



Privatinvestor

PI KAPITALANLAGE

Max Otte Multiple Opportunities Fund (MOMO)

EUR-WKN: A2ASSR – ISIN: LI0336886119

CHF-WKN: A3CU4B – ISIN: LI1123173208

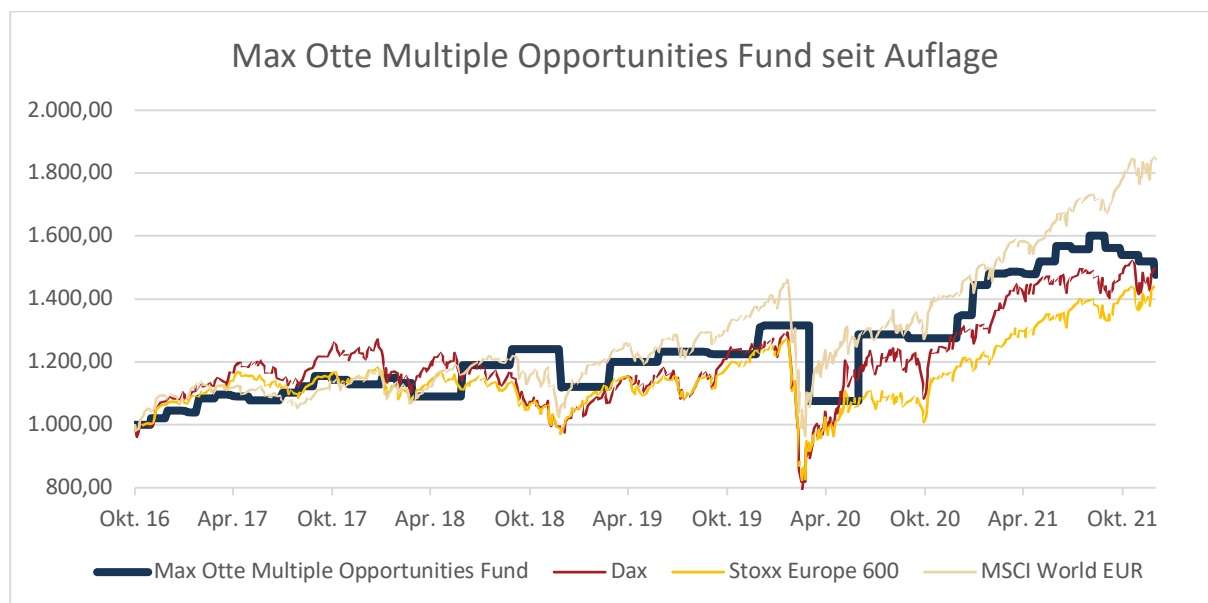
Managementkommentar – Dezember 2021 –

PI Privatinvestor Kapitalanlage GmbH
Gustav-Heinemann-Ufer 68
50968 Köln
Mail: info@pi-kapitalanlage.de
<https://www.privatinvestor.li>



Managementkommentar Dezember 2021

Wertentwicklung seit Auflage, EUR-Tranche (31.10.2016 – 31.12.2021)



Wertentwicklung, EUR-Tranche per 31.12.2021 (Total Return)

	Dezember 2021	Seit Jahresanfang 2021	Seit Auflage MOMO (31.10.2016)	Seit Auflage MOMO pro Jahr
MOMO	-2,7%	+9,6%	+47,8%	+7,9%
Dax	+5,2%	+15,8%	+48,9%	+8,0%
Stoxx Europe 600	+5,4%	+25,8%	+69,8%	+10,8%
MSCI World EUR	+3,1%	+29,3%	+84,2%	+12,5%

Der MOMO kann in EUR und CHF gezeichnet werden – auch direkt über die apoBank!

Seit ungefähr einem halben Jahr kann der MOMO bereits in CHF gezeichnet werden. Die Konditionen sind identisch zu denen der EUR-Tranche.

Der MOMO ist beispielsweise auch über die **apoBank** zeichenbar! Kunden der apoBank können in beide Tranchen des MOMO direkt über die Ordermaske investieren.

Für weitere Informationen steht Ihnen Herr Philipp Schäferhoff unter der Rufnummer +49 221 98 65 33 94 zur Verfügung und beantwortet gerne Ihre Fragen.



Kommentar des Fondsmanagements

Der MOMO-Fonds im zweiten Jahr der Corona-Krise

Mit +9,6% Performance hat der MOMO-Fonds knapp unter unserem jährlichen Renditeziel von 10% pro Jahr nach Kosten geschlossen. Für sich betrachtet ist dies eine gute Rendite. Allerdings wäre mehr drin gewesen, vor allem im Gesamtkontext und im Vergleich zu den Indizes. Wir betonen aber nochmals, dass wir in allen Börsenlagen gut dastehen möchten.

2020 und auch in der ersten Hälfte 2021 liefen vor allem Technologietitel sehr stark, unabhängig davon, ob ein sinnvolles Geschäftsmodell vorlag oder nicht. Seit einiger Zeit gibt es dort aber – völlig losgelöst von der Entwicklung der großen Indizes (siehe unser Novemberbericht) – ein regelrechtes Blutbad. Zuletzt stiegen vor allem Zykliker wieder stark. Dabei sind viele von einem Konjunkturabschwung, aber auch durch mögliche politische Entscheidungen gefährdet. Es kann wieder rasant bergab gehen! Diese Berg- und Talfahrten möchten wir nicht.

Uns ist Stabilität und Sicherheit wichtiger, als volles Risiko zu wagen. Wir bleiben unserer Strategie treu und sehen uns sehr gut aufgestellt, um Ihr Vermögen weiter zu mehren, ohne zu große Unwägbarkeiten einzugehen. Wir investieren nur, wenn wir ein vernünftiges Chance-Risiko-Verhältnis sehen, und auch nur in Unternehmen mit fundamentaler Substanz. Das wird bei Korrekturen uns und Ihnen viele Nerven schonen. Dazu gehört es, oft so lange abzuwarten, bis sich neue Chancen bieten. Zwei haben wir im Dezember genutzt (dazu unten mehr).

Die Performance (EUR-Tranche, nach Kosten) liegt seit Auflage bei +47,8%.

Der Preis je Anteilsschein (NAV) liegt nun bei 1.477,70 EUR bzw. 912,58 CHF.

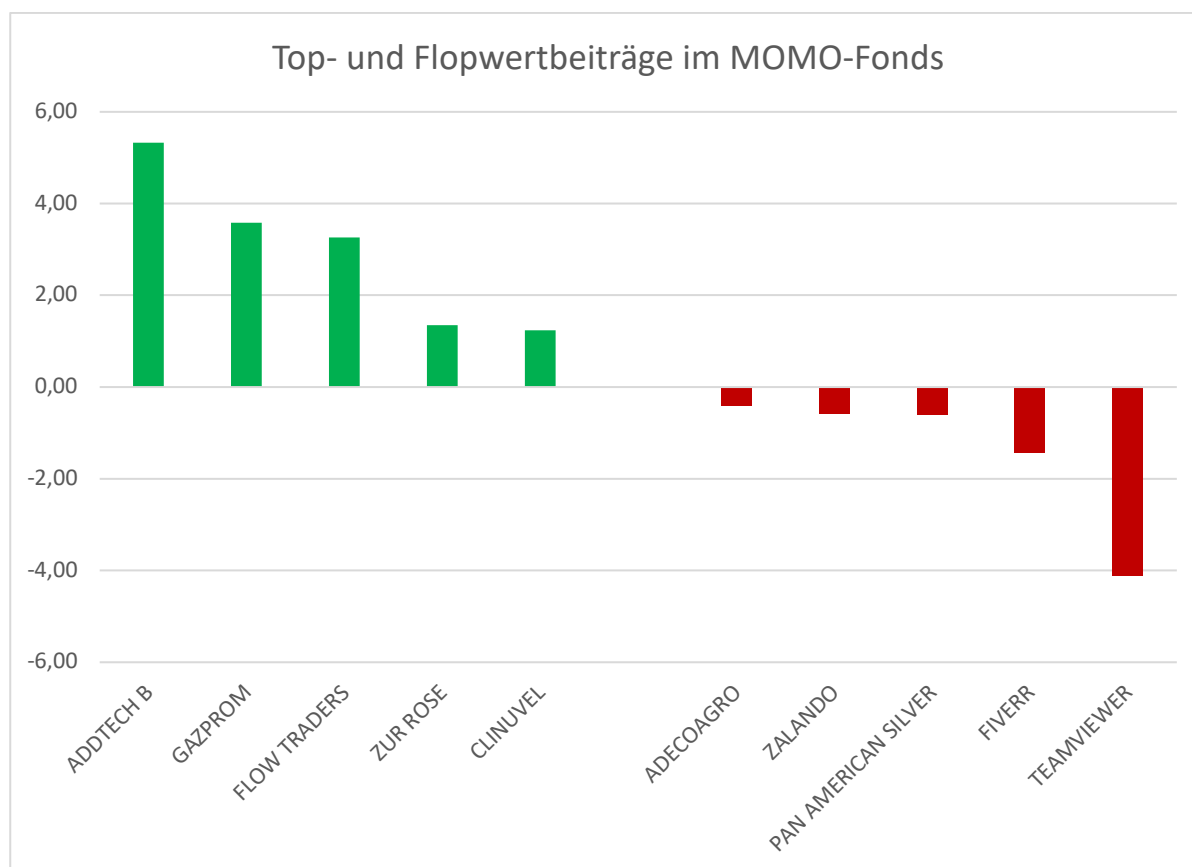
Rückblick 2021 und Ausblick 2022

Mit –2,7% schloss der MOMO im Dezember unter dem Vormonat. Gebremst wurde der Fonds temporär vor allem von unseren Plattformunternehmen **Zur Rose**, **Fiverr** sowie **Zalando**. In Summe sind unsere Investmentthesen intakt, weil die laufenden Entwicklungen weiterhin unverändert stimmen und diese Unternehmen erstens ein sinnvolles Geschäftsmodell haben und zweitens nachhaltig wachsen. Ihre Zielmärkte wachsen ebenfalls, sodass es fundamental gesehen Rückenwind gibt. Auch die Bewertungen sind nicht überhitzt.

Der Großteil unserer Beteiligungen schloss im Dezember hingegen positiv und ließ sich auch in der Korrektur nichts anmerken, was uns besonders wichtig ist. Die besten Performer im Dezember waren neben **Flow Traders** die beiden Tabaktitel, **Addtech** sowie direkt zum Einstieg unser Neuerwerb **Yellow Cake**, welchen wir weiter unten ausführlich vorstellen.

Aufs Gesamtjahr betrachtet waren **Addtech**, **Gazprom** und **Flow Traders** die Werttreiber. Auch **Zur Rose** konnte positiv beitragen, weil wir zu deutlich höheren Kursen einige Teilverkäufe getätigt hatten. Performance gekostet hat uns vor allem **TeamViewer**, welches wir zuletzt nach der Trennung im Oktober beschrieben haben.

In der folgenden Grafik sehen Sie nach Wertbeiträgen die stärksten Tops und Flops des Jahres 2021 in absteigender Form:



Schwerpunktmäßig sind wir mit Flow Traders, unseren Tabaktiteln, Edelmetallen sowie Unternehmen aus dem Energie- und Agrarsektor sowohl für ein inflationäres bzw. ein stagflationäres Szenario (hohe Preissteigerungen bei gleichzeitig sehr schwachem Wirtschaftswachstum) sowie ein volatiles Umfeld vorbereitet.

Wir suchen uns qualitativ hochwertige Unternehmen aus, bei denen wir Sicherheit und Gewissheit haben. Dazu gehört auch öfter Nein als Ja zu sagen, wenn es um Investments geht. Wir waren v.a. bei vielen Technologieunternehmen skeptisch, weil Geschäftsmodelle und Bewertungen nicht überzeugend waren. Viele dieser Unternehmen sind mehr als 30% oder sogar mehr als 50% vom Hoch im Minus. Auch bei den aktuell eher kurstechnisch als unternehmerisch florierenden Zyklikern, unter denen sich langfristig erstaunlich viele Kapitalvernichter befinden, sind wir skeptisch und deswegen nicht investiert.

Auch China haben wir – zumindest aktuell – den Rücken gekehrt. Dies noch rechtzeitig vor der großen Regulierungswelle der Regierung. Für uns ist nicht absehbar, wie lange und in welchem konkreten Ausmaß die Eingriffe noch vonstattengehen werden. Wir warten lieber ab und beobachten das Geschehen weiterhin. Eine seriöse Prognose ist hier nicht möglich.

Zudem ist ein gewisser „Zinsdruck“ außerhalb des Euroraums zu beobachten. Die USA, Großbritannien, Norwegen und viele Schwellenländer heben die Zinsen an. In einem solchen Szenario ist es in der Regel besser, Unternehmen mit hohen Schulden zu meiden. Better safe than sorry. Wir achten darauf, dass unsere Unternehmen so wenig verwundbar wie möglich sind. So kommen wir durch alle Szenarien hindurch.



Neuaufnahme 1: Inditex

Industria de Diseño Textil – besser bekannt unter der Kurzform **Inditex** – ist der weltgrößte Bekleidungskonzern nach Marktkapitalisierung und Umsatz sowie „nebenbei“ das größte spanische Unternehmen. Aufgrund seiner Größe und zahlreichen Marken wie u.a. Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti oder Bershka ist Inditex auch der margenstärkste und – vor allem für uns wichtig – effizienteste Kapitalallokator. Die bekannteste und umsatzstärkste Marke ist Zara (ca. 2/3 des Umsatzes). Die größten Konkurrenten sind H&M (Schweden) sowie Fast Retailing (Japan, Uniqlo). Gegenüber beiden hat Inditex Kosten- und Margenvorteile.

Das zur Verfügung stehende Kapital wird sehr effizient eingesetzt, sodass die Kapitalrenditen diejenigen der Wettbewerber zum Teil deutlich übersteigen. Eine der für uns sehr wichtigen Kennzahlen, der Return on Investment (ROI bzw. manchmal auch ROIC, C für Capital) liegt regelmäßig bei über 20%. Aktuell wird die Krise noch verdaut, Inditex geht aber gestärkt aus der temporären Beeinträchtigung hervor. Das liegt unter anderem daran, dass das familiengeführte Unternehmen vertikal integriert ist. Alle Logistikzentren befinden sich in Spanien. Die Produktion ist großflächig um Spanien herum aufgebaut. Die Wege sind kurz.

Inditex hat die Krise trotz zeitweise vieler zwangsgeschlossener Filialen sehr gut überstanden. Es wurden zuletzt nicht nur Rekordergebnisse bei Umsatz und Gewinn gemeldet. Auch die Nettoliquiditätsposition auf der Bilanz ist mit fast 9 Mrd. EUR so groß wie noch nie. Das Unternehmen wandelt sich zunehmend stärker Richtung online (im laufenden Geschäftsjahr soll der Umsatzanteil durch Onlineverkäufe erstmals 25% betragen).

Die Bewertung ist aktuell sehr attraktiv, weil der Kurs in den letzten fünf Jahren in einer größeren Bandbreite nur seitwärts gelaufen ist. Gleichzeitig stieg die Nettoliquiditätsposition an, sodass der Firmenwert (Marktkapitalisierung minus Nettoliquidität) gefallen ist – das Unternehmen wurde somit günstiger. Inditex schüttet zweimal jährlich zuverlässig Dividenden aus. Mit der prall gefüllten Kasse sind Sonderdividenden oder vielleicht auch Aktienrückkäufe denkbar. Auch anorganisches Wachstum ist finanzierbar. Inditex ist ein weiterer Stabilitätsanker in unserem Portfolio.

Neuaufnahme 2: Yellow Cake

Ein eher ungewöhnliches, aber dafür sehr interessantes neues Investment im MOMO-Fonds mit spannenden Bewegungen im Hintergrund ist das Unternehmen **Yellow Cake**. Yellow Cake ist eine Aktiengesellschaft, welche physisches Uran am Markt aufkauft und in den Lagern der beiden Produzenten Cameco (Kanada) sowie Orano (Frankreich) aufbewahrt.

Das Management vergleicht dabei im Tagesgeschäft den aktuellen Nettovermögenswert (NAV, wie im MOMO-Fonds) der Firma (besteht größtenteils aus Cash und Lagerbeständen) mit dem Uranpreis. Liegt eine relative Überbewertung der Firma vor (NAV je Aktie > Uranpreis), dann wird das Management sich tendenziell über eine Kapitalerhöhung am Markt neues Geld besorgen, da der Verwässerungseffekt mit steigender Überbewertung abnimmt.

Liegt hingegen eine relative Unterbewertung vor (wie aktuell NAV je Aktie < Uranpreis), dann verkauft das Management kleinere Mengen Uran aus dem Bestand und kauft eigene Aktien zurück. Neben diesem Kapitalmanagement geht es darum, vom steigenden Uranpreis zu profitieren. Yellow Cake hat nur Geld und Uranbestände auf der Bilanz, keine Schulden.



Übergeordnet fußt die Investmentthese auf der Erwartung eines steigenden Uranpreises, welcher die günstig aufgekauften Bestände von Yellow Cake im Wert erhöhen würde. Der Uranpreis kommt zunehmend (von unten) unter Druck und muss vom aktuellen Niveau von rund 42 USD pro Pfund steigen, damit weiter eine ausreichende Energieversorgung in weiten Teilen der Welt gewährleistet werden kann. Dies ist politisch – vor allem hierzulande – ein brisantes Thema. Jedoch dürfen wir nicht die Augen vor den sich weltweit abspielenden Vorgängen verschließen. Vor allem wenn die Stromproduktion aus Kohle gleichzeitig heruntergefahren und die Stromversorgung aufrechterhalten werden soll.

Viele Uranproduzenten haben den Förderbetrieb entweder deutlich heruntergefahren oder ganz eingestellt, da die Förderung aktuell in den meisten Fällen nicht wirtschaftlich ist. Als Daumengröße gilt ein Mindestpreis von 50 USD je Pfund, ab dem sich die Uranförderung für viele Unternehmen wieder langsam lohnen würde. Allerdings dauert es auch rund 12–18 Monate, bis eine stillgelegte Mine wieder hochgefahren werden kann. Somit fällt aktuell das Angebot, während die Nachfrage aber in nächster Zeit steigen sollte – unabhängig davon, dass Deutschland zum Jahreswechsel drei Reaktoren heruntergefahren hat.

Es gibt sehr gute Gründe für steigende Uranpreise:

Erstens: Lieferverpflichtungen zwischen Produzenten und Abnehmern (in der Regel Energieversorger mit Atomkraftwerken) werden meist über langjährige Lieferverträge geregelt. Diese laufen mit der Zeit aus und müssen erneuert werden. Vor allem in den USA, dem größten Atomstromproduzenten der Welt, ist es langsam so weit. 2022 besteht bereits schätzungsweise ein Versorgungsdefizit von 16% der benötigten Menge. In der EU reichen die Altbestände noch einige wenige Jahre länger. Aber auch hier wird es ab 2025 kritisch.

Zweitens: Viele Länder, sowohl solche mit bereits bestehender Atomstromproduktion wie Frankreich oder Russland als auch „Neulinge“ wie zum Beispiel die Vereinigten Arabischen Emirate, bauen neue Atomreaktoren. China ist hier mit Abstand die treibende Kraft mit 18 im Bau befindlichen Reaktoren (37 weitere sind in Planung). Dazu gesellt sich Indien mit seinen sieben Kraftwerken im Bau sowie weiteren 14 in der Planung. Aktuell sind 441 Reaktoren weltweit im Einsatz. Das heißt, China allein wird von dieser Basis ausgehend 12% neue Reaktoren zur Gesamtmasse beisteuern.

Yellow Cake betreibt keine eigenen Minen und hat somit nicht die operativen Risiken der Förderer. Das Management hat sich dazu verpflichtet, Liquiditätsreserven für mindestens drei Jahre im Betrieb vorzuhalten. In den letzten zwölf Monaten ist der Uranpreis bereits kräftig gestiegen. Wir gehen allerdings davon aus, dass dies noch nicht das Ende war, weil die laufenden Entwicklungen ganz rational betrachtet den Uranpreis mit der Zeit heben werden müssen.

Als eine Bonusoptionalität sehen wir zudem, dass die Stromproduktion aus Uran zwar aktuell nicht als sauber bzw. „klimafreundlich“ gilt (wegen des anfallenden Atommülls bzw. dessen Endlagerung). Wir können uns aber vorstellen, dass Uran für einige Marktteilnehmer überraschend zu einem ESG-Investment „mutieren“ könnte – mit den entsprechenden Mittelzuflüssen, die daraus resultieren würden. Die EU-Kommission machte in den letzten Tagen und Wochen bereits ihr Bestreben in diese Richtung deutlich, nicht zuletzt, weil Atomkraftwerke weniger CO₂-Emissionen verursachen. Frankreich ist bekanntlich schon lange ein starker Befürworter dieser Bewertung.



Die Performance ausgewählter Unternehmen im Dezember

Im etwas vor allem zum Monatsbeginn volatileren Dezember haben vor allem zwei Gruppen gut performt: Die defensiven Titel wie **Flow Traders**, unsere Tabakwerte und **Vivendi**, aber auch Unternehmen mit Energiebezug wie **Gazprom** oder (unser Neuerwerb) **Yellow Cake**.

Heruntergezogen wurde die Performance kurzfristig von unseren Plattformunternehmen. **Zur Rose** korrigierte am stärksten, weil der verpflichtende Start des E-Rezepts auf unbestimmte Zeit verschoben wurde. Dabei ist Zur Rose startklar, die elektronischen Rezepte können bereits online eingelöst werden, was nach Rückmeldung von Zur Rose (und dem Konkurrenten, der Shop Apotheke) auch schon passiert. Aus unserer Sicht wird sich hier eine intakte Bewegung nur verzögern, aber nicht umkehren. **Fiverr** und **Zalando** korrigierten ebenfalls. Unternehmensspezifische Gründe gab es nicht. Viele Tech- und v.a. Plattformunternehmen (bis auf die ganz großen) haben in den letzten Wochen und Monaten teils stark nachgegeben. Wir verweisen auch gerne auf unseren Novemberbericht. Unsere Investmentthesen sind weiterhin intakt, da die Entwicklungen stimmen.

Transaktionen im Dezember 2021

Mit **Inditex** und **Yellow Cake** haben wir zwei Positionen neu ins Portfolio aufgenommen. Ansonsten haben wir **Flow Traders** sowie **Fiverr** etwas aufgestockt.

Zudem haben wir die Kursschwäche genutzt, um unsere Bestände an **physischem Silber** ein wenig hochzufahren. Auch hier ist unsere These weiter intakt. Um die ambitionierten politischen Energiepläne voranzutreiben, sind große Mengen an Silber notwendig.

Edelmetalle sind weiter das Fundament des MOMO

Unsere **physischen Edelmetalle** (Gold und Silber) liefen auch im Dezember recht stabil mit leichter Aufwärtstendenz. Eine temporäre Kursschwäche bei Silber haben wir genutzt, um unsere Bestände auf nunmehr dreieinhalb Tonnen aufzustocken. Beide Edelmetalle stellen weiterhin einen der Hauptbestandteile unseres Fonds dar.

Aktuell halten wir etwas mehr als 46 Kilogramm in Goldbarren sowie rund dreieinhalb Tonnen Silberbarren bzw. in Summe 7,9% des Fondsvermögens in physischen Edelmetallen.



Aufteilung des Fondsvermögens nach Anlagekategorien

84,0% Aktien, 8,1% Liquidität, 7,9% Edelmetalle (physisches Gold und Silber)

Top 10 nach Gewichtung per 31.12.2021

Name	Gewichtung in %
FLOW TRADERS	13,6
LIQUIDITÄT	8,1
ADDTECH AB-B	8,0
EDELMETALLE (physisches Gold und Silber)	7,9
GAZPROM	5,8
ZUR ROSE GROUP	5,8
FIVERR	5,4
VIVENDI	5,0
SKECHERS	4,7
PAN AMERICAN SILVER	4,5

Köln, den 10.01.2022

Prof. Dr. Max Otte

Geschäftsführender Gesellschafter
Gründer der
PI Privatinvestor Kapitalanlage GmbH
Co-Fondsmanager des MOMO

Alan Galecki

Fondsmanager und Senior Analyst
Partner und Prokurist der
PI Privatinvestor Kapitalanlage GmbH
Co-Fondsmanager des MOMO