!!) nach dem Börsengang unterzeichnet, was weit oberhalb der Norm ist. Im Jahr 2022 erwarten Analysten für Veganz einen Umsatz von EUR 40 Mio. bei einem operativen Verlust (EBIT) von EUR 4 Mio.



Sektor

Consumer

Land

Deutschland

Marktkapitalisierung

EUR 110 Mio.

Gewicht

6,0%

Stil

Growth

Umsatz LTM

EUR 30 Mio.

Umsatz CAGR

2020 - '23

37%

#2 Moonpig

Im abgelaufenen Quartal bauten wir eine Position bei diesem ganz besonders nischigen Unternehmen auf. Moonpig (Ticker: MOON) spezialisiert sich auf das Thema „Schenken“ und wurde im Jahr 2000 von einem Briten namens Nick Jenkins gegründet. Der Firmenname ist Jenkins Spitzname aus der Schulzeit. Über die Moonpig App lassen sich Grußkarten erstellen, die physisch von der hauseigenen Druckerei an den Empfänger geschickt werden. Insgesamt stehen 33.000 Designs mit zahlreichen Personalisierungsoptionen zur Verfügung. Moonpig ist der eindeutige Marktführer in England und den Niederlanden, wenn es um das Thema digitale Postkarten geht, mit Marktanteilen von 60% respektive 65%. Der durchschnittliche Moonpig Nutzer verschenkt 24 Grußkarten pro Jahr, davon nur drei via Moonpig. Der Digitalisierungsgrad von Grußkarten ist noch äußerst gering und liegt in England bei 10%. Moonpig hat das Spiel also gewonnen, bevor es überhaupt losging.

Hinter der App steckt eine mächtige Datenbank, die mit jeder verschickten Grußkarte besser darin wird, seinen NutzerInnen vorzuschlagen, wann es einmal wieder angebracht wäre, ihrer Mutter eine Karte und - das ist der Clue - Blumen zu schicken. Neben dem Verschicken von Karten bietet Moonpig nämlich auch die sogenannte „Gift-Attach“ (Geschenke anhängen) Funktion an. Über Partner kann Moonpig also nicht nur Karten, sondern auch Blumen, Weinflaschen und vieles mehr zustellen. Der Geschenkemarkt ist non-trivial. Nach mittlerweile einigen Jahren e-commerce Transformation hat sich immer noch keine Adresse herauskristallisiert, auf die man bei Ideenlosigkeit zurückgreifen kann. Moonpig ist ein heißer Kandidat hierfür. Der Umsatz für das Geschäftsjahr 2021/2022 wird mit GBP 285 Mio. etwa 65% höher liegen als im Pre-Corona-Jahr 2019/2020. Mittelfristig strebt das Unternehmen Wachstumsraten um die 15% an. Das Unternehmen erwirtschaftet eine EBIT Marge von knapp 20%, welche mittelfristig gehalten werden soll. f3x steigt auf Basis des Kalenderjahrs 2022 zu einer Bewertung von 18x EBITDA oder 23x EBIT ein.

Heute wird Moonpig von einem ehemaligen Rocket Internet-Mitarbeiter namens Nickyl Raithatha geleitet, der dem Unternehmen einen hervorragenden Spirit mit Bestwerten bei Mitarbeiterzufriedenheit und Frauen in Führungspositionen eingehaucht hat. Neben der finanziellen Leistung macht das Unternehmen auf sozialer Ebene also einiges richtig. Die einzige Frage, die offen bleibt: Wieso hat Reddit diesen Ticker noch nicht für sich entdeckt?

Sektor

Consumer

Land

Großbritannien

Marktkapitalisierung

GBP 1,3 Mrd.

Gewicht

4,7%

Stil

Growth

Umsatz LTM

GBP 354 Mio.

Umsatz CAGR 2020 - '23

-1,0%

OUTRO

In der Gemengelage aus Inflation und Leitzinserhöhung wird von KapitalmarktstrategInnen wieder einmal das Thema Value vs. Growth, Zyklisch vs. Technologie, Old Economy vs. New Economy diskutiert. Auf Quartals- und Jahresebene kann man hierüber trefflich streiten. Tritt man aber einen Schritt zurück und betrachtet die großen Muster, wird das Bild etwas deutlicher.

Beschränken wir uns zunächst einmal auf den Begriff Old Economy als Stellvertreter für Unternehmen, welche in der Wertschöpfungskette von physischen Produkten aller Art involviert sind. Eigentlich sind diese seit der Fordismus-Krise in den 70er und 80er Jahren im latenten Überlebenskampf. Grob zusammengefasst stellt die Fordismus-Krise eine Wachstumsabschwächung für Unternehmen in der Massenproduktion dar. Nachdem die meisten Menschen im globalen Norden eine Waschmaschine hatten, wurde es schwierig für das kapitalistische System die überlebensnotwendigen Wachstumsraten aufzuzeigen. Für die Steigerung der Gewinne entstanden Lösungsansätze wie Rationalisierung von Arbeitskräften, Just-in-Time Produktion und Joint-Ventures. Für die Steigerung der Umsätze sorgte eine höhere Individualisierung der Produkte, um höhere Zahlungsbereitschaft abzuschöpfen, oder auch geplante Obsoleszenz („Du brauchst alle 2 Jahre ein neues Telefon“).

Diese „Wachstums-Hacks“ waren aber unzureichend aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive. Die Finanzindustrie eilte zur Hilfe. Diese setzte sich auf die Realwirtschaft drauf, vervielfachte diese quasi virtuell mit Anlageprodukten und Derivaten aller Art und wurde gleichzeitig mächtiger und profitabler als die sich abrackernde Realwirtschaft. Diesen Prozess nennt man Finanzialisierung und er ist ein essenzieller Wegbereiter der Digitalisierung. Damit wird auch zunehmend deutlich, dass Geld nicht nur Kompensation für Muskelkraft oder Leistung im Allgemeinen ist, sondern eher eine Art Spielstand für relative Machtverhältnisse. Warren Buffett sieht das ähnlich.

Anfang der 2000er schleicht sich die Digitalisierung langsam an die Finanzindustrie heran und setzt sich sowohl auf die Finanz- als auch die Realwirtschaft drauf. Marc Andreessen veröffentlichte am 20. August 2011 im Wall Street Journal seinen Aufsatz „Why Software Is Eating the World“. Software und digitale Lösungen beginnen jeden Wirtschaftszweig zu durchdringen und erarbeiten sich durch Informationshoheit und Empfehlungsalgorithmen eine erhebliche Machtposition. Der bisherige Höhepunkt digitaler Geschäftsmodelle stellen Plattformen bzw. Marktplätze dar, die mit vier unterschiedlichen Kontrollfunktionen alle Nutzer der Plattform faktisch unterwerfen (Informationskontrolle, Preiskontrolle, Leistungskontrolle, Zugangskontrolle). Diese Entwicklungen ermöglichten ein Level an Privatisierung, an das der Neo-Liberalismus nicht gedacht hatte. Im Neo-Liberalismus sind Vertragsfreiheit und Freihandel heilige Güter und zugleich schutzbedürftig. Dieser Schutz soll vom Staat durch Wettbewerbskontrolle sichergestellt werden. Aber auch der freie Markt wird nun von Digitalunternehmen konsumiert.

Der Apple App-Store und Google Play Store sind vollkommen privatisierte Märkte mit entsprechender Machtposition der Eigentümer. Viele Unternehmen versuchen sich daran, einen solchen Marktplatz aufzubauen, aber nicht einmal Amazon hat es mit seinem Marketplace so richtig geschafft – zu viele spezialisierte Wettbewerber bieten Ausweichmöglichkeiten. Neben den Machteffekten aus teilweiser oder vollkommener Markteigentümerschaft haben Digitalunternehmen auch noch den Vorteil, dass sich viele

OUTRO

ihrer Produkte quasi unendlich reproduzieren lassen. Software und dazugehörige Upgrades lassen sich viel einfacher verkaufen als Waschmaschinen. Damit ist der digitale Kapitalismus nach dem Finanzkapitalismus der nächste Retter der latenten und unterschwellig immer noch präsenten Wachstumskrise des Postfordismus. Wer Geld mit theoretisch unendlich skalierbaren Produkten verdienen kann, wird sich im monetären Punktesystem – der Spielstand für relative Machtverhältnisse – nach oben drücken.

Damit ergibt sich auch für die meisten Fälle eine klare Antwort in der Diskussion Value vs. Growth, Zyklisch vs. Technologie, Old Economy vs. New Economy. Wer die Informationshoheit und damit die Empfehlungsalgorithmen in der Hand hat, ist langfristig in der wirtschaftlich besseren Situation. Im Allgemeinen trifft dies eher auf Growth, Technologie und New Economy zu. Und noch ein Erkenntnis lässt sich aus dieser kleinen Chronik des modernen Kapitalismus ableiten: Nachdem es Mainstream geworden ist, den freien Markt zu privatisieren – vgl. auch die entstehenden Themenfonds für „Marktplatz-Unternehmen“ – muss es doch für aufstrebende Unternehmer eine neue Möglichkeit geben, sich zu einer relativ höheren Machtposition aufzuschwingen. Nach der Privatisierung des Marktes kann letztlich nur die Privatisierung des Staates folgen.

Auftritt: Web3, Metaverse und Krypto. In der virtuellen 3D-Welt „Decentraland“ gibt es ein Kataster, auf Basis dessen man Grundstücke erwerben kann. Theoretisch kann „Decentraland“ auch Steuern erheben. Das klingt zum einen nach einem echten privatisierten Staat, zum anderen aber auch nach unnötiger Zukunftsfantasterei. Aber bei wie vielen Innovationen war das Maß des praktischen Mehrwerts bereits bedeutungslos für den wirtschaftlichen Erfolg? Boeing will sein nächstes Flugzeug im „Metaverse“ bauen und Adidas setzt schon länger auf digitale Schuhe und prescht bei NFTs nach vorne. Das „Metaverse“ stellt einen weiteren Versuch dar, die Wachstumskrise des Postfordismus nachhaltig zu lösen.

Von einem sind wir bei f3x überzeugt: Geplante Obsoleszenz ist keine Lösung und damit bleiben wir skeptisch gegenüber dem regelmäßig wiederkehrenden Aufruf in zyklische Unternehmen zu investieren, wenn die nächste Charge an physischen Produkten an Konsumenten abgedrückt werden muss.

OUTRO

Um unseren ethischen Ansprüchen im Investmentbereich gerecht zu werden, haben wir uns entschlossen ein Kontrollgremium mit dem Arbeitstitel „Ethik-Rat“ aufzubauen. Wir planen eine quartalsweise Überprüfung des f3x Portfolios. Das Trio soll außerdem thematische Impulse für Shareholder Engagement bei Portfoliounternehmen setzen. Wir werden in Kürze noch eine gesonderte Nachricht hierzu versenden, in der wir das Gremium vorstellen.

Wir sind „zwischen den Jahren“ umgezogen. Das heißt, diesen Investor Letter schreiben wir aus unserem neuen Büro heraus. Unsere neue Post-Anschrift lautet:

f3x capital GmbH
Ostparkstraße 11
60134 Frankfurt am Main

Wir befinden uns nun in einem echten Hort der Kreativität im „Danzig am Platz“ Gebäudekomplex. Im März können wir, wenn die Viren mitspielen, hoffentlich ein kleines Office Warming veranstalten. Auch hierzu werden wir nochmals eine gesonderte Nachricht versenden.

Der Start ins neue Jahr fühlt sich gut an bei f3x.

#onwards

