

# 13. Investorenbrief

Bericht zum 30.12.2025



**WertArt**  
CAPITAL

Alle Auszeichnungen mit Stand 28.11.2025



Traunstein, den 15.01.2026

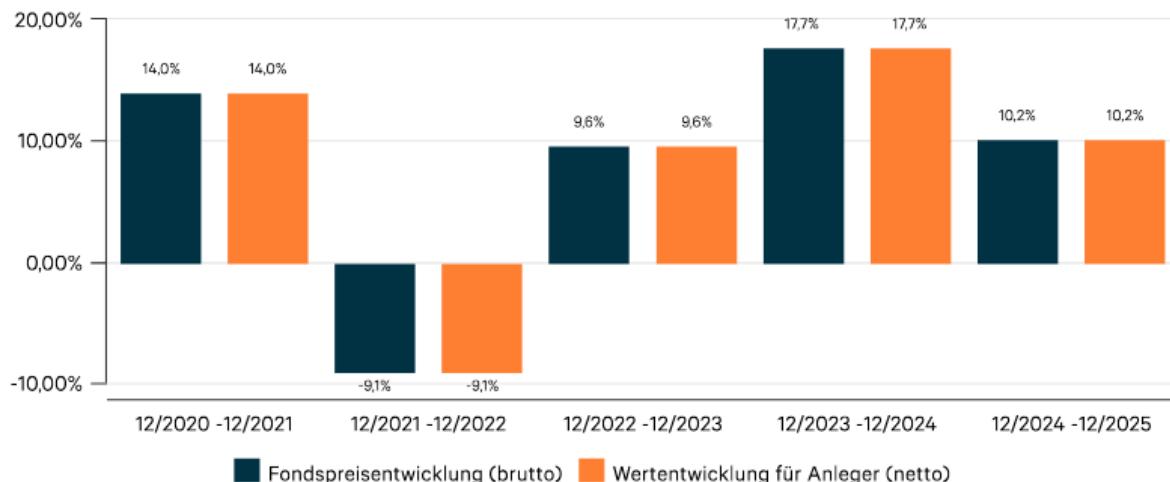
Liebe Anleger,

in 2025 stieg der Anteilswert des WertArt Capital Fonds AMI (I-Tranche) um 10,2%. In der folgenden Tabelle finden Sie die Wertentwicklung des WertArt Capital Fonds (I-Tranche ISIN: DE000A2N65X4) seit Auflage in Euro<sup>1</sup>:

## Kennzahlen

| Periode                | Beginn     | Fonds   |             |                               |             |              |
|------------------------|------------|---------|-------------|-------------------------------|-------------|--------------|
|                        |            | Periode | Performance | Performance<br>(annualisiert) | Volatilität | Sharpe Ratio |
| 1 Monat                | 28.11.2025 | 0,46 %  |             |                               | 7,16 %      | -1,47 %      |
| laufendes Kalenderjahr | 30.12.2024 | 10,24 % |             |                               | 12,65 %     | -14,56 %     |
| 1 Jahr                 | 30.12.2024 | 10,24 % |             |                               | 12,65 %     | -14,56 %     |
| 3 Jahre                | 30.12.2022 | 42,19 % | 12,44 %     | 10,99 %                       | 0,64        | -14,56 %     |
| 5 Jahre                | 30.12.2020 | 47,37 % | 8,06 %      | 11,94 %                       | 0,52        | -17,92 %     |
| seit Auflage           | 11.03.2019 | 63,92 % | 7,53 %      | 13,16 %                       | 0,48        | -28,41 %     |

## Rollierende 12-Monats-Wertentwicklung in %



<sup>1</sup> Die Wertentwicklungs berechnung 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](#)

## Eine Übersicht zum Inhalt dieses Briefes:

1. Einordnung der Wertentwicklung in 2025
2. Gewinn- und Verlustbringer in 2025
3. Ausblick 2026 - The Macro Picture - "tech trumps tariffs"?
4. Ausblick 2026 - Unsere 30 Unternehmen für 2026
5. Verkäufe im 2. Halbjahr 2025
6. Bewertung unseres Portfolios

### 1) Einordnung der Wertentwicklung in 2025

In 2025 stieg der Anteilswert des WertArt Capital Fonds AMI (I-Tranche) um 10,2%, während der MSCI World Small Cap Index um 6,5% zulegte. Der MSCI World Small Cap Index bietet sich als Gradmesser für unsere Strategie an, da in diesem Index Aktien von Unternehmen aus 23 entwickelten Märkten vertreten sind, die dem Small&MidCap Segment zuzuordnen sind (Marktkapitalisierung bis USD 20 Milliarden). Somit haben die Anlageuniversen unseres Fonds und des MSCI World Small Cap Index eine relativ große Überschneidung. Der große Unterschied besteht in der Gewichtung der einzelnen Unternehmen. Während im Index rund 3.800 Unternehmen mit einer durchschnittlichen Gewichtung von 0,03% vertreten sind, investiert WertArt in rund 30 Unternehmen mit einer durchschnittlichen Gewichtung von 3,0%. Obwohl unser Fonds sein Kapital damit deutlich konzentrierter allokiert als der Index, war die Schwankungsbreite (gemessen an der Volatilität) und der max. temporäre Verlust (maximal draw down) des Fonds über die Laufzeit hinweg geringer als die des Index. Die folgende Tabelle vergleicht die Entwicklung zwischen Fonds und Index seit Auflage:

| WERTART CAPITAL FONDS AMI (I-Tranche) |             |                               |             |                  | BM – MSCI World Small Cap (Net, EUR) |                               |             |                  |
|---------------------------------------|-------------|-------------------------------|-------------|------------------|--------------------------------------|-------------------------------|-------------|------------------|
| Periode (Beginn)                      | Performance | Performance<br>(annualisiert) | Volatilität | Max.<br>Drawdown | Performance                          | Performance<br>(annualisiert) | Volatilität | Max.<br>Drawdown |
| laufendes Kalenderjahr (30.12.2024)   | 10,24 %     |                               | 12,65 %     | -14,56 %         | 6,52 %                               |                               | 15,52 %     | -20,24 %         |
| 1 Jahr (30.12.2024)                   | 10,24 %     |                               | 12,65 %     | -14,56 %         | 6,52 %                               |                               | 15,52 %     | -20,24 %         |
| 3 Jahre (30.12.2022)                  | 42,19 %     | 12,44 %                       | 10,99%      | -14,56 %         | 36,87 %                              | 11,03 %                       | 14,29 %     | -20,33 %         |
| 5 Jahre (30.12.2020)                  | 47,37 %     | 8,06 %                        | 11,94 %     | -17,92 %         | 48,38 %                              | 8,21 %                        | 15,33 %     | -20,33 %         |
| seit Auflage (11.03.2019)             | 63,92 %     | 7,53 %                        | 13,16 %     | -28,41 %         | 76,08 %                              | 9,24 %                        | 18,02 %     | -40,21 %         |

Quelle: MSCI Inc, Amega; frühere Wertentwicklungen sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklungen

2025 war für unsere Anleger absolut und relativ [gegenüber dem Index](#), aber auch vergleichbaren Fondsprodukten ein erfreuliches Jahr. Blicken wir auf die Wertentwicklung seit Auflage so fällt auf, dass das Jahr der Fondaufgabe 2019 (März bis Dezember) einen negativen Effekt auf die Gesamtbetrachtung gibt. Eine eingehende Fehleranalyse nach 2019 brachte dann zunehmend deutlich bessere Ergebnisse. Im Vergleich zu anderen globalen Nebenwertestrategien übertraf die Rendite von WertArt über 1, 3 und 5 Jahre den Sektor in der Kategorie [Globale Small&Mid Cap Fonds](#) deutlich. Die folgende Tabelle zeigt die Renditeentwicklung des WertArt Capital Fonds AMI (I-Tranche) im Vergleich zum Sektor vergleichbarer globaler Nebenwertefonds:

| Wertentwicklung |              |               | Aktienfonds Small & Mid Cap Welt |              |               |
|-----------------|--------------|---------------|----------------------------------|--------------|---------------|
| Kumuliert       |              | Annualisiert  |                                  |              |               |
|                 | Fonds in EUR | Sektor in EUR |                                  | Fonds in EUR | Sektor in EUR |
| laufendes Jahr  | +10,24%      | +3,76%        |                                  |              |               |
| 1 Jahr          | +10,24%      | +3,76%        | 1 Jahr                           | +10,24%      | +3,76%        |
| 3 Jahre         | +42,19%      | +27,24%       | 3 Jahre                          | +12,45%      | +8,36%        |
| 5 Jahre         | +47,37%      | +33,62%       | 5 Jahre                          | +8,06%       | +5,97%        |

Quelle: FWW; frühere Wertentwicklungen sind keine Garantie für zukünftige wertentwicklungen

## 2) Gewinn- und Verlustbringer in 2025

Bei weitem der größte Gewinnbringer in 2025 war die Aktie der französischen **Exail Technologies**, die +8,2% zur Jahresperformance des Fonds beitrug. Hier zahlte sich die lange Haltedauer und meine stetig steigende Kenntnis über das Unternehmen aus. WertArt war bereits ab 2021 in Exail Technologies investiert. In den Jahren 2023 und 2024 konnte unser Investment in Exail nicht zur Wertentwicklung des Fonds beitragen. Dennoch empfahl ich den Ausbau unserer Position nach regelmäßigen Folgegesprächen mit dem Management. In 2025 stieg die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer deutlich an. Erfreulich ist auch, dass unser Fonds trotz stark ansteigender Bewertung der Aktie im Jahresverlauf am Momentum der Aktie zu einem großen Teil partizipieren konnte.

Größter Verlustbringer in 2025 war die Aktie des israelischen Softwareunternehmens **Wix.com**. Marktteilnehmer waren sich im Jahresverlauf uneins, ob das Unternehmen zu den potentiellen Gewinnern oder Verlierern der Verbreitung von Künstlicher Intelligenz (KI) gehört. Am Ende stand die Skepsis im Vordergrund. Mehr zu meiner Einschätzung zum Unternehmen erfahren Sie unter der Vorstellung unserer 30 Unternehmen für 2026.

Die folgende Tabelle zeigt unsere Investments mit dem größten Einfluss auf die Entwicklung des Fondsanteilspreises in 2025:

|   |         |
|---|---------|
| Exail Technologies ( <i>verkauft</i> )                                  | + 8,16% |
| Frequentis ( <i>verkauft</i> )  | + 3,06% |
| Implenia  | + 3,05% |
| Westwing  | + 2,05% |
| Molten Ventures   | + 1,28% |
| <hr/> Beitrag zur Wertentwicklung des Fondsanteilspreises in 2025 <hr/> |         |
| Macfarlane  | -1,01%  |
| Pricer  | -1,09%  |
| TeamViewer  | -1,23%  |
| PayPal  | -1,28%  |
| Wix.com   | -3,10%  |

### 3) Ausblick auf 2026 - The Macro Picture

Der WertArt Capital Fonds hielt zum Ende des Jahres Anteile an 30 Unternehmen. Die durchschnittliche Gewichtung pro Investment lag bei 3,0% bezogen auf das Fondsvolumen. Die zehn größten Investments machten 45,4% des Fondsvolumens aus. 3,6% des Fondsvolumens waren als Barmittel vorhanden. Der durchschnittliche Börsenwert unserer Unternehmen gemessen am Median lag über das Portfolio hinweg bei knapp einer Milliarde Euro. 41,1% des Fondsvolumens waren in Unternehmen aus der EU investiert, 13,5% aus Japan, 12,2% aus Großbritannien, lediglich 9,8% aus den USA, 9,0% aus Kanada und 14,4% aus anderen Geographien. WertArt bietet einen aktiven wertorientierten Investmentprozess mit Fokus auf globale Small&Mid Cap Aktien.

War 2025 das Jahr, in dem sich für die Weltwirtschaft alles verändert hat? Vornehmlich die Einführung der US-Zölle und insgesamt der finale Rückzug der USA als Garant für eine regelbasierte Weltordnung sprechen eigentlich dafür.

Mit dem Blick auf das globale Wirtschaftswachstum von voraussichtlich 3,2% sehen wir allerdings wenig Fluktuation gegenüber den ursprünglichen Schätzungen der Volkswirte für 2025. Die Einführung

der US-Zölle und die Reaktionen Chinas scheinen bisher geringe Folgen zu haben. Auch die täglich wechselnden Nachrichten, die sich von einem extrem zum nächsten steigern, scheinen das finanzwirtschaftliche Geschehen bisher kaum zu beeinflussen.

Wie lässt sich dies erklären? Zum einen sind die erhobenen Zölle niedriger als ursprünglich im April angekündigt. Zum anderen konnten sich China und die USA im Laufe des Jahres bei ihren Handelstreitigkeiten im Bewusstsein gegenseitiger Abhängigkeiten wieder annähern. Investitionen in Künstliche Intelligenz (KI) hatten einen signifikanten positiven Effekt auf die Wirtschaftsleistung in den USA, Südkorea und Taiwan. Hinzu kommt eine (noch weiterhin) expansive Fiskalpolitik in den USA, China und zunehmend in Deutschland.

Mein Eindruck aus Analystencalls und den Berichten von Unternehmen ist, dass die Folgen der Einführung der Zölle erst im Laufe des Jahres 2026 wirklich sichtbar werden. Denn die Unternehmen hatten in 2025 ausreichend Zeit ihre Lager vor Einführung der Zölle zu befüllen. In den USA stellen 10% der Konsumenten 50% des Konsumausgaben. Die Bereitschaft höhere Preise zu akzeptieren mag bei dieser vermögenden Bevölkerungsgruppe ausgeprägt sein. Dennoch berichteten einige Unternehmen zum Ende des Jahres hin von einer zurückgehenden Konsumnachfrage in den USA. In den USA erhöhte die Einführung der Tariffe die Inflation in 2025 um 0,7% und machte den typischen US-Haushalt um im Schnitt USD 600 ärmer. Diese Effekte könnten sich in 2026 verstärken.

Damit einher geht das Risiko eines Abflauens der KI-Investitionen vornehmlich in den USA. Marktteilnehmer könnten in 2026 ihren Druck auf Alphabet, Meta, Microsoft und weitere erhöhen, den hohen Investitionen in KI auch dementsprechende Umsätze folgen zu lassen. Was eine KI-Blase betrifft, so lässt sich aus meiner Sicht festhalten, dass die Aktien einiger weniger börsennotierter Unternehmen bisher von der KI-Euphorie profitieren konnten. Demgegenüber ist die Anzahl vermeintlicher KI-Verlierer an der Börse derzeit wesentlich größer. Denken Sie z.B. an Softwareunternehmen (in unserem Portfolio wix.com und TeamViewer) oder digitale Anzeigenportale und Marktplätze (in unserem Portfolio die neuen Investitionen in Sharingtechnology und Angi). Ob die Künstliche Intelligenz all diese Geschäftsmodelle obsolet machen wird, oder ob diese Geschäftsmodelle zumindest teilweise Effizienzgewinne durch KI erzielen werden, wird sich in den kommenden Jahren zeigen. Aus meiner Sicht ergeben sich unter den vermeintlichen KI-Verlierern derzeit selektiv attraktive Investmentmöglichkeiten.

Gleichzeitig könnten sich in 2026 bereits Produktivitätsfortschritte evtl. verursacht durch KI in den Wirtschaftsdaten zeigen laut dem Motto „Tech trumps tariffs“. Jüngste Wirtschaftsdaten aus den USA

deuten bereits daraufhin und einige Unternehmen berichten bereits über Einsparungen aufgrund der Einführung von KI.

China scheint seine exportorientierte Wachstumsstrategie fortzuführen. Die Zeiten sind nun endgültig vorbei, in denen China die verlängerte Werkbank westlicher Unternehmen war. Chinesische Produkte übertreffen mittlerweile in vielen Industrien Qualität (z.B. Medizintechnik) und Preis (z.B. Basischemie) westlicher Wettbewerber (inkl Japan, aber vor allem Deutschland). Dass eine starke Marke nicht vor besseren Produkten schützt, sieht man an den Absatzzahlen der deutsch Autohersteller. Die gleiche Entwicklung könnte auch weitere vor allem europäische Konkurrenten chinesischer Unternehmen in 2026 treffen.

Europa könnte daher den USA folgen und protektionistische Massnahmen gegenüber China erweitern. Gleichzeitig war die EU der wohl größte Profiteur der alten Weltordnung, die durch die USA in 2025 aufgehoben wurde. Die Skepsis gegenüber Europa scheint aus Investorensicht in 2025 nur leicht nachgelassen zu haben. Oft wird der technologische Abstand zu den USA und China genannt. Dennoch gibt es mittlerweile eine wachsende Gründerszene in Europa, die zukunftsträchtige Unternehmen hervorbringt. WertArt ist seit 2025 an 2 börsennotierten Venture Capital Investoren (Molten Ventures und IP Group) beteiligt. Im Idealfall könnte sich die EU nun als integrierter Markt mit verlässlichem Rechtssystem und starkem Verteigigungspotential als Anziehungspunkt für Investitionen etablieren. Auch wenn dieses Szenario derzeit nicht das wahrscheinlichste sein mag, so bleibt die Skepsis von Marktteilnehmern gegenüber vielen aussichtsreichen Unternehmen aus der EU hoch und damit die Bewertungen attraktiv (mehr dazu finden Sie bei den Unternehmensvorstellungen).

Die britische Wirtschaft bleibt zwar von Brexit, hohen Inflationsraten und einem wenig flexiblen Staatshaushalt geprägt. Demgegenüber zeigt sich der private Sektor in relativ guter Verfassung. Denn sowohl Privathaushalte als auch Unternehmen haben ihre Bilanzen seit der Finanzkrise deutlich stabilisiert. Nachdem bei den staatlichen Finanzen etwas mehr Ruhe einkehren könnte, könnte auch der private Sektor in 2026 wieder etwas Dynamik entfalten. Denn auch die Inflation scheint soweit rückläufig zu sein. Somit könnte auch der Druck von den Anleihemarkten abfallen und die britische Währung wieder relativ an Wert gewinnen. Die Übernahmetätigkeit hat in Großbritannien in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Unsere britischen Small Cap Aktien bieten aus meiner Sicht eine sehr günstige Möglichkeit von einer Aufhellung in Großbritannien zu profitieren.

Japanische Unternehmenslenker fokussierten sich seit dem Platzen der Blase an den Immobilien- und Finanzmärkten Anfang der 1990er auf die Reduzierung der Schulden und die Akkumulation von Kapital in einem deflationären Umfeld. In den letzten Jahren hat die Inflation allerdings deutlich zugenommen

und die Notenbank dazu veranlasst die Zinsen auf das höchste Niveau seit 30 Jahren zu steigern. Das fordert eine Neuorientierung des japanischen Unternehmertums. Zunehmend aber weiterhin zögerlich erhöhen japanische Unternehmen ihre Preise, fragmentierte Industrien beginnen sich zu konsolidieren, Manager fokussieren sich zunehmend auf die Generierung von attraktiven Kapitalrenditen und überkapitalisierte Bilanzen werden zunehmend zu Gunsten der Eigentümer (Aktionäre) angepasst. Diese Entwicklung sollte sich für unsere japanischen Mittelständler über die kommenden Jahre als förderlich erweisen.

Nach meinem leicht optimistischen Blick nach vorne, möchte ich Ihnen im Folgenden gerne ein umfassendes Bild unseres Portfolio's geben und unsere 30 Unternehmen genauer vorstellen. Einleitend kann ich Ihnen berichten, dass unser Fonds über verschiedene Industrien breit aufgestellt bleibt. Die operative Entwicklung jedes Unternehmens hängt von einer Reihe von Einflussfaktoren ab. Daher ist die Kategorisierung aus meiner Sicht immer nur teilweise eine Wiedergabe der Realitäten. Um Ihnen aber zunächst einen Eindruck unseres Portfolios zu vermitteln, lässt sich folgende vereinfachte Aussage treffen:

Rund 20% unseres Fonds sind in konsumorientierte Unternehmen investiert. Weitere 20% unserer Unternehmen bieten technologieorientierte Dienstleistungen und Produkte an. Rund 10% unserer Unternehmen profitieren von Investitionen in Infrastruktur. 13% unserer Unternehmen sind im Medizinsektor tätig. 9% unserer Unternehmen sind im Finanzsektor tätig. Darüberhinaus bieten 13% unserer Unternehmen Verbrauchsgüter für die Industrie an und 6% bieten Investitionsgüter für die Industrie an.

#### **4) Ausblick auf 2026 - Unsere 30 Unternehmen für 2026**

Jeweils zum Jahresende berichte ich über die Entwicklung unserer Unternehmen. Neben dem Namen des Unternehmens finden Sie in Klammern zwei Prozentangaben. Die erste Prozentangabe gibt die Gewichtung des Unternehmens bezogen auf das Gesamtvolumen des Fonds an. Der zweite Wert zeigt den Wertbeitrag des Unternehmens zur Entwicklung unseres Anteilspreises in 2025.



##### **1. Westwing (Gewichtung: 6,2%; Beitrag zum Anteilspreis in 2025: +2,1%)**

Marktteilnehmer honorierten die Fortschritte bei Westwing. So stieg die Aktie im Jahresverlauf um rund 50%. Westwing ist die größte Position im Fonds.

Das Management hat seit 2022 intensiv daran gearbeitet das Geschäft so zu positionieren, dass es nach dem Corona Boom wieder nachhaltig wachsen kann. Dafür war es zunächst wichtig, die Kapazitäten an das tatsächliche Nachfrageriveau anzupassen. Folglich stand der erfolgreiche Wechsel vom selbstentwickelten Softwaresystem hin zur Lösung von Shopify an. Schließlich kam der Fokus auf die Eigenmarke „Westwing Collection“ und die Kuratierung des Angebots hin zu Premiumangeboten. Diese arbeitsintensiven Schritte wurden über die letzten 3 Jahre konsequent abgearbeitet und waren Ende 2025 weitestgehend abgeschlossen.

Die stagnierenden Umsätze auf Konzernebene kaschieren die Erfolgsgeschichte der Eigenmarke Westwing Collection. In einem stagnierenden bzw. leicht rückläufigem europäischem Gesamtmarkt für Home & Living seit Ende 2021, konnte Westwing den Umsatz der Eigenmarke seit Q4 2021 um über 50% steigern.

Ab 2025 stand die Expansion in weitere 10 europäische Märkte mit dem Fokus auf die Vermarktung der Westwing Collection an. Dies ist auch der wesentliche Grund warum das Management für 2026 ein Umsatzwachstum im hohen einstelligen Prozentbereich ankündigt. Denn die Expansion in 10 neue europäische Märkte sollte seine volle Wirkung in 2026 entfalten. Die Expansion konnte über das Shopify Betriebssystem kosteneffizient durchgeführt werden. Die neuen Märkte werden über die bestehende Logistik beliefert. Anfangsinvestitionen für neue Märkte bestehen daher im Wesentlichen in Marketingaufwendungen wie z.B. Ausgaben für Influencer Marketing. Mit Großbritannien könnte demnächst ein weiterer wichtiger Markt angegangen werden.

Das Unternehmen verfügt zudem mittlerweile über 9 physische Verkaufsflächen. Die sehr guten Standorte erhöhen die Berührungspunkte und geben Interessenten die „touch&feel“ Erfahrung, welche beim Möbelkauf für viele Konsumenten von Nöten ist. Gleichzeitig beobachtet das Management einen positiven Effekt auf die Onlineumsätze in der Umgebung der neu eröffneten Ladenflächen.

Bei Westwing befinden sich nur ein kleiner Teil der Aktien im Streubesitz. Die Aktionärsstruktur ist über die letzten Jahre weitestgehend stabil. So konnte das Management zielstrebig aber auch in Ruhe an den Effizienzmaßnahmen arbeiten. Mit Rocket Internet hält ein Investor rund 30%, der in den letzten Jahren immer wieder für Schlagzeilen im Zusammenhang mit der Benachteiligung von kleineren Mitaktionären bei anderen Unternehmen sorgte. Allerdings ist bei Westwing die Situation so gelagert, dass eine Mehrheit von Aktien bei einer Reihe von anderen langfristig orientierten Anlegern liegt, die an einer deutlichen Steigerung des Aktienkurses höchstes Interesse haben sollten. Selbst wenn Rocket versuchen sollte die anderen Eigentümer zu benachteiligen, wofür ich derzeit keinen Anlass sehe,

wären die Erfolgssichten aus meiner Sicht aufgrund der Aktionärsstruktur gering. Bisher scheinen alle Aktionäre daran interessiert zu sein, das Management erfolgreich arbeiten zu lassen.

Westwing wird vom Markt mit EUR 250 Mio. bewertet. Das Unternehmen verfügt über eine freie Liquidität in der Bilanz von rund EUR 50 Mio. Der Umsatz könnte in 2026 gut EUR 470 Mio. erreichen, bevor er in 2027 an die EUR 500 Mio. Grenze wachsen könnte. Die operative Marge (EBIT) sollte bis dahin 5% erreichen.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von rund 6% auf meine Schätzung für 2026 (7% unter Berücksichtigung der freien Liquidität). Der *free cash flow* sollte über den Zeitraum von 2026 bis 2028 um rund 53% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Westwing erster Kauf: Juni 2020*

(*Erläuterung: 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**.)*



## 2. Fairfax Financial (6,0%; +1,2%)

Die Aktie von Fairfax Financial befand sich bereits seit 2019 in unserem Portfolio und erzielte seither eine annualisierte Rendite von 32,6% p.a. für den Fonds. Ich selbst folge dem Unternehmen seit 2013. Seit der Gründung des Unternehmens in 1985 konnte Fairfax den Buchwert pro Aktie um rund 19% p.a. steigern.

In 2025 knüpfte Fairfax an seine erfolgreiche operative Entwicklung an. Neben den erhöhten und planbaren Zinseinkünften und den starken Erträgen aus dem Versicherungsgeschäft entwickeln sich mittlereile auch die Unternehmensbeteiligungen zu einem beständigen Ertragsbringer. Ein Großteil der Unternehmensbeteiligungen wird zu Anschaffungspreisen bilanziert. Würden wir hier die aktuellen Werte ansetzen, so notierte die Aktie zum lediglich 1,2-fachen des Buchwerts. Ein deutlicher Abschlag zum Branchendurchschnitt trotz der relativ starken Ertragskraft des Unternehmens.

Zum Ende des Jahres wurde Fairfax in den kanadischen Leitindex TSX60 aufgenommen und könnte daher zukünftig ein höheres Anlegerinteresse erfahren. Dieses Jahr konnte die Aktie wiederum positiv zur Fondsperformance beitragen. Das Management hat aus meiner Sicht einen durchdachten Plan für verschiedene Szenarien und nutzt freiwerdende Liquidität aus dem Versicherungsgeschäft konsequent für den Rückkauf eigener Aktien (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten). Die Aktie notiert weiterhin zum rund 10-fachen des Gewinns. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Fairfax Financial: erster Kauf April 2019 / Verkauf März 2020 / Wiedereinstieg November 2020*



### **3. Implenia (4,9%; +3,1%)**

Das Schweizer Bauunternehmen ist auf den Tiefbau (insbesondere Tunnel) sowie den Bau von komplexen Hochbauprojekten (z.B. Datenzentren, Krankenhäuser und Forschungseinrichtungen) spezialisiert. Die Hauptmärkte sind die Schweiz und Deutschland.

Nach dem erfolgreichen Investment in der niederländischen Heijmans, investierte WertArt im ersten Halbjahr 2025 in den Schweizer Konkurrenten Implenia. Der scheidende Vorstandsvorsitzende Andre Wyss verbesserte seit 2019 sukzessive das Geschäftsmodell des Unternehmens. So verkaufte Implenia einen Teil des internationalen Geschäfts und zog sich aus den Bieterprozessen für kleinere Volumenaufträge mit niedrigen Margen und hohem Wettbewerb zurück. Mit der Übernahme von Wincasa in 2023 hat Implenia den Schritt in das weniger zyklische und höhermargige Gebäudemanagement unternommen.

Von der Investmentthese ähnelt Implenia unserem Investment in dem niederländischen Bauunternehmen Heijmans (verkauft im 2. Halbjahr 2024). Beide Unternehmen unterliefen in den letzten Jahren Effizienzsteigerungen und einer Neuorientierung des Geschäftsmodells, was zu einer Verfestigung der Profitabilität führte. Während Marktteilnehmer diese Entwicklung bei Heijmans bereits mit stark steigenden Kursen belohnt haben, bietet der Kurs von Implenia aus meiner Sicht noch erhebliches Aufwärtspotential.

Gleichzeitig sehe ich für die kommenden Jahre eine aufhellende Nachfrage nach den Dienstleistungen von Implenia. Während in der Schweiz aufgrund des Bevölkerungswachstums der Bedarf an Infrastruktur hoch bleibt, könnten die Investitionen in Deutschland aufgrund des Infrastrukturpakets zulegen. Implenia kann z.B. seine Expertise aus dem Tunnelbau in der Schweiz (siehe Gotthard Basis Tunnel) bereits für komplexe S-Bahnprojekte in Frankfurt und München nutzen. Auch in der Brückensanierung könnte Implenia seine umfassende Expertise einbringen. In 2025 konnte Implenia über eine Reihe von Auftragsgewinnen berichten und Anfang 2026 mit einem Großauftrag für die Schweizer Bahn daran anknüpfen. Das Management legt dabei großen Wert auf profitable Auftragsabschlüsse. Die Steigerung der Kapitalrendite hat bei der Auftragszusage Priorität, weshalb die Steigerung der operativen Marge auf die Zielgröße von 4,5% (aktuell 3,7%) aus meiner Sicht über die kommenden Jahre wahrscheinlich ist.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von rund 7% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte bis 2028 um rund 19% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Implenia: erster Kauf März 2025*

Molten

#### 4. Molten Ventures (4,8%; +1,3%) - *neues Investment*

Ein treffendes Beispiel dafür, wie sich unser Fonds an vielversprechenden Zukunftstechnologien beteiligt – und das zu attraktiven Bewertungen –, ist unser neues Engagement in **Molten Ventures**. Die börsennotierte Investmentgesellschaft investiert in junge Unternehmen und gehört zu den Venture Capital Investoren mit jahrzehntelanger Erfahrung und Reputation. Das ist entscheidend, um bei starken Unternehmensgründungen einen Fuß in die Tür zu bekommen. Molten Ventures investiert in Europa. Zwei recht bekannte Beteiligungen sind z.B. das Fintech **Revolut** aus London oder der Raketenentwickler **Isar Aerospace** aus München.

Insgesamt hält Molten Anteile an gut 100 Unternehmen. Die Beteiligungsquoten liegen meist im einstelligen bis niedrigen zweistelligen Prozentbereich. Investitionen werden zu einem Zeitpunkt getätigt, wenn das Geschäftsmodell bereits seine erste Bewährungsprobe erfüllt hat (Series a/Series B). Dabei machen rund 60% des Portfoliowertes die 16 größten Beteiligungen aus. Diese Unternehmen befinden sich bereits im Durchschnitt seit mehr als 5 Jahren bei Molten im Portfolio. Im letzten Jahr

konnten diese Kernbeteiligungen ihre Umsätze um im Schnitt um 36% steigern und nahezu die Hälfte arbeiteten in 2025 voraussichtlich profitabel.

Wie der gesamte Venture Capital Sektor geriet auch das Portfolio von Molten Venture nach der Hochphase in 2021 unter Druck. Seit 2023 haben sich die Werte allerdings stabilisiert. Gleichzeitig haben die Realisierungen von Investments über die letzten 18 Monate zugelegt.

Ab September 2025 konnte WertArt eine Position in Molten Ventures zu einem Abschlag von fast 50% auf den Buchwert aufbauen. Molten bietet uns die attraktive Möglichkeit an den stärksten europäischen Unternehmensgründungen aus KI, Fintech, Cybersicherheit, digitale Gesundheitslösungen, Quantum und Blockchain mit einem deutlichen Abschlag zu partizipieren. Teil der Investmentthese ist, dass sich der Abschlag auf den Buchwert in Zukunft wieder reduzieren und dem langfristigen Mittel annähern wird. Die Realisierungen aus den letzten Monaten am oder über Buchwert sprechen dafür, dass die Beteiligungen im Portfolio umsichtig bewertet werden. Gleichzeitig kauft Molten eigene Aktien zurück. Aus meiner Sicht ist es absehbar, dass Molten's Unternehmen zunehmend mehr Aufmerksamkeit erhalten, sei es durch Übernahmen oder neuen Finanzierungsrunden. (Prognosen unterliegen Unsicherheiten)

*Molten Ventures: erster Kauf September 2025*



## **5. Vallourec (4,2%; +0,4%)**

Vallourec produziert nahtlose Stahlrohre vornehmlich für die Förderung von Erdöl und Erdgas. Dabei konzentriert sich das Unternehmen auf Premiumrohre, die in ähnlicher Qualität nur von den Konkurrenten Tenaris und Nippon Steel produziert werden können. Vallourec verfügt über jahrzehntelange Erfahrungen, eine vertikal integrierte Produktion und damit über hohe technologische Eintrittsbarrieren. Diese Eintrittsbarrieren haben sich im Laufe des Jahres 2025 noch einmal erhöht, denn Valourec verfügt über eigene Fertigungskapazitäten in den USA und ist daher nicht von Tariffen auf Stahl in den USA betroffen. Somit konnte das Unternehmen seine Wettbewerbsvorteile gegenüber Wettbewerbern ausbauen. Das Geschäft außerhalb der USA sollte sich aufgrund der guten Auftragslage gerade bei der Offshore Förderung z.B. vor der Küste Südamerikas, aber auch im Nahen Osten beständig entwickeln. Weitere Auftragsvergaben Anfang 2026 deuten darauf hin.

Der steigende Bedarf an Erdgasförderung insbesondere für die Stromerzeugung (Elektrifizierung der Wirtschaftstätigkeit, höherer Strombedarf durch KI, etc) gibt dem Unternehmen aus meiner Sicht trotz einer gewissen Zyklik in der Nachfrage mittelfristig strukturelle Wachstumschancen. Hinzu kommt auch die Fragmentierung der Energieerzeugung aufgrund der Entwicklung hin zu einer multipolaren Weltordnung. Das Management betont zudem, dass weitere Effizienzmassnahmen die inherente Profitabilität über die Jahre steigen lassen sollten. Diese Massnahmen sollten mittelfristig die Profitabilitätslücke zu den Wettbewerbern schliessen und damit der Aktie eine höhere Bewertung durch Marktteilnehmer zugestehen.

Heute hat das Unternehmen seine Bilanz so weit gestärkt, dass in 2025 das erste Mal seit 10 Jahren wieder eine Dividende an die Aktionäre gezahlt wurde. Das Management hat immer wieder erklärt, dass eine solide Kapitalstruktur Priorität hat, um in der zyklischen Industrie bestehen zu können. Somit sollten die Fehler der Vergangenheit nicht wiederholt werden, als das Unternehmen eine zu hohe Verschuldung hatte. AcelorMittal übernahm in 2024 gut ein Viertel der Anteile vom Private Equity Investor Apollo. Damit besteht für die kommenden Jahre auch die Möglichkeit einer Übernahme. Anfang 2026 kündigte das Management die Ausschüttung von insgesamt EUR 500 Millionen bis zum Q3 2026 an die Aktionäre an.

Das Management erwartet über den Konjunkturzyklus ein durchschnittliches EBITDA von EUR 850 Mil. erzielen zu können. Auf dieser Basis wäre Vallourec für 2026 mit dem lediglich 4-fachen EBITDA bewertet. Auch für ein zyklisches Unternehmen erscheint die Bewertung zu niedrig. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von rund 11% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte bis 2028 um 2% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

Vallourec: erster Kauf im September 2023



## 6. Laboratorios Farmaceuticos Rovi (4,2%; +0,8%)

Das Unternehmen aus Madrid hat sich als einer der führenden Auftragshersteller für die biopharmazeutische Industrie (CMO) etabliert. Verschiedene Entwicklungen verleihen Rovi Rückenwind. Zum einen lagern mehr und mehr Pharmaunternehmen ihre Medikamentenproduktion an Auftragshersteller aus. Zum anderen hat sich die Angebotsseite in den letzten Jahren konsolidiert, was zu relativ knappen Kapazitäten auf dem Markt für Auftragshersteller führt.

Rovi hat zudem eine starke Stellung für Biopharmazeutika (biologics und biosimilars) die sich gegenüber chemisch synthetischen Arzneimitteln mehr und mehr durchsetzen. Außerdem verfügt das Unternehmen über langjährige Erfahrungen und Produktionskapazitäten im Bereich der injizierbaren Medikamente – ebenfalls ein Wachstumsmarkt. Auf dem in 2025 veranstaltetem Kapitalmarkttag hat das Management daher das CMO- Segment als Wachstumstreiber präsentiert.

Neben der Auftragsherstellung produziert und vertreibt Rovi eigene Medikamente. Der Großteil der Umsätze in diesem Segment stammt vom Verkauf niedermolekularer Heparine (NMH). NMHs werden zur Vorbeugung und Behandlung von Thrombosen, Lungenembolien und Herzinfarkten eingesetzt. Darüber hinaus entwickelt das Unternehmen eigene Medikamente. Okedi ist bereits zugelassen und wird zur Behandlung von Schizophrenie eingesetzt.

Rovi ist mehrheitlich in Familienbesitz und das Managementteam seit mehreren Jahrzehnten beim Unternehmen beschäftigt. Das Unternehmen erwirtschaftet hohe Kapitalrenditen, da von der FDA und EMA (US und EU-Arzneimittelbehörden) zertifizierte Produktionskapazitäten rar und die technologischen Eintrittsbarrieren für potentielle Wettbewerber hoch sind.

Der Kurs der Aktie kam post-Corona unter Druck, da die Gewinne aus der Produktion der mRNA-Impfstoffe zurückgingen. Gleichzeitig braucht die Anbindung neuer Kunden an die CMO-Kapazitäten Zeit, weshalb erst in 2026 wieder mit anziehenden Umsätzen auf Konzernebene zu rechnen ist. Das Management hat im Laufe des Jahres 2025 die sehr positiven Aussichten für die kommenden Jahre mehrfach bestätigt. Für uns ergab sich Anfang April die Möglichkeit eine Position zugünstigen Kursen aufzubauen.

Die Aktie notiert zu einer free cash flow yield von rund 3% auf meine Schätzung für 2026. Der free cash flow sollte bis 2028 um 44% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Rovi: erster Kauf April 2025*



## **7. DCC (3,9%; -0,1%)**

Das Unternehmen mit Sitz in Dublin ist ein Vertriebshändler für Brennstoffe. Das Unternehmen beliefert rund 10 Mio. Kunden in 12 Ländern. Flüssiggas ist dabei beispielsweise eines der Hauptprodukte. Die Kunden nutzen Flüssiggas für energieintensive Produktionsprozesse, mobile

Anwendungen und zum Heizen von Gebäuden. Die Beziehungen zu den Kunden bestehen häufig seit Jahrzehnten. So liefert DCC neben den Brennstoffen auch die Infrastruktur (z.B. die Flüssiggastanks).

Bei Flüssiggas hat DCC einen Marktanteil von 5% in den USA und Europa. Betrachten wir allerdings die europäischen Märkte in denen DCC bereits seit langem präsent ist, so dominiert das Unternehmen diese Märkte mit einem Marktanteil von rund 30%. DCC ist Marktführer bei Flüssiggas in Großbritannien, Frankreich und in Skandinavien. Gleichzeitig sind die Kundenbeziehungen stabil. DCC strebt eine organische Wachstumsrate von rund 3% an. Darüber hinaus wächst DCC vor allem über Zukäufe und konsolidiert so die Märkte, in denen das Unternehmen aktiv ist. Seit dem Börsengang in 1994 hat DCC mehr als 400 Akquisitionen weitestgehend erfolgreich getätigt.

Das Managementteam ist seit den neunziger Jahren bei DCC aktiv. Die Vergütung orientiert sich an den Aktionärsinteressen. Ebenso hält das Management einen erheblichen Betrag in Aktien von DCC.

Trotz guter operativer Entwicklung über die letzten Jahre lief der Aktienkurs seitwärts. Während der operative Gewinn zunahm, gingen die Kapitalrenditen leicht zurück. Das Management reagierte im November 2024 mit der Ankündigung alle Geschäftsbereiche (Medizintechnik und Technologie), die nicht dem Vertrieb von Energieträgern zuzuordnen sind zu verkaufen. Im April 2025 gab das Unternehmen dann den Verkauf der Medizintechniksparte bekannt.

Die Erlöse aus dem Verkauf nutzte das Unternehmen für den Rückkauf von knapp 14% der eigenen Aktien in 2025. Die Technologiesparte steht teilweise noch zum Verkauf.

Von je her waren die Kapitalrenditen in der Energiesparte am höchsten. Daher macht die Fokussierung des Geschäfts aus meiner Sicht Sinn. Die Wachstumsprognose des Managements – Verdopplung des operativen Gewinns bis 2030 gegenüber 2022 ist auf einem guten Weg. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von knapp 7% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte bis 2028 um knapp 16% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*DCC: erster Kauf Mai 2025*



## 8. Fuchs Stammaktien (3,8%; -0,2%)

Die Fuchs Aktie gehört zu den sogenannten Dividenden Aristokraten in Deutschland. Die Dividende konnte das Unternehmen in den letzten 23 Jahren jedes Jahr anheben. Das Unternehmen befindet sich mehrheitlich im Familienbesitz. In 2004 übernahm Stefan Fuchs die Leitung des Unternehmens von seinem Vater, der 41 Jahre den Chefposten innehatte.

Die Fuchs SE mit Sitz in Mannheim ist der führende unabhängige globale Hersteller und Vertreiber von Schmierstoffen. Der globale Markt für Schmiermittel stagniert seit Jahrzehnten bei einem Volumen von rd. 36 Mio Tonnen weltweit. Gleichzeitig konnte Fuchs seinen Umsatz in einem stagnierenden Markt über die Jahrzehnte hinweg sukzessive steigern. Von unter EUR 1 Mrd. im Jahr 2000 auf mehr als EUR 3,5 Mrd. im Jahre 2024.

Der Großteil des Marktes wird durch hochvolumiges margenschwaches Geschäft abgedeckt. Dieses Geschäft wird weitgehend von den vollintegrierten Anbietern mit eigenen Raffinerien bedient (z.B. Shell, ExxonMobil und Sinopec). Fuchs könnte nur in diesem Geschäft nicht konkurrieren, da das Unternehmen die (Grund)-Materialien einkauft und nicht selbst produziert. Fuchs bezeichnet sich daher bewusst als größten unabhängigen Anbieter von Schmierstoffen. Um sich vom Wettbewerb zu differenzieren, ergänzt Fuchs sein Sortiment daher mit dem kleinervolumigeren Spezialitätengeschäft. Anders als die großen Wettbewerber ist das Unternehmen mit seinen Technikern und Vertrieblern nahe bei den individuellen Bedürfnissen der Kunden angesiedelt. Anders als die kleineren Wettbewerber besitzt Fuchs allerdings die Skalierung, um als Vollsortimentanbieter kontinuierlich in die Entwicklung neuer Spezialprodukte zu investieren und global präsent zu sein.

So schafft es Fuchs z.B. bei Elektroantrieben sein Sortiment zügig anzupassen - und hier auch außerhalb von rohölbasierten Schmierstoffen Fuß zu fassen. Ähnlich wie bei herkömmlichen Antriebsarten werden auch bei Elektroautos rund 70 verschiedene Schmierstoffe benötigt, um den Betrieb des Fahrzeugs zu gewährleisten.

Selbst im hochvolumigen Automobilsektor schafft es Fuchs so mit Spezialitäten hohe Marktanteile zu generieren (z.B. 60% bei Stoßdämpfern und 60% bei elektrischer Lenkung). Im Automobilsektor kommt dem Unternehmen die gute Position im After Market Geschäft zu Gute. Laut Unternehmen machen Automobile rd. 30% des Umsatzes aus (davon 2 Drittel im After Market Geschäft), 20% stammen aus

dem Bergbau/Energie und der Rest entfällt auf eine Vielzahl an verschiedenen Industrien. Keine Produktgruppe macht mehr als 3% des Umsatzes aus, wodurch die Spezialisierung von Fuchs noch einmal verdeutlicht wird.

Somit nimmt Fuchs eine führende Position im Geschäft für Spezialschmierstoffe ein. Neue Produktgruppen werden häufig auch über Zukäufe erschlossen. Da Fuchs als Familienunternehmen auftritt, hat es bei den häufig familiengeführten Übernahmezielen eine gute Position im Hinblick auf die kulturelle Vereinbarkeit der aufgekauften Unternehmen. Die Kombination aus Übernahmen und der Fokus auf spezielle und neu auftretende Anwendungsgebiete ließ Fuchs über die Jahre in einem stagnierenden Gesamtmarkt kontinuierlich wachsen. Für die starke Marktposition des Unternehmens sprechen auch die attraktiven Kapitalrenditen, welche das Unternehmen seit langem erzielt und damit Mehrwert für seine Eigentümer schafft.

An der Börse notieren sowohl die Fuchs Vorzugsaktien als auch die Stämme. WertArt konnte die Stämme zu einem Abschlag von rund einem Viertel auf die Vorzüge kaufen. Dies ist möglich, da das Handelsvolumen in den Vorzugsaktien höher als in den Stammaktien ist (die Vorzüge sind Teil des MDAX). Die Vorzugsaktien handeln daher mit einem deutlichen Aufschlag gegenüber den Stammaktien. Gleichzeitig erhalten wir mit einem geringeren Kapitaleinsatz beim Kauf der Stammaktien den gleichen Anteil am Gewinn wie die Eigentümer der Vorzugsaktien.

Fuchs berichtete in 2025 von einem stagnierenden Geschäftsverlauf aufgrund des schwachen US-Dollars und höheren Investitionen in Personal und IT. Bei meinem Treffen mit dem Unternehmen war vor allem das derzeitig geringe Angebot an Übernahmemöglichkeiten ein Thema. Mittelfristig plant das Management auch den Einsatz von Fremdkapital, um größere Zukäufe zu ermöglichen. Da das Management über jahrzehntelange Erfahrung in der Integration von Übernahmen verfügt und attraktive Renditen auf die Investitionen erzielen konnte, entsteht dadurch Wachstumspotential sofern sich verkaufswillige Abnehmer finden lassen.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von rund 9% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte über den Zeitraum von 2026 bis 2028 um knapp 7% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Fuchs Stammaktien: erster Kauf Dezember 2024*



## 9. IP Group (3,8%; +0,1%)

Die IP Group ist ein börsennotiertes britisches Investmentunternehmen, das sich auf die Finanzierung und Entwicklung von Ausgründungen aus universitärer Forschung spezialisiert hat. Dabei unterhält das Unternehmen teilweise exklusive Partnerschaften mit Topuniversitäten.

Ähnlich wie bei Molten Ventures werden die Beteiligungswerte konservativ bilanziert. Die Investments werden allerdings in deutlich früheren Phasen der Unternehmensentwicklung eingegangen als bei Molten Ventures und das Portfolio hat einen geringeren Anteil an reifen und bereits profitablen Unternehmen. Nach der Euphorie in 2021 kam der Aktienkurs unter Druck, was das Management bisher zum Rückkauf von fast 18% eigener Aktien nutzte. Über den Zeitraum des Fiskaljahres 2025 bis 2027 plant das Unternehmen zudem insgesamt rund GBP 250 Mio. an Veräußerungen. Das entspräche fast der Hälfte der aktuellen Marktkapitalisierung und könnte als Validierung der Bilanzwerte das Vertrauen der Marktteilnehmer erhöhen. Denn derzeit notiert die Aktie zu einem historisch betrachteten hohen Abschlag auf den Net Asset Value von über 40%.

Profitieren könnte die IP Group zusätzlich von der kürzlich angekündigten Übernahme von Metsera durch das Pharmaunternehmen Pfizer. Die IP Group hält die Rechte an Wirkstoffen, welche Metsera derzeit für die Entwicklung von Medikamenten nutzt. Im Erfolgsfall könnte die IP Group Meilensteinzahlungen und Lizenzgebühren erhalten, die einen dreistelligen Millionbetrag erreichen könnten. Ein Investment in der IP Group bietet daher eine Reihe an attraktiven Optionalitäten, die im aktuellen Kurs aus meiner Sicht nicht reflektiert sind. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*IP Group: erster Kauf Oktober 2025*



## 10. Materialise (3,5%; -0,8%)

Materialise ist im Bereich Additive Manufacturing (3D Druck) tätig. Das Unternehmen bedient das Gesundheitswesen mit personalisierten Implantaten sowie Dienstleistungen für die Operationsplanung und bietet Krankenhäusern sowie Medizintechnikunternehmen Softwarelösungen für die Entwicklung, Herstellung und Skalierung eigener On-Demand-Produkte an. Laut Unternehmen

wurden über die letzten 3 Jahrzehnte bereits mehr als 10 Millionen Kunden mit den Medizin Lösungen von Materialise behandelt. Der Segmentumsatz im Bereich Medical konnte über die letzten Jahre um 15% p.a. zulegen und die operativen Margen (EBITDA) erreichen mittlerweile über 30%. Fast 50% der Umsätze stammen mittlerweile aus dem Medical Segment.

Trotz der positiven Entwicklung im Bereich Medical wird die operative Entwicklung auf Konzernebene von den anderen beiden Segmenten überschattet. Zum einen hinkt die Marktdurchdringung des 3D Drucks außerhalb des Gesundheitswesens hinter den ursprünglichen Erwartungen zurück. Das trifft das Software Segment, wo Materialise zu den führenden Anbietern gehört. Zum anderen leidet das Segment Auftragsfertigung unter der industriellen Schwäche und zwar insbesondere im Automobilbau.

Seit 2024 ist Brigitte de Vet-Veithen Vorstandsvorsitzende, die das Ruder vom Gründerehepaar übernahm. Brigitte de Vet-Veithen hat auch deshalb den Vorsitz übernommen, weil sie in den vergangenen Jahren das Medical Segment erfolgreich geführt hat. Nun erfolgen erste Schritte, um die Profitabilität des Gesamtkonzerns zu erhöhen. So wurden bereits in 2025 Kosteneinsparungen in der Auftragsfertigung umgesetzt. Der Fokus richtet sich in der Forschung nun deutlicher auf die Kapitalrentabilität der Projekte. Gleichzeitig bestätigt das Management in Gesprächen und Analystencalls, dass das Medical Segment über weiterhin sehr gute Wachstumsaussichten verfügt.

Selbst wenn die anderen beiden Segmente nicht positiv zum Wachstum beitragen sollten, so erwarte ich, dass das Medical Segment über die kommenden Jahre die Profitabilität des Gesamtkonzerns erheblich verbessern wird.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von rund 4% auf meiner Schätzung für 2026 (5% unter Berücksichtigung der freien Liquidität in der Bilanz von Materialise). Der *free cash flow* sollte von 2026 bis 2028 um rund 39% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Materialise: erster Kauf November 2022*

# 4

## 11. 4Imprint (3,3%; +0,3%)

Mit einem Marktanteil von gut 5% ist 4Imprint der führende Anbieter von Werbeartikeln in Nordamerika. Kugelschreiber, T-Shirts oder Tassen werden mit dem Logo des Kunden bedruckt und dienen als Werbeträger.

Seit 2016 konnte 4Imprint seinen Marktanteil organisch (ohne Zukäufe) von 2,4% auf 5,1% steigern. Marketing, Produkttiefe und Nutzerfreundlichkeit sind die Haupttreiber im Ausbau des Wettbewerbsvorteils. Das Unternehmen ist in einem Markt mit mehr als 26.000 Anbietern tätig, von denen weniger als 1.000 einen Umsatz von mehr als USD 2,5 Mio. erzielen. Zum Vergleich erwartet 4Imprint in 2025 einen Umsatz von USD 1,3 Mrd. Das Unternehmen kann seine Größenvorteile gegenüber dem Wettbewerb ausspielen. Der Markt für Werbeartikel ist über das letzte Vierteljahrhundert um rund 2,1% p. a. gewachsen. Beide Komponenten zusammen - Marktanteilsgewinne und Marktwachstum - führten über die letzten Jahrzehnte zu einer hohen Zunahme an Umsatz und Profitabilität.

Der amtierende CEO arbeitet seit 1991 für das Unternehmen. Die Entlohnung des Managements ist angemessen und auf die Ziele des Unternehmens (nachhaltige Gewinnung von Marktanteilen durch organisches Wachstum) ausgelegt. 4Imprint erzielt hervorragende Kapitalrenditen.

In 2025 stand der Aktienkurs unter Druck, da Marktteilnehmer befürchteten Zölle und eine schwächere Wirtschaft in den USA könnten operative Entwicklung von 4Imprint beeinträchtigen. Im Verlaufe des Jahres berichtete das Management allerdings über eine robuste Nachfrage. In der derzeitig schwierigen Situation sollte 4Imprint weitere Marktanteile von Wettbewerbern hinzugewinnen können. Das Unternehmen könnte dann im Laufe der nächsten Jahre um so mehr von einer Belebung der Nachfrage profitieren.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 6,5% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte bis 2028 um 7% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*4Imprint erster Kauf: März 2025*



## 12. Wix.com (3,3%; -3,1%)

In 2025 konnte Wix an seinem Umsatzwachstum festhalten. Die Konvertierung von Nutzern hin zu zahlenden Kunden entwickelte sich ebenfalls sehr erfreulich. Der Aktienkurs wandelte in 2025 zwischen KI-Euphorie und KI-Skepsis. Zum Jahresende hin überwog die Skepsis der Marktteilnehmer.

Letztendlich geht es um die Frage, wie kleine und mittlere Betriebe in Zukunft Internetseiten erstellen und betreiben werden. Wix bietet nicht nur den Baukasten zur einfachen Erstellung von professionellen Websites, sondern seinen Kunden auch die Integration in die digitale Wertschöpfung an. Daher ist das Angebot von Wix derzeit für viele Kleinunternehmener ein integraler Bestandteil ihres Geschäfts, den sie für einen relativ geringen Preis erhalten. Die frühe Einführung von KI in die Wix Produktpalette erleichtert den Nutzern den Umgang mit der Wix Softwaredienstleistung.

Nun besteht das Risiko, dass das Geschäftsmodell durch KI Agents in den kommenden Jahren disruptiert wird. Denn mittlerweile lassen sich Webseiten auch über KI-Modelle erstellen. Gleichzeitig könnte Wix sich aber auch zu einem Hauptprofiteur von KI entwickeln. Denn KI ist mittlerweile Bestandteil des Angebots. Anfang 2026 soll ein weiteres wichtiges KI-Produkt eingeführt werden. Für die Nutzer wird es immer einfacher die Wix Produkte zu nutzen, was die Wahrscheinlichkeit einer Konvertierung hin zu zahlenden Kunden erhöhen könnte. Aus meiner Sicht wird der Nutzen des Produkts (vollintegrierte Produktpalette die weit über das Erstellen einer Website hinaus geht) die Kunden weiterhin überzeugen. Zusätzlich könnte das Unternehmen durch den Einsatz von KI zukünftig selbst kosteneffizienter arbeiten. Gleichwohl ist mir bewusst, dass bei diesem Investment erhöhte Aufmerksamkeit hinsichtlich der KI-Disruption des Geschäftsmodells gefragt ist.

Zusätzlich hat Wix.com in 2025 mit der Übernahme von Base 44 den Schritt in das aussichtsreiche Vibe Coding unternommen. Deutlich wird hier, dass das Management aktiv an der technologischen Entwicklung teilnimmt. Denn Wix besetzt mit Base 44 einen interessanten Markt. Nicht die Nutzer mit Kenntnissen in Programmierung sind die Zielgruppe, sondern ähnlich wie bei dem Websitebuilding von Wix geht es um die Kleinunternehmer. Diese können nun ohne Programmierungskenntnisse auf Base 44 Software Applikationen erstellen und damit ihre Geschäftsabläufe kostengünstig effizienter gestalten. Die Wachstumsraten bei Base 44 sind enorm. Gleichzeitig konzentrieren sich Marktteilnehmer auf die im Laufe des Jahres angestiegenen Marketingkosten für die Neukundengewinnung bei Base 44. Skepsis besteht gegenüber der zukünftigen Profitabilität von Base44.

Wix hat Base 44 für USD 80 Mio im Jahr 2025 übernommen. Inklusive Erfolgszahlungen und Marketingaufwendungen belaufen sich die Kosten bisher wohl auf rund USD 200 Mio. (meine Schätzung). Die wiederkehrenden Umsätze (ARR) könnten zum Ende des Jahres bei rund USD 100 Mio. liegen. Ein Verhältnis von 2 von Investment zu ARR erscheint im Vergleich zu den Bewertungen der Wettbewerber sehr günstig und spricht für die Fähigkeit des Managements Kapital effizient zu allokieren. Mit einer derzeitigen Marktkapitalisierung von gut USD 5 Mrd. und einem freien Cash Flow für 2025 von USD 600 Mio. bei 30% Marge und gut 10% Wachstum erscheint auch die Aktie zu tief bewertet.

Für 2026 handelt die Aktie mit einer *free cash flow yield* von 12%, während das Wachstum des *free cash flow* über die kommenden Jahre bei 15% liegen sollte. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Wix: erster Kauf Februar 2022*



### 13. DeNA (3,3%; -0,5%)

Die japanische DeNA hat zwei etablierte Segmente. Zum einen gehören DeNA die Baseballmannschaft Yokohama BayStars und das zugehörige Stadion mit einer Kapazität von mehr als 30.000 Zuschauern. Baseball ist in Japan sehr populär. Die BayStars konnten die japanische Meisterschaft in 2024 zum dritten Mal in der Vereinsgeschichte gewinnen.

Zum anderen vertreibt DeNA Spiele für Mobiltelefone. Hier arbeitet das Unternehmen auch mit Nintendo zusammen. Seit 2024 profitiert das Geschäft von der Einführung des neuen Handyspiels *pokemon tcg pocket*, welches sich für DeNA zu einem Blockbuster entwickelt hat. Derzeit wird das Spiel laut Management von monatlich durchschnittlich 30 Mio. Nutzern gespielt.

Hinzu kommt das *social streaming* Geschäft, das vornehmlich unter der Marke *pococha* betrieben wird. Hier zeigen Influencer *live performance* über das Internet. Seit 2020 ist *pococha* stark gewachsen. In Japan ist das Geschäft profitabel. In den USA und in Indien investiert DeNA in die Verbreitung der *pococha app*.

Das neueste Segment sind digitale Lösungen im Medizinbereich. DeNA bietet hier Lösungen für die digitale Datenverarbeitung und Prozessoptimierung. Z.B. erleichtern die Produkte die sichere und effiziente Kommunikation zwischen medizinischem Personal und die Weitergabe von

Patienteninformationen. Daneben tritt DeNA als Venture Capital Investor für junge japanische Unternehmen auf.

Die Integration von KI in die Geschäftsabläufe ist bei DeNA im vollen Gange. Zudem arbeiten die Mitarbeiter an der Entwicklung von KI-Applikationen. Ebenfalls erfolgten erste Investments in japanische KI-Unternehmen über die hauseigene Venture Capital Gesellschaft.

Wie viele japanische Unternehmen hält das Unternehmen einen hohen Cash Anteil in der Bilanz und Beteiligungen an anderen Unternehmen. 70% der Marktkapitalisierung werden durch das Beteiligungsportfolio sowie die Nettoliquidität abgedeckt. Das Management hat sich zum Ziel gesetzt eine Eigenkapitalrendite von mindestens 8% zu erzielen. Dies mag zunächst niedrig erscheinen – ziehen wir allerdings die Überkapitalisierung der Bilanz mit in Betracht – dann ergibt sich hieraus ein erhebliches Potential für Gewinnwachstum. Erste Schritte hin zu einer besseren Kapitaleffizienz wurden in den letzten Jahren über den Rückkauf von Aktien und den Abbau des Beteiligungsportfolios bereits unternommen.

Das Management verfolgt das Ziel zunächst bis 2026 einen nachhaltigen operativen Gewinn von JPY 15 Mrd. zu erzielen. Dieses Ziel wird derzeit weit übertroffen, was auf den Erfolg des Videospels *pokemon tcg pocket* zurückzuführen ist. Die Zielmarke des Managements erscheint daher konservativ. Der aktuelle Börsenwert beträgt JPY 280 Milliarden. Gleichzeitig besitzt das Unternehmen eine Netto Cash/Beteiligungs Position von JPY 194 Milliarden. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 4% auf meine Schätzung für 2025 (13% unter Berücksichtigung der Nettovermögenswerte). Der *free cash flow* sollte von 2026 bis 2028 um 17% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*DeNA: erster Kauf November 2019*



#### **14. SharingTechnology (+0,3%; 3,1%) – neues Investment**

Die japanische Sharingtechnology betreibt eine der größten digitalen Plattformen für Lebens- und Haushaltsdienstleistungen in Japan. Das Unternehmen verbindet private Haushalte mit lokalen Dienstleistern zur Lösung alltäglicher, oft dringender Probleme wie verlorene Schlüssel, Wasserschäden, Schädlingsbekämpfung, Gartenpflege oder Tierbestattungen. Viele der Dienstleistungen sind nicht aufschiebbar.

Kern des Geschäfts sind die sogenannten „Seikatsu 110“-Websites, von denen mittlerweile rund 200 spezialisierte Portale aktiv sind. Nutzer können über diese Portale rund um die Uhr Serviceanfragen stellen, die zentral über ein eigenes Callcenter entgegengenommen werden. Anschließend werden die Anfragen an geprüfte, spezialisierte Partnerbetriebe vermittelt. Die Monetarisierung erfolgt überwiegend erfolgsbasiert, entweder nach erfolgreicher Leistungserbringung oder bereits bei der Vermittlung.

Operativ zeigt Sharingtechnology seit mehreren Jahren Umsatzwachstum im zweistelligen Bereich. Das Unternehmen profitiert von wiederkehrender Nachfrage und einer stetig wachsenden Zahl an Partnerbetrieben, die zuletzt bei fast 7.000 lag. Seit einigen Jahren investiert das Unternehmen zudem in das Angebot hauseigener Dienstleistungen. Damit sinkt die Anhängigkeit von Partnerunternehmen und die Qualität der Dienstleistungen kann einfacher gesteuert werden.

In der Planung setzt Sharingtechnology auf strukturelle Wachstumstreiber. Der demografische Wandel in Japan mit einer stark alternden Bevölkerung erhöht die Nachfrage nach haushaltsnahen Dienstleistungen deutlich. Gleichzeitig nimmt die Zahl der Einpersonenhaushalte zu, was die Abhängigkeit von externen Serviceanbietern verstärkt. Auch die zunehmende digitale Affinität älterer Bevölkerungsgruppen unterstützt das Plattformwachstum. Parallel dazu soll die Datenbasis stärker genutzt werden, um Matching, Preisfindung und Servicequalität weiter zu optimieren.

Das für japanische Verhältnisse relativ junge Management Team ist selbst am Unternehmen beteiligt. Aktienrückkäufe und die Einführung einer Dividende unterstreichen die positive Einstellung gegenüber den Aktionären. Mit 20% hält ein aktivistischer Investor eine substantielle Beteiligung am Unternehmen. Die enge Zusammenarbeit mit engagierten Großaktionären sollte die Governance stärken.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von rund 7% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte bis 2028 um 11% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*SharingTechnology: erster Kauf Januar 2025*



## 15. Knight Therapeutics (3,0%; +0,2%)

Knight hat sich über die letzten Jahre als Vertriebspartner für die pharmazeutische Industrie in Kanada sowie Mittel- und Südamerika etabliert. Für internationale Pharmaunternehmen ist der Vertrieb ihrer Medikamente in relativ kleinen Märkten häufig nicht den Aufwand wert oder sie verfügen nicht über die nötigen Ressourcen. Knight übernimmt daher für die Konzerne den Zulassungsprozess des Medikaments in der jeweiligen Jurisdiktion und vertreibt die Medikamente per Lizenzvereinbarung. Ergänzt wird das Produktpotfolio durch eigene Medikamente und Generikamarken, die Knight im Eigentum hält.

Mit der Übernahme von Paladin in 2025 stärkt Knight die Präsenz in Kanada. Paladin ist für die Vorstandsvorsitzende Samia Shakira und ihr Team ein alter Bekannter. So verkaufte das Vorgängerunternehmen von Knight Therapeutics in 2014, bei dem Shakia ebenfalls im Management war, Paladin an den Konkurrenten Endo. Mit der diesjährigen Transaktion holt sich Knight eine Reihe von Medikamenten und vor allem Vertriebspower in Kanada zurück. Paladin sollte sich in Knight daher gut integrieren lassen.

Knight investiert derzeit in eine Reihe von Produkteinführungen, die in den kommenden Jahren das Wachstum beschleunigen sollten. Gleichzeitig sollte mittelfristig laut Management die Einführung der neuen Produkte die operative Marge ausweiten. Das Management scheint von der Strategie überzeugt zu sein und kauft aus Eigenmitteln seit Jahren Aktien auf. Auch Knight selbst reduziert sukzessive die Anzahl der ausstehenden Aktien. Der Aktienkurs hingegen konnte bisher noch nicht überzeugen. Eine Sorge der Marktteilnehmer mag in der Abhängigkeit von Südamerika liegen, die mit Währungsrisiken (siehe Argentinien) und möglichen unvorhersehbaren Gesetzesänderungen einhergeht. Gleichzeitig scheint die Wettbewerbssituation weniger stark ausgeprägt als in Europa oder Nordamerika. Knight etabliert sich mehr und mehr als verlässlicher Partner für Pharmaunternehmen, was sich auch in einem stetigen Fluss an neuen Lizenzvereinbarungen widerspiegelt. Mit der Übernahme von Paladin in Kanada wird sich der Kanada-Anteil am Umsatz in 2026 voraussichtlich auf 25% erhöhen.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von rund 13% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte von 2026 bis 2028 um rund 7% per annum zulegen können. (Prognosen unterliegen Unsicherheiten)

*Knight Therapeutics: erster Kauf März 2019*



## 16. Greenlight Re (2,9%; +0,1%)

Greenlight Re ist ein spezialisierter Rückversicherer, der sein klassisches Underwriting-Geschäft mit einer stark ausgeprägten Investmentkomponente kombiniert. Das Geschäftsmodell basiert auf einem vergleichsweise kurzen Schadenabwicklungsprofil, da der Fokus bewusst auf Short-Tail-Risiken liegt, um langfristige Inflations- und Reservierungsrisiken zu begrenzen. Parallel dazu investiert Greenlight Re einen erheblichen Teil des Eigenkapitals in das Solasglas-Portfolio, das von Greenlight Capital unter Leitung von David Einhorn gemanagt wird. Ergänzt wird dies durch den sogenannten Innovationsbereich, in dem Greenlight Re gezielt in Insurtechs investiert und gleichzeitig als Rückversicherungspartner für deren Prämievolumen fungiert.

Das Unternehmen konnte über die letzten Jahre die operative Entwicklung deutlich verbessern. Denn das Rückversicherungsgeschäft war über mehrere Jahre defizitär, erzielt aber mittlerweile regelmäßig Überschüsse (Combined Ratio über die letzten 36 Monate von im Durchschnitt 98%). Hier sollte das Management in den kommenden Jahren weitere Fortschritte erzielen können. Das Beteiligungsportfolio bietet uns Optionalität in Hinblick auf mittelfristige Wertsteigerung einzelner Insuretech-Unternehmen. Der Solaglas Fonds investiert in Makro-Themen und nutzt die Möglichkeit am Finanzmarkt Shortpositionen einzugehen. Zwar notiert die Aktie weiter unter Buchwert, die Bewertung hat sich aber im Laufe der letzten Jahre vom Tief deutlich erhöht und sollte mit einer Verfestigung der operativen Entwicklung weiter zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Greenlight Re: erster Kauf April 2022 / Verkauf November 2024 und Wiedereinstieg April 2025*



## 17. Birkenstock (2,8%; -0,3%) - neues Investment

Birkenstock mit Sitz in Rheinland-Pfalz ist ein Schuhhersteller dessen Wurzeln bis in das Jahr 1774 zurückreichen. Das Unternehmen folgt dem Motto des „Naturgewollten Gehens“. So ist das Fussbett bei Birkenstock auf das Barfußgehen auf nachgiebigen Boden angepasst. Das ist für Kunden nicht nur bequem, sondern fördert laut Unternehmen auch die Fußgesundheit. Vom Gesundheitsschuh hat sich

Birkenstock über die Jahrzehnte zum beliebten Modeartikel entwickelt. Die Nachfrage nach den Produkten ist so stark, dass Oliver Reichert (Vorstandsvorsitzender seit 2013) kürzlich sagte, wenn Birkenstock heute 10 Millionen Paar Schuhe nach Asien lieferte, wären diese innerhalb von einer Woche verkauft.

Im ganzen letzten Geschäftsjahr verkaufte Birkenstock 38 Millionen Paar Schuhe. Was den Schuhhersteller besonders macht ist die vertikale Produktion im Vergleich zu Wettbewerbern, die bei Auftragsfertigern vornehmlich in Asien produzieren lassen. Birkenstock produziert hingegen hauptsächlich in Deutschland und Portugal in eigenen Werken. Das Unternehmen investiert gerade an verschiedenen Standorten mit dem Ziel die Produktionskapazität um rund 10% per annum zu steigern.

Die Markenstrategie ist auf Knappheit ausgelegt. Laut Management ist die Nachfrage deutlich höher als das Angebot. Eine bewusste Entscheidung, um die Marke zu stärken. Im Geschäft mit Händlern (B2B) achtet das Unternehmen auf niedrige Lagerbestände und erreicht den Abverkauf zu 90% zum regulären Preis. D.h. die Discounts, welche Händler ihren Kunden geben sind im Vergleich zu Wettbewerbern sehr gering. Daneben verkauft Birkenstock über das Internet und über mittlerweile 97 eigene Läden die Schuhe direkt an die Kunden (DTC). Laut Management ist das DTC-Geschäft 2,4-mal profitabler für Birkenstock als das B2B Geschäft. Bis 2027 soll daher die Anzahl der Läden auf 150 erhöht werden.

Besonders hohe Marktanteile hält das Unternehmen im Verkauf von Sandalen und Glogs. Dabei geht der Trend in den letzten Jahren von der open toe Sandale hin zu closed toe. Das Model Boston erfreut sich besonderer Beliebtheit. Mittlerweile bietet Birkenstock auch Schuhe und Stiefel an. Gerade bei Kunden die bereits die Sandalen besitzen, erfreuen sich die Produkterweiterungen großer Beliebtheit.

In seiner Vorschau für 2026 hat das Management auf verschiedene Schwierigkeiten hingewiesen, die aus meiner Sicht aber kein Grund zur Sorge für die kommenden Jahre darstellen sollten. Zum einen werden die Profitabilität und Umsatzwachstum in 2026 unter dem starken Euro leiden, denn die Kosten fallen im Wesentlichen in der Eurozone an. Zum zweiten werden die US-Zölle ihre volle Wirkung entfalten. Unter den Zöllen wird die Bruttomarge leiden, da nicht der volle Effekt an die Kunden in den USA weitergegeben wird.

Seit gut einem Jahr beobachtet das Management, dass Konsumenten wieder vermehrt in Einkaufsläden shoppen und dabei den markenübergreifenden Einzelhandel (sprich Einkaufszentren) bevorzugen. Dies scheint besonders bei der Gen Z (Kunden bis 28 Jahre) der Fall zu sein. Die ausgesuchten Händler positionieren die Birkenstock Produkte visibel und machen für das Unternehmen Werbung. Gleichzeitig ist das B2B Geschäft aber weniger profitabel als DTC und das

Angebot begrenzt. Birkenstock richtet sich nach seinen Kunden, die B2B gegenüber DTC derzeit bevorzugen. Das Margenpotenzial wird daher bewusst nicht ausgeschöpft. Die Stärkung und Langlebigkeit der Marke hat Priorität.

Betrachten wir die Eigentümerstruktur, so werden rund 62% der Aktien von einem Private Equity Investor (L Catterton) gehalten. Der Investor steht in direkter Verbindung mit dem Luxuskonzern LVMH. So ist Alexandre Arnault, der Sohn des LVMH-Firmenlenkers im Aufsichtsrat von Birkenstock vertreten. L Catterton hat die Beteiligung im zurückliegenden Jahr bereits abgebaut. So lastet die Erwartung eines weiteren Abverkaufs auf der Bewertung der Birkenstock Aktie.

Zusammengefasst lasten diese Probleme derzeit zwar auf der Aktie, sind im Vergleich zu anderen Konsumwerten allerdings über einen Zeitraum von drei Jahren für uns aus meiner Sicht gut zu überstehen.

Denn Birkenstock erzielt in allen drei Regionen (Amerika, Europa und Asien) voraussichtlich auch in 2026 Wachstum und verfügt vor allem in Asien über erhebliches Potential. Schon heute erzielt Birkenstock in Asien die höchsten durchschnittlichen Verkaufspreise. Im Konferenzcall für das Ende des letzten Geschäftsjahrs, konnte das Management bereits über die sehr gute Nachfrage insbesondere in den USA im ersten Quartal des neuen Geschäftsjahres (von Oktober bis Dezember) berichten. Damit scheint sich Birkenstock von der allgemeinen Kaufzurückhaltung der US-Konsumenten bisher abkoppeln zu können.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von rund 6% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte von 2026 bis 2028 um rund 15% per annum zulegen können. (Prognosen unterliegen Unsicherheiten)

*Birkenstock: erster Kauf Dezember 2025*



## **18. The Gym Group (2,7%; -0,2%)**

Der Betreiber von günstigen Fitnessstudios in Großbritannien konnte in 2025 an sein Wachstum aus den Jahren 2024 und 2023 anknüpfen. In den letzten Jahren konnte das Unternehmen seine Preise erhöhen, bleibt aber weitestgehend günstiger als die direkten Wettbewerber im low cost gym Segment. Mehr als die Hälfte der Mitglieder nutzt die Fitnessstudios der Gym Group mehr als 4-mal

pro Monat. Das ist ein gutes Zeichen für die Kundenbindung und eine Reduzierung der Kundenfluktuation.

Insbesondere die Altersgruppe bis 28 Jahren (Gen Z) priorisiert Ausgaben für Fitness und Gesundheit. Rund 40% der Neukunden gehören mittlerweile der Gen Z an. Darüberhinaus expandiert The Gym Group in das wachsende Segment der Mitarbeiterprogramme. Mitarbeitenden von Unternehmen wird über das Partnerunternehmen Wellhub der Zugang zu den Gym Group Studios ermöglicht. Mehr als zwei Drittel der Studios sind bereits an ein Arbeitnehmerprogramm angeschlossen. Dadurch könnte die Auslastung der Studios in Zukunft erhöht werden.

Bereits heute erzielt das Unternehmen beachtliche Liquiditätsüberschüsse, die das Unternehmen in die Eröffnung neuer Studios investiert. Diese Studios sollen mittelfristig 30% Kapitalrenditen erzielen. Derzeit liegt die Kapitalrendite für etablierte Studios konzernweit bei rund 25%. Anfang Januar gab das Management bekannt die Expansion aufgrund der guten Entwicklung zu beschleunigen. Gleichzeitig wird das Unternehmen dieses Jahr ein Aktienrückkaufprogramm durchführen.

Die Aktie notiert zu einer free cash flow yield von knapp 15% auf Basis meiner Schätzung für 2026 (vor den Wachstumsinvestitionen in neue Studios). Der free cash flow sollte bis 2028 um 13% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*The Gym Group: erster Kauf im April 2019*



### **19. PayPal (2,7%; -1,3%)**

PayPal's Zahlungsdienstleistungen leisten jährlich über 26 Mrd. Transaktionen für über 430 Mio. Kundenkonten. Mehr als 30 Mio. Händler sind an das Netzwerk angeschlossen. Daraus entstehen riesige Datenschätze, die das Unternehmen nun für gezielte Händlerwerbung nutzen wird. PayPal steckt daher mitten in einer Phase der Produktinnovation. In Deutschland erfreut sich z.B. die Einführung der Debit Card großer Beliebtheit, wodurch die Omni-Channel Präsenz ausgebaut wird. Zudem hat das Unternehmen Kollaborationen mit den großen US-Techkonzernen geschlossen, um Lösungen für Agentic AI Commerce zu entwickeln. PayPal könnte dabei direkt als Checkout Funktion in die KI-modelle eingebunden werden bzw. die Händler dabei unterstützen von ChaGPT, Gemini und Co. Gefunden zu werden. Das neue Produkt Fastlane erfreut sich ebenfalls zunehmender Beliebtheit bei Händlern, da Kundendaten zeitsparend im Checkout Prozess kopiert werden und so die Conversion

für den Händler erhöhen. Während PayPal bei jüngeren Konsumenten häufiger durch andere Zahlungsformen ersetzt wird, nutzen junge Konsumenten mit großer Nachfrage das digitale Zahlungstool Venmo. Venmo wird vom Unternehmen nun zunehmend monetarisiert.

Der Wettbewerb durch neue und bestehende Zahlungsdienstleister nimmt stetig zu. Gleichzeitig geht PayPal mit Wettbewerbern wie Google auch immer wieder Kooperationen ein. Ich sehe bei PayPal die seit gut 2 Jahren laufende Produktinnovation ausgehend von einer starken Marktstellung als sehr gute Voraussetzung an, um sich im Wettbewerb zu behaupten. Mögliche positive Effekte auf die Geschäftstätigkeit ausgehend von neuen Technologien wie KI werden von Marktteilnehmern derzeit ignoriert. Die Bewertung erscheint ausgesprochen günstig, selbst wenn das Wachstum über die kommenden Jahre nur begrenzt sein sollte und keine wesentliche Margenausweitung aufgrund von Investitionen möglich sein sollte. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von gut 11% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2028 um 6% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*PayPal erster Kauf: November 2023*



## **20. Kurabo Industries (2,6%; +0,7%) – neues Investment**

Die japanische Kurabo Industries betreibt eine Vielzahl unterschiedlicher Geschäftsbereiche. Neben Textilien stellt das Unternehmen Kunststoffe und Folien sowie verschiedene Technologieprodukte her. Das Unternehmen konnte seine operative Marge über die letzten Jahre verdoppeln. Hervorzuheben ist der große Besitz an Immobilien und Beteiligungen deren Wert gut 40% der Marktkapitalisierung decken. Das Management hat mittlerweile einen Plan vorgelegt die Beteiligungen über die kommenden drei Jahre abzubauen und mit den Erlösen eigen Aktien zurückzukaufen bzw. die Dividende zu erhöhen. Gleichzeitig wird in das operative Geschäft investiert. Das Unternehmen kaufte in den letzten Jahren verstärkt Aktien zurück und erhöhte die Dividendenzahlungen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von knapp 5% auf meiner Schätzung für 2026. Im Geschäftsjahr 2026 fallen relativ hohe Investitionen an. Der *free cash flow* sollte bis 2028 inkl der Verkäufe um 35% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Kurabo Industries: erster Kauf Juli 2024*



## 21. Melexis (2,6%; +0,3%)

Mit Melexis investieren wir in ein Unternehmen mit differenzierter Technologie, deren Produkte zum Großteil im Automobilbau zum Einsatz kommen. Die Aktie von Melexis litt in 2024 unter der Nachfrageschwäche der europäischen und nordamerikanischen Autobauer. Erste positive Anzeichen in 2025 könnten die Aktie allerdings deutlich nach vorne bringen. Mittelfristig bleibt die Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens aus meiner Sicht ungebrochen.

Melexis entwickelt Sensoren, die im Fahrzeugbau über die letzten Jahrzehnte zunehmend zur Anwendung kamen. Denn der Anstieg von Funktionen im Auto (Premiumization) erfordert auch den Einsatz von mehr und mehr Sensorik. Die meisten Produkte kommen sowohl für Elektro-als auch herkömmlich betriebene Autos zum Einsatz und profitieren von der zunehmenden Elektrifizierung hinsichtlich Komforts, Beleuchtung und Sicherheit (Bremse, Lenkung, Reifendruck). So ist laut Melexis der Einsatz von Sensorik bei E-Autos im Schnitt um 50% und bei Hybrid-Autos im Schnitt um 100% gegenüber herkömmlichen Verbrennern erhöht. Bei der E-Mobilität sorgen beispielsweise Temperatursensoren dafür, dass die Batterie beim Laden nicht überhitzt und beim Fahren die richtige Temperatur beibehält, um die Reichweite zu optimieren. Bei der zunehmenden Einführung von Robotaxis und automatisiertem Fahren wird Melexis laut Management vom zunehmenden Bedarf an Bremssensorik profitieren.

Melexis erzielt gut 60% seiner Umsätze in Asien. Im Gegensatz zu anderen europäischen Automobilzulieferern kann das Unternehmen mit den asiatischen Wettbewerbern nicht nur mithalten, sondern nimmt weiterhin eine Vorreiterrolle bei der Produktentwicklung ein. Dabei geben die chinesischen Automobilhersteller heute den Einsatz neuer Sensoren vor. Melexis verfügt über eine starke lokale Präsenz in China inklusive Lieferkette und engem Kontakt zum Kunden. Die Nähe zu China sehe ich also eher als Vorteil für das Unternehmen. Gleichzeitig nimmt der Wettbewerbsdruck durch chinesische Chiphersteller zu, was Melexis mit zusätzlicher Innovation und der Suche nach neuen Einsatzfeldern erwidert.

So veranstaltete Melexis Ende 2025 einen Kapitalmarkttag, auf dem das Management besonders auf die neuen Produktentwicklungen außerhalb des Automobilsektors einging. Eine führende Rolle möchte Melexis zukünftig für Sensoren im Bereich Robotik besetzen. Das Geschäftsfeld befindet sich im Aufbau und sollte in den kommenden Jahren mehr und mehr Umsätze erzielen.

Die Nachfrage aus dem Automobilgeschäft blieb auch in 2025 hinter den Erwartungen des Managements zurück. Dies geht auf die Schwäche des europäischen und nordamerikanischen Automarktes zurück. Damit wird das Unternehmen zum zweiten Mal in Folge einen Umsatzrückgang hinnehmen müssen. Strukturell betrachtet wächst der Markt für Melexis allerdings und das Management erwartet für die kommenden Jahre ein hohes einstelliges Umsatzwachstum.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 7% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte von 2026 bis 2028 um 8% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Melexis: erster Kauf April 2023*



## **22. Macfarlane (2,4%; -1,0%)**

Die schottische Macfarlane bietet Verpackungslösungen für seine mehr als 20.000 Kunden an. Das Unternehmen agiert primär in den zwei Geschäftsbereichen Distribution und Produktion. Im Segment „Packaging Distribution“ beliefert das Unternehmen seine Kunden mit Logistiklösungen und Verpackungsmaterialien. Der zweite Bereich, „Manufacturing Operations“, konzentriert sich auf das Design und die Herstellung maßgeschneideter Schutzlösungen für hochwertige Produkte in Sektoren wie Luftfahrt, Medizintechnik und E-Commerce. Macfarlane gehört zu den führenden Anbietern in Großbritannien und die Kunden schätzen die effektiven Lösungen rund um Verpackung und Transport.

Ähnlich wie unsere bestehende Beteiligung an der Fuchs SE wächst das Unternehmen zum größten Teil über Zukäufe kleinerer regionaler Wettbewerber. In 2025 konnte z.B. ein Spezialist für Getränkeverpackungen gekauft werden. So stößt Macfarlane auch in eine neue Branche vor. Über die letzten 11 Jahre hat das Unternehmen 20 Übernahmen getätigt – die allermeisten davon erfolgreich.

Der Wettbewerbsvorteil wurde stetig ausgebaut, was sich auch in den über die Jahre steigenden Kapitalrenditen widerspiegelt. Der CEO Peter Atkinson ist seit mehr als 20 Jahren im Unternehmen tätig. Seitdem hat das Unternehmen den Gewinn pro Aktie verfünfacht.

Seit 2024 ist die Wchstumsdynamik allerdings zurückgegangen. Nachfragezurückhaltung bei Kunden und Preiszugeständnisse bei Wettbewerbern drücken den operativen Gewinn. Konnte das

Unternehmen in 2024 den Ertrag noch stabil halten, so kamen in 2025 mit einem tragischen Unfall und anschließender Werksschließung bei einem Tochterunternehmen weitere Belastungsfaktoren hinzu. Der operative Gewinn wird daher voraussichtlich um 20% gegenüber 2024 gefallen sein. Diese Meldungen führten auch zu einem starken Rückgang des Aktienkurses von mehr als 27% in 2025.

Macfarlane zeichnet sich durch die führende Stellung in Großbritannien, attraktive Kapitalrenditen und eine starke finanzielle Position aus. Die aktuelle operative Schwäche sollte das Unternehmen daher gut überstehen können und von einer kommenden Nachfragestabilisierung profitieren können. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von gut 10,5% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte bis 2028 um 11% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*MacFarlane: erster Kauf März 2025*



### **23. Konishi (2,4%; -0,1%)**

Die japanische Konishi stellt Klebstoffe her und besitzt mit der Marke „Bond“ den Marktführer für den privaten Gebrauch in Japan. Zusätzlich verkauft das Unternehmen Klebstoffe für den japanischen Bausektor und die Industrie. Das Unternehmen erzielt zwar noch geringe aber wachsende Umsatzanteile in Indonesien, Vietnam, Thailand und China. Die Nachfrage für Konishi's Produkte ist über den Konjunkturzyklus stabil und das Unternehmen wächst im mittleren einstelligen Prozentbereich. Die Kapitalrenditen liegen bei über 10%. Gleichzeitig ist die Marktkapitalisierung zu über 40% durch Nettocash gedeckt. Das Unternehmen kaufte in den letzten Jahren verstärkt Aktien zurück und erhöhte die Dividendenzahlungen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von gut 4% auf meiner Schätzung für 2026 (exklusive der Nettovermögenswerte in der Bilanz). Der *free cash flow* sollte bis 2028 inkl der Verkäufe von Vermögenswerten um 22% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Konishi: erster Kauf Mai 2023*

## BIONTECH

### 24. BionTech (2,4%; -0,7%)

BioNTech verfügt per Ende des dritten Quartals 2025 über Zahlungsmittel und Forderungen in Höhe von EUR 17,7 Mrd. Demgegenüber steht ein Börsenwert von EUR 20,2 Mrd. am Aktienmarkt. Der Markt bewertet die bestehende Produktpipeline damit mit nur EUR 2,5 Mrd.

Der Wert der Produktpipeline wurde im Juni durch einen Milliardendeal mit dem US Pharmaunternehmen Bristol Myers Squibb (BMS) validiert. BMS hat sich zu Maximalzahlungen von USD 11,1 Mrd für eine 50%-Beteiligung an dem Wirkstoffkandidat Pumitamig verpflichtet. USD 1,5 Mrd davon wurden bereits im dritten Quartal an BionTech gezahlt. Pumitamig könnte in Zukunft eine wichtige Rolle in der Krebstherapie spielen.

Mittelfristig ermöglichen die bestehende Produktpipeline und mögliche neue Forschungsergebnisse vielversprechende Produkte, die das Potential haben, die Behandlung für Patienten deutlich zu verbessern. Marktteilnehmer scheinen sich weiterhin auf die rückläufigen Umsätze aus dem Corona Geschäft und mögliche Risiken aus Rechtsstreitigkeiten zu fokussieren, weshalb der Aktienkurs in 2025 kaum Nachfrage erhielt. Gleichzeitig wurde meine Investmentthese durch den Deal mit BMS bestätigt.

Die Prognose der freien Cash Flows über die kommenden Jahre ist im Falle von BionTech von vielen unterschiedlichen Optionalitäten geprägt. Alleine die Mileston Payments von BMS könnten bereits zu hohen Zahlungsmittelzuflüssen führen. Gleichzeitig verfügt das Unternehmen über hohe Liquiditätsbestände. Akquisitionen wurden in den letzten Jahren zudem umsichtig getätigt. Derzeit sehe ich Potential für mehrere Zulassungen von Medikamenten über die kommenden Jahre und damit einer Steigerung des free cash flows. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*BionTech: erster Kauf Oktober 2021*



## 明星工業株式會社

### 25. Meisei Industrial (2,2%; +0,2%)

Das Unternehmen bietet industrielle Isolationssysteme z.B. für Flüssiggasanlagen, Industrieöfen, Verbrennungsanlagen und Kernkraftwerke an. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Feuerfestprodukte an und baut Müllverbrennungsanlagen. Das Unternehmen wächst im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Die Kapitalrenditen liegen bei über 10%. Gleichzeitig ist die Marktkapitalisierung zu 50% durch Nettocash gedeckt. Das Unternehmen kaufte in den letzten Jahren

verstärkt Aktien zurück und erhöhte die Dividendenzahlungen. Mittlerweile hat sich ein aktivistischer langfristig orientierter Investor als größter Anteilseigner positioniert. Dieser berät mit Meisei's Management mögliche effizienzmaßnahmen, zusätzlich Kapitalrückführungen an die Aktionäre und potentielle Transaktionen. Aufgrund von Kostensteigerungen im Bausegment wird das im März 2026 endende Geschäftsjahr hinter dem Vorjahr zurückbleiben. Allerdings erscheint die Aktie mittelfristig deutlich unterbewertet. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von rund 6% auf meiner Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte bis 2028 um 12% per annum zulegen können. Darin sind allerdings nicht die hohen Reserven der Bilanz, die nicht dem operativen Geschäft zuzuordnen sind enthalten. Denn 50% der Marktkapitalisierung von Meisei werden durch Nettovermögenswerte abgedeckt. Das Management hat bereits begonnen Vermögenswerte zu veräußern und könnte diesen eingeschlagenen Weg im Interesse der Eigentümer in den kommenden Jahren beschleunigen. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Meisei Industrial: erster Kauf Mai 2023*



## **26. TeamViewer (2,2%; -1,2%) - (neues Investment)**

Die deutsche TeamViewer entwickelt und vertreibt weltweit Software für Fernzugriff, Fernsteuerung und Fernwartung von Computern und Maschinen. Nach SAP ist TeamViewer eines der größten Softwareunternehmen in Deutschland und damit eine Erfolgsgeschichte seit der Gründung des Unternehmens in 2005.

Seit dem Börsengang im September 2019 zu einem Ausgabepreis von EUR 26,25 hat sich die Aktie allerdings sehr negativ entwickelt. Die implizierten Markterwartungen waren zu hoch. Der Private Equity Investor Permira ist erst in 2025 komplett als eigentümer ausgeschieden, was bis dahin wohl ebenfalls auf dem Aktienkurs lastete, da ein Überhang an Aktien von Marktteilnehmern eingepreist wurde

Heute wächst TeamViewer im niedrigen einstelligen Bereich und erzielt freie Zahlungsmittelbestände (*free cash flow*) auf den Umsatz von 25%. Das Geschäft sollte in den kommenden Jahren von der sich beschleunigenden Transformation zum Enterprise Software Geschäft profitieren. So kommen zum IT-Support per Fernzugriff eine Reihe von Anwendungsfällen hinzu. So unterstützt TeamViewer z.B. Maschinenbauer dabei ihr marginstarkes after-sales Geschäft effizienter durchführen zu können. Im Kundenservice können die Lösungen von TeamViewer ebenfalls für hohe Effizienzsteigerungen

eingesetzt werden. Ein anderer Kunde kann per Fernwartung beispielsweise seine über die USA verteilten Kühlhäuser erreichen und so mögliche Probleme antizipieren und beheben.

Das Geschäft mit Firmenkunden wuchs auch bis zum 3.Quartal 2025 weiterhin zweistellig (Enterprise – definiert als annualisierter Umsatz von mindestens EUR 10.000). Insbesondere in Europa entwickelt sich das Geschäft mit Großkunden positiv. Der Anteil dieses Segments am Gesamtumsatz macht rund 30% aus. Die Net Retention Rate liegt konstant rund 100% - ein durchschnittlicher Wert im Bereich Enterprise Software.

Das Geschäft mit kleinen Kunden (SMB) macht weiterhin den Großteil der Umsätze mit 70% aus. Am oberen Ende werden Kunden in das Enterprise Segment transferiert (Upsell). Am unteren Ende (annualisierter Umsatz von weniger als EUR 500 pro Kunde) zeigt das Segment eine relative hohe Kündigungsrate (Churnquote). Insbesondere bei Kleinbetrieben und Selbstständigen ist der Wettbewerbsdruck hoch. Das Management musste daher im Laufe des Jahres 2025 die Preise nach unten anpassen, um Kunden die Churnquote zu senken. Das Wachstum in diesem Segment blieb daher hinter den Markterwartungen zurück.

Ende Dezember 2024 gab TeamViewer die Übernahme der britischen 1E bekannt. 1E bietet eine führende DEX-Plattform (Digital Employee Experience), die Echtzeit-Transparenz für Unternehmens-IT-Landschaften bietet. Die Produkte, welche Probleme in Echtzeit identifizieren und die Behebung direkt am Endpunkt automatisieren, ermöglichen es Kunden, IT-Ausfallzeiten, Unterbrechungen und Kosten zu minimieren und so die gesamte IT-Leistung und das Mitarbeitererlebnis zu verbessern. Die rund 300 1E Firmenkunden vornehmlich in den USA ergänzen die rund 5.000 TeamViewer Firmenkunden und ergeben Cross Selling Möglichkeiten.

Marktteilnehmer bewerteten die Übernahme von 1E bereits nach Bekanntgabe skeptisch. Zum einen zahlte TeamViewer das zehnfache des Umsatzes. Gleichzeitig lagen die Wachstumsraten des Umsatzes bei lediglich um die 20% über die letzten Jahre. Zudem stellte sich die Frage, ob das Kerngeschäft zunehmendem Wettbewerb ausgesetzt war und das Management mit der Übernahme die Produktdifferenzierung vorantreiben möchte, was wohl recht offensichtlich ist. Allerdings hatte TeamViewer in der Vergangenheit bereits Übernahmen zu ähnlich hohen Bewertungen getätigt und war damit erfolgreich im Hinblick auf die operative Entwicklung aber vor allem auch die Produkterweiterung (Beispielsweise die Übernahme von Ubimax in 2020). Bisher hat die Entwicklung bei 1E noch nicht überzeugen können, was laut Management an einer Reihe von Themen liegt wie dem Fokus auf die Produktintegration, Fluktuation in der Vertriebsmannschaft und geringere Nachfrage von

US-Behörden aufgrund der Einsparmassnahmen in den USA. Daher ist es aus meiner Sicht zu früh ein Urteil über die Akquisition von 1E zu fällen.

TeamViewer hat die 1E Angebote in 2025 in ihre Produktpalette mit dem kombinierten Produkt TeamViewer One kombiniert. Für IT-Betriebsabläufe werden damit automatische Korrekturfunktionen bis hin zur individuellen Fernexpertenunterstützung angeboten. Mit DEX Essentials werden zudem den SMB-Kunden ebenfalls die 1E Produkte zugänglich gemacht. Das Management berichtete über eine gute Nachfrage nach DEX Essentials innerhalb kurzer Zeit bei SMB-Bestandskunden. Laut Unternehmensangaben zeigt auch der Einsatz von KI bereits deutliche Effizienzgewinne bei der Abarbeitung von IT-Tickets auf. Aufgrund der über 600.000 Kunden werden Millionen von Daten aus den Remote support Sitzungen abgeleitet, die nun für den Einsatz von KI genutzt werden und für Kunden IT-Probleme schneller lösen können, zu geringeren Ausfallzeiten führen und die Produktivität des Serviceteams erhöhen können.

Anders als bei den meisten US-Softwareunternehmen wird die Qualität des operativen Cash Flows bei TeamViewer nicht durch hohe Aktienvergütungen beeinträchtigt. Der freie Cash Flow erreichte in den letzten Jahren rund 25% des Umsatzes. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von knapp 16% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte über den Zeitraum von 2026 bis 2028 um rund 6% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*TeamViewer: erster Kauf August 2024*



## **27. Angi (2,1%; -0,4%) – neues Investment**

Angi betreibt eine digitale Marktplattform zur Vermittlung von Handwerks- und haushaltsnahen Dienstleistungen zwischen privaten Haushalten und professionellen Dienstleistern. Das Unternehmen entstand 2017 aus der von IAC orchestrierten Fusion von Angie's List und HomeAdvisor und vereint damit zwei der bekanntesten Marken im US-Markt für Home Services. Das Geschäftsmodell basiert im Kern auf den Segmenten Ads & Leads sowie Services. Im Ads- und Leads-Geschäft zahlen Handwerker für qualifizierte Kundenkontakte, während Angi im Service-Modell die Zahlungsabwicklung übernimmt und Dienstleister für die Ausführung der Arbeiten vergütet. Ergänzt wird das Modell durch Bewertungen, geprüfte Profile und umfangreiche Serviceanfragen, die eine hohe Transparenz für Endkunden schaffen. Angi positioniert sich damit als spezialisierte Plattform für komplexe, oft erklärungsbedürftige Dienstleistungen rund ums Haus. Der Markt ist stark fragmentiert und weiterhin

von analogen Empfehlungen geprägt. Trotz intensiven Wettbewerbs bleibt Angi gemessen an Reichweite und Umsatz der führende digitale Anbieter in diesem Segment.

Operativ durchlief Angi in den vergangenen Jahren eine tiefgreifende Transformation. Nach einer Phase starken Umsatzwachstums bis 2022 gelang es dem Unternehmen nicht, ein nachhaltig profitables Geschäftsmodell zu etablieren. In der Folge wurde ein klarer Strategiewechsel eingeleitet, bei dem bewusst auf unprofitable Umsätze verzichtet wurde. Der Umsatz ging dadurch zwischen 2022 und 2024 deutlich zurück, während sich die Ertragslage massiv verbesserte. Das EBITDA vervielfachte sich, und der Free Cashflow drehte von deutlich negativ auf klar positiv. Parallel dazu wurde die Kostenbasis durch einen erheblichen Personalabbau und eine Verschlankung der Vertriebsstrukturen gesenkt. Ein zentraler operativer Hebel ist die Einführung des sogenannten Homeowner-Choice-Modells, bei dem Kunden aktiv den Dienstleister auswählen. Diese Umstellung führte kurzfristig zu geringeren Lead-Volumina, verbesserte aber die Qualität der Vermittlungen signifikant. Die Kundenzufriedenheit und die Bindung der Handwerker stiegen messbar an.

Eine entscheidende Rolle im Turnaround spielte das Management. IAC-CEO Joey Levin übernahm im Oktober 2022 interimistisch die Führung von Angi und leitete die strategische Neuausrichtung ein. Er setzte konsequent auf Profitabilität, Cashflow und eine Verbesserung des Kundenerlebnisses. Seit April 2024 wird Angi von Jeff Kip als CEO geführt, der seit vielen Jahren im IAC-Konzern tätig ist. Kip verfügt über umfassende Erfahrung im internationalen Geschäft von Angi, das sich unter seiner Verantwortung deutlich stabiler entwickelte als das US-Geschäft. Joey Levin bleibt dem Unternehmen als Executive Chairman eng verbunden und begleitet die Umsetzung der Strategie.

Für 2025 rechnet Angi noch mit rückläufigen Umsätzen. Ab 2026 soll auf Basis der neuen Struktur wieder moderates, profitables Wachstum einsetzen. Treiber hierfür sind steigende Erlöse pro Lead, eine bessere Auslastung der bestehenden Handwerkerbasis und operative Hebel aus der schlanken Kostenstruktur. Zusätzlich investiert Angi gezielt in künstliche Intelligenz, um Matching-Qualität, Effizienz und Kundenzufriedenheit weiter zu steigern. Anfang 2026 gab das Unternehmen bekannt einen Teil der Belegschaft aufgrund von Effizienzsteigerungen mit Hilfe von KI zu entlassen. Als eigenständiges Unternehmen nach dem Spin-off von IAC in 2025 verfügt Angi zudem über größere strategische Flexibilität, etwa für selektive Akquisitionen.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von rund 17% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte bis 2028 um 20% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).



## 28. Pricer (1,9%; -1,1%) – neues Investment

Pricer ist ein schwedischer Anbieter von elektronischen Regalabiketten (Electronic Shelf Labels, ESL) und positioniert sich als Premiumanbieter im globalen Retail-Digitalisierungsmarkt. Der Verkauf der Labels wird ergänzt durch Software- und Serviceerlöse wie die cloudbasierte Plattform Pricer Plaza, die mittelfristig den Anteil wiederkehrender Umsätze erhöhen soll.

Technologisch differenziert sich Pricer durch den Einsatz von Infrarot-Technologie statt Funk, was Vorteile bei Reaktionsgeschwindigkeit, Energieeffizienz, Batterielebensdauer und Zuverlässigkeit bietet. Diese Eigenschaften sind insbesondere in großen, dicht bestückten Märkten mit häufigen Preisänderungen entscheidend und ermöglichen Pricer, seine Systeme mit einem Preisaufschlag von rund 10–15 % gegenüber Wettbewerbern zu verkaufen. Pricer adressiert vor allem Lebensmittelhändler, DIY-Ketten, Elektronikmärkte und Apotheken. Der höhere Anschaffungspreis wird für Kunden durch einen schnellen ROI von typischerweise unter zwei Jahren kompensiert, vor allem durch geringeren Personalaufwand, höhere Preisgenauigkeit und verbesserte Prozesse im Omnichannel-Handel.

Der globale ESL-Markt weist weiterhin erhebliche Wachstumspotenziale auf, da die weltweite Penetrationsrate erst bei rund 15 % liegt. Treiber sind steigende Lohnkosten, Inflation mit häufigeren Preisänderungen, regulatorische Anforderungen an Preistransparenz sowie der Trend zur Automatisierung stationärer Geschäfte.

In 2025 musste Pricer einen deutlichen Rückgang im Auftragseingang hinnehmen, da sich die Kunden mit Neuinvestitionen zurückhielten. Die Produktinnovation schritt aber weiter voran und es konnten weitere Pilotprojekte durchgeführt werden, die bei Kunden in Zukunft zu wesentlichen Umsätzen führen könnten. Nach einer Reihe von Gesprächen mit dem Management habe ich den Ausbau der Position im Laufe des Jahres empfohlen, da die Notwendigkeit zur Digitalisierung im Einzelhandel aus meiner Sicht weiterhin besteht und Pricer daher mittelfristig deutliches Nachfragewachstum generieren sollte.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 7,5% auf meine Schätzung für 2026. Der *free cash flow* sollte bis 2028 um 28% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Pricer: erster Kauf: März 2025*



## **29. Flow Traders (1,8%; -0,2%)**

Das niederländische Unternehmen ist europäischer Marktführer in der Bereitstellung von Liquidität für den Handel von passiven Investmentprodukten (ETPs/ETFs). Das Unternehmen stellt An- und Verkaufskurse an der Börse und sichert die Handelspositionen umgehend ab, um das Preisrisiko zu eliminieren.

Zwei Variablen sind für das Geschäftsergebnis maßgeblich. Zum einen das Handelsvolumen, denn je mehr gehandelt wird, umso mehr kann Flow Traders Liquidität in den Markt geben und im Handel Gewinne erzielen. Zum anderen die Schwankungsbreite des Marktes (Volatilität), denn je höher die Volatilität umso weiter ist die Differenz zwischen An- und Verkaufskurs (In Zeiten hoher Volatilität nimmt zudem auch meist das Handelsvolumen zu). Damit steigt für Flow Traders der Gewinn pro Trade.

Über die letzten Jahre hat das Unternehmen in weitere Assetklassen neben Aktien expandiert, wodurch sich die Erträge in Zukunft weniger volatil zeigen sollten und Marktteilnehmer dem Unternehmen zukünftig eine höhere Bewertung zugestehen können. Flow Traders notiert mit einer *free cash flow yield* von 10% auf meine Schätzung des normalisierten Ertrags. Dieser sollte sich in den kommenden Jahren um mindestens 5% p.a. steigern lassen. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Flow Traders: erster Kauf: März 2019*



## **30. Exasol (1,4%; +0,2%)**

Exasol wird auch in 2025 voraussichtlich gewinnbringend gearbeitet haben. Die Umsatzentwicklung blieb allerdings weiterhin herausfordernd, da weitere Kunden ihre Verträge kündigten. Im Bankenbereich konnte in 2025 eine weitere wesentliche Ausweitung der Zusammenarbeit erreicht

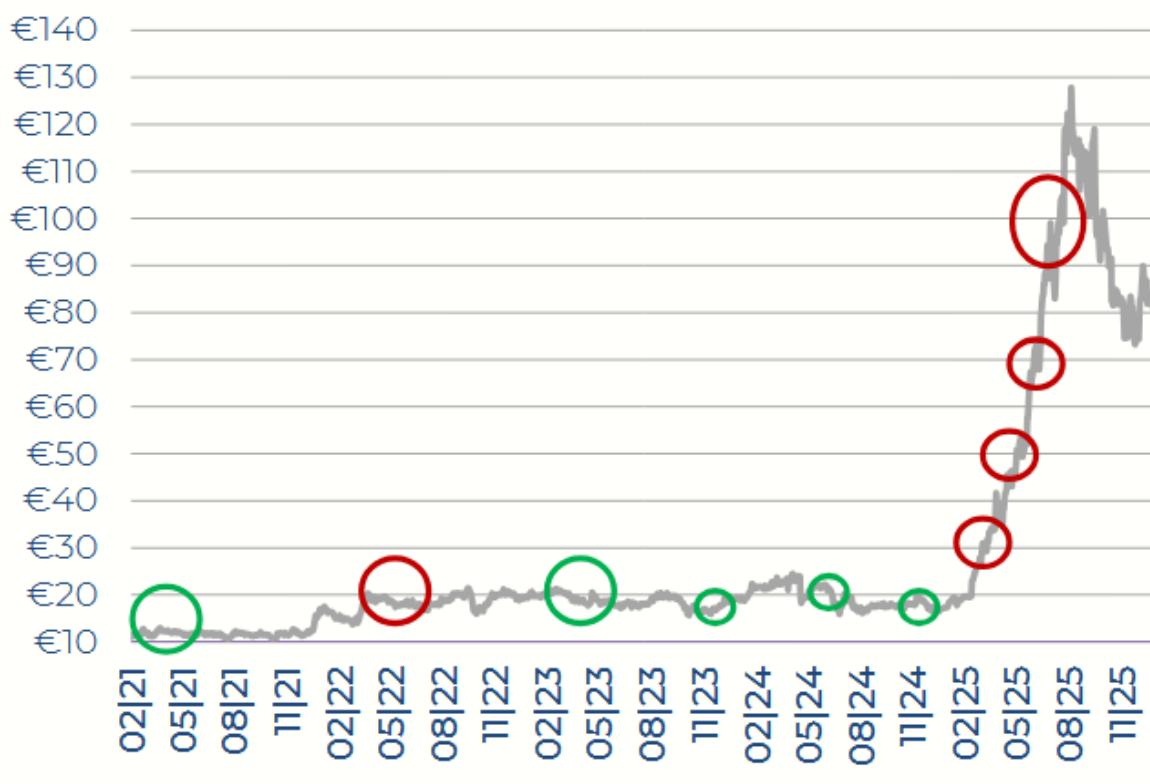
werden. Exasol ermöglicht Unternehmen, Daten effizient in ihren bestehenden Rechenzentren zu verarbeiten und bietet somit eine kostengünstige Möglichkeit wachsenden Datenmengen und Regulierung gerecht zu werden. Ein möglicher Wachstumspfad liegt bei Unternehmen deren Kosten in der Cloud zu hoch sind und die einen Teil der Daten durch Exasol bearbeiten lassen möchten. Mit einem Großkunden wird hier derzeit ein Projekt bearbeitet. Sollte dies erfolgreich verlaufen, könnten weitere Kunden für die Rückführung aus der Cloud gewonnen werden. Meine Wachstumserwartungen habe ich dieses Jahr für Exasol zurückgenommen. Dennoch notiert die Aktie zu einer attraktiven Bewertung und könnte von einem leichten Anziehen der Vertragsabschlüsse in 2026 profitieren. Die Aktie notiert zu einer free cash flow yield von 5% auf Basis meiner Schätzung für 2026. Der free cash flow sollte bis 2028 um 63% per annum zulegen können. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

*Exasol: erster Kauf Februar 2022*

## 5) Verkäufe im zweiten Halbjahr 2025

Mit **Exail Technologies** hat sich der Fonds in 2025 von seinem größten Gewinnbringer getrennt. Die Aktie von Exail leistete einen Beitrag von 8,2% zur Jahresperformance. In 2024 hatte sich anhand der guten Geschäftsentwicklung im Bereich der maritimen Navigation und potentiell weiterer Auftragsvergaben in der maritimen Minenräumung bereits die Unterbewertung der Aktie aufgedrängt. Ich hatte die Position weiter ausgebaut und Ihnen hierzu mehrfach berichtet. Alleine die Zugehörigkeit zum wenig beachteten Micro Cap Segment (Marktkapitalisierung geringer als EUR 500 Mio.) und die Tatsache, dass es sich um ein französisches Unternehmen handelt, hielt den Kurs bis Anfang 2025 zurück. Die folgende Kursexplosion war einerseits durch das zunehmende Interesse der Marktteilnehmer zu erklären, die erwarten, dass Exail von den steigenden Verteidigungsausgaben in Europa profitieren wird. Gleichzeitig honoriert die Entwicklung allerdings vor allem eine hervorragende

Management Leistung und die langjährige Arbeit an der Weiterentwicklung des Unternehmens. Unser Fonds konnte über die rund 4-jährige Haltedauer eine annualisierte Rendite von 57,3% erzielen:



- (Teil-) Kauf
- (Teil-) Verkauf

Quelle: Exail Technologies

**Frequentis** konnte auch in 2025 an die sehr gute operative Entwicklung seit unserem ersten Kauf der Aktie im September 2020 anknüpfen. Als Anbieter für sicherheitskritische Informations- und Kommunikationssysteme ist Frequentis in einer stark regulierten Industrie tätig, die auf langjährigen Kundenbeziehungen beruht. Die Wettbewerbsvorteile der Österreicher sind sehr stark ausgeprägt und haben sich in den letzten Jahren weiter verfestigt. Aufgrund von steigendem Interesse von Seiten der Marktteilnehmer hat die Aktie in 2025 eine ambitionierte Bewertung erreicht, weshalb ich hier zunächst den Verkauf empfohlen habe. Unser Fonds konnte über die rund 5-jährige Haltedauer eine annualisierte Rendite von 34,3% erzielen.

Das japanische Technologieunternehmen **Hamamatsu** konnte über unsere Haltedauer keine Anzeichen einer operativen Erholung liefern. Zusätzlich steigt der Wettbewerbsdruck aus China bei Medizintechnik Geräten. Daher empfahl ich den Verkauf der Position bereits in der Konsolidierungsphase. Unser Fonds erlitt über die rund 1-jährige Haltedauer einen Verlust von 18,4% mit Hamamatsu.

**Barratt Redrow** ist der größte private Entwickler von Wohnhäusern in Großbritannien. Historisch erzielte das Unternehmen Kapitalrenditen von 20%. Die Branche hatte sich über die Jahre konsolidiert. Auf der Angebotsseite herrscht ein hohes Defizit an Wohnraum und die Alterstruktur des britischen Wohnungsmarktes ist eine der ältesten in Europa. Somit bestünden gute Voraussetzungen für ein erfolgreiches Investment. Allerdings ist die Nachfrageseite in Großbritannien schwach. Denn viele Briten können sich ein Eigenheim aufgrund des hohen Preisniveaus und gestiegener Zinsen nicht leisten. Somit konnte sich auch die operative Tätigkeit bei Barratt Redrow nicht wesentlich verbessern. Unklar ist ebenfalls wann eine Belebung des britischen Häusermarktes eintreten könnte. Hierfür wären wahrscheinlich Reformen notwendig, die eventuell auch zum Nachteil von Barratt Redrow und der Industrie gedeihen könnten. Unser Fonds erlitt über die gut 1-jährige Haltedauer einen Verlust von 22,8% mit Barratt Redrow.

## 6) Bewertung unseres Portfolios

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.

**Unser Portfolio aus 30 Unternehmen notiert derzeit zu einer gewichteten *free cash flow yield* von 8% (auf Basis meiner Schätzung für das Geschäftsjahr 2026).<sup>2</sup> Zum 30.12.2024 erwartete ich eine *free cash flow yield* von 6% für das Geschäftsjahr 2025.**

**Meine gewichtete Wachstumserwartung des *free cash flow* auf Portfolioebene liegt für die Jahre 2027 und 2028 bei annualisierten 19% gegenüber 16% (für die Jahre 2026 und 2027 zum 30.12.2024).**

*(Erläuterung: 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*

---

<sup>2</sup> Nicht enthalten in der Berechnung sind die Beteiligungsunternehmen Molten Ventures und IP Group sowie BionTech.

*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.**)*

Der nächste Investorenbrief erscheint im Juli 2026. In der Zwischenzeit veröffentliche ich monatlich einen Kommentar zur Fondsentwicklung.

Ich wünsche Ihnen ein erfolgreiches und gesundes Jahr 2026.

Benedikt Olesch, CFA

b.olesch@wertartcapital.com

## Kontakt Vertrieb

Honovi INVEST

Jörn Schiemann

[Joern.schiemann@honovi-invest.de](mailto:Joern.schiemann@honovi-invest.de)

+49 (0)692475196821

+49 (0)15901311982

Christian Brockhoff

[christian.Brockhoff@honovi-invest.de](mailto:christian.Brockhoff@honovi-invest.de)

+49 (0)692475196822

+49 (0)1731946757

Honovi INVEST | Weißfrauenstraße 12-16 | 60311 Frankfurt am Main



**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.

Die Honovi Invest GmbH ist im Rahmen der Anlagevermittlung von und der Anlageberatung in Finanzinstrumenten gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 3 und Nr. 4 des Wertpapierinstitutsgesetzes („WpIG“) als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 3 Abs. 2 WpIG ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der AHP Capital Management GmbH, Weißfrauenstraße 12 – 16, 60311 Frankfurt am Main, („AHP“) tätig.