

11. Investorenbrief

Bericht zum 30.12.2024



WertArt
CAPITAL

Traunstein, den 15.01.2025

Liebe Anleger,

in 2024 stieg der Anteilswert des WertArt Capital Fonds AMI (I-Tranche) um 17,7%, während der MSCI World Small Cap Index um 14,8% zulegte. Im Dezember konnte sich der Fonds mit einem Zuwachs von 0,4% sehr gut gegenüber dem Gesamtmarkt behaupten (der MSCI World Small Cap Index verlor im Dezember 4,0%).

Der WertArt Capital Fonds hielt zum Ende des Jahres Anteile an 33 Unternehmen. Die durchschnittliche Gewichtung pro Investment lag bei 2,7% bezogen auf das Fondsvolumen. Die zehn größten Investments machten 35,3% des Fondsvolumens aus. 11,7% des Fondsvolumens waren als Barmittel vorhanden. Der durchschnittliche Börsenwert unserer Unternehmen gemessen am Median lag über das Portfolio hinweg bei rund einer Milliarde Euro. 37,5% des Fondsvolumens waren in Unternehmen mit Sitz in der EU investiert, 19,8% in Großbritannien, 11,6% in Japan, 10,6% in Kanada, 4,7% in Israel, 1,4% in der Schweiz und lediglich 2,7% in den USA. Auch anhand der geografischen Allokation und der niedrigen Gewichtung in den USA als Folge unseres fundamental orientiertem Investmentprozesses wird unser aktiver Investmentansatz deutlich.

Stärkster Gewinnbringer in 2024 war die Aktie der niederländischen **Heijmans**, die +2,9% zur Jahresperformance des Fonds beitrug. Mit Heijmans hatten wir auch die beste Aktie des Jahres 2024 an der Amsterdamer Börse im Portfolio. Darauf folgte die kanadische **Fairfax Financial** mit einem Performancebeitrag von +2,5%. Das Versicherungsunternehmen ist damit zum vierten Mal in Folge unter den Top 5 Performern des Fonds. **Wix** trug 2,3% zur Gesamtperformance bei und mit **DeNa** (+2,0%) schaffte es zum ersten Mal seit Fondsaufgabe eines unserer japanischen Unternehmen unter die Top 5. Auch die Aktie von **Interactive Brokers** konnte in den letzten Jahren stets einen positiven Beitrag zur Performance liefern und trug in 2024 +1,9% zum Anstieg des Anteilswerts bei.

Negative Performancebeiträge stammten in 2024 von Investments, die sich vornehmlich am Anfang der Haltedauer befanden. Die **Frasers Group** (-1,0%), **TeamViewer** (-0,9%) und **Melexis** (-0,9%) stehen allesamt noch am Anfang (Konsolidierungsphase) unseres Investmenthorizonts von in der Regel 3 bis 5 Jahren pro Investment. Ein Rückgang des Aktienkurses ist in dieser Phase häufig zu beobachten und sollte sich mit einer Validierung der Investmentthese in Zukunft umkehren.

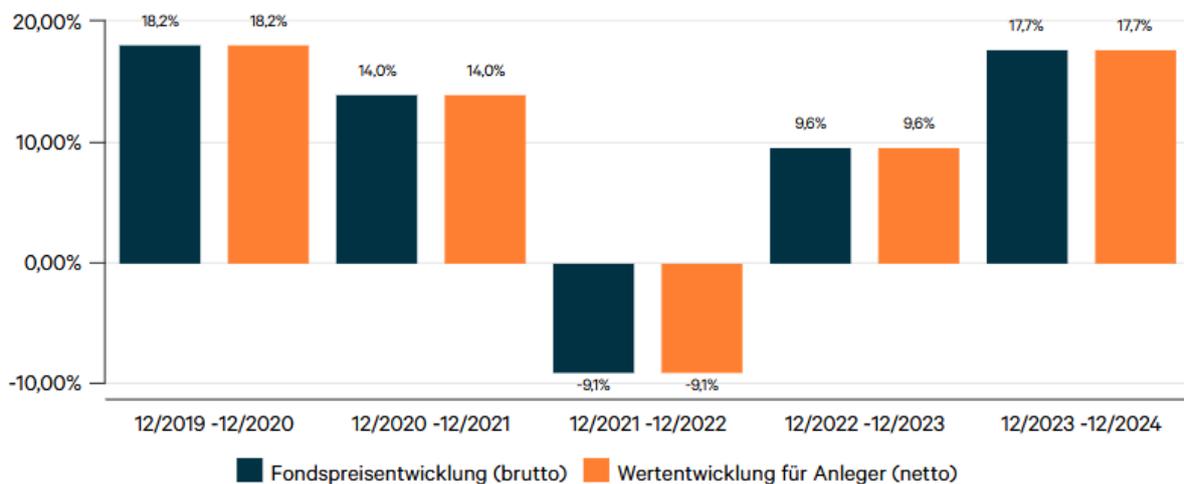
Die folgende Tabelle zeigt unsere Investments mit dem größten Einfluss auf die Entwicklung des Fonds-Anteilspreises in 2024:

Heijmans (<i>verkauft</i>)	+ 2,88%
Fairfax Financial Holdings	+ 2,50%
Wix	+ 2,31%
DeNA	+ 2,03%
Interactive Brokers (<i>verkauft</i>)	+ 1,89%
<hr/>	
Beitrag zur Wertentwicklung des Fondsanteilspreises in 2024	
<hr/>	
Kawai Musical (<i>verkauft</i>)	-0,51%
Alight (<i>verkauft</i>)	-0,61%
Melexis	-0,87%
TeamViewer	-0,92%
Frasers Group	-1,03%

Wertentwicklung WertArt Capital Fonds AMI seit Auflage (ISIN DE000A2N65X4):

Kennzahlen						
Periode	Beginn	Fonds				
	Periode	Performance	Performance (annualisiert)	Volatilität	Sharpe Ratio	Max. Drawdown
1 Monat	29.11.2024	0,38 %		8,22 %		-3,10 %
laufendes Kalenderjahr	29.12.2023	17,70 %		10,27 %		-7,79 %
1 Jahr	29.12.2023	17,70 %		10,27 %	1,37	-7,79 %
3 Jahre	30.12.2021	17,30 %	5,46 %	11,80 %	0,26	-16,40 %
5 Jahre	30.12.2019	57,95 %	9,56 %	13,81 %	0,60	-25,38 %
seit Auflage	11.03.2019	48,70 %	7,07 %	13,25 %	0,45	-28,41 %

Rollierende 12-Monats-Wertentwicklung in %



Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Zukünftige Ergebnisse können sowohl niedriger als auch höher ausfallen.

Erläuterung: Die Bruttowertentwicklungsangaben (BVI Methode) beruhen auf den veröffentlichten Rücknahmepreisen des Fonds, welche bereits die auf Fondsebene anfallenden Kosten beinhalten, die Nettowertentwicklung berücksichtigt zusätzlich den Ausgabeaufschlag. Da der Ausgabeaufschlag 0 % beträgt, entspricht die Nettowertentwicklung der Bruttowertentwicklung. Es können zusätzliche, die Wertentwicklung mindernde Kosten auf der Anlegerebene entstehen (z. B. Depotkosten).

2024 war für unsere Anleger ein erfreuliches Jahr. Blicken wir auf die Wertentwicklung seit Auflage so fällt auf, dass das Jahr der Fondsaufgabe 2019 (März bis Dezember) einen negativen Effekt auf die Gesamtbetrachtung gibt. Eine eingehende Fehleranalyse in der Folge brachte dann zunehmend deutlich bessere Ergebnisse. So übertraf der Fonds über 5 und 3 Jahre sowohl den Wettbewerb ([Globale Small&Mid Cap Fonds](#)), als auch den Index ([MSCI World Small Cap Index](#)) deutlich.

Ein Merkmal des Fonds ist die relativ geringe Volatilität, die sich auch in relativ geringen maximalen Draw Downs niederschlägt. In schwierigen Marktphasen wie in 2020 und 2022 halfen die relativ geringen Schwankungen das Portfolio effektiv zu managen.

Ausblick auf 2025

Unsere Performance zeigt, dass der Fonds über die letzten Jahre einen Mehrwert für seine Anleger liefern konnte und seiner Rolle in Ihrem Portfolio gerecht wird. In Zeiten in denen passives Anlegen (über ETFs) an Popularität gewinnt und die Konzentration der Aktienmärkte auf weniger Titel zunimmt, setzen wir aktiv auf Ineffizienzen am Markt. Die Liquiditätsströme der vergangenen Jahre weg von kleineren und mittleren Aktien hin zu hochkapitalisierten Aktien eröffnen Chancen. Gleichzeitig gilt es diejenigen Unternehmen zu meiden, welche von den derzeitigen strukturellen Veränderungen im Hinblick auf Geopolitik und technologischen Fortschritt in Mitleidenschaft geraten.

Thematisch sehe ich für 2025 für unseren Fonds ein attraktives Renditepotential,

- Da unser Portfolio einige der weltbesten Allokatoren von Kapital zu seinen Unternehmenskernen zählt. Die Manager von Fairfax Financial und Altius Minerals besitzen das Netzwerk und die Fähigkeiten, um Überrenditen langfristig erzielen zu können.
- Da unser Fonds in 9 Unternehmen aus dem europäischen Micro Cap Segment investiert ist, das erhebliches Aufholpotential gegenüber dem Gesamtmarkt aufweist. So verlor der MSCI Europe Micro Cap Index (beinhaltet Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung bis EUR 600 Millionen) seit Ende 2021 23,6%. Zwar gab es erste Anzeichen für ein Nachlassen des Verkaufsdrucks in 2024. Ein leicht gesteigertes Interesse der Marktteilnehmer in 2025 könnte hier allerdings zu wesentlichen Kurssteigerungen führen.
- Da japanische Nebenwerteaktien nach Jahren des Seitwärtstrends vor einer Neubewertung stehen. Anziehende Inflationsraten bringen neue Dynamik in die japanische Volkswirtschaft. Die Institutionen treiben Reformen voran, um die Aktionärsinteressen und die Attraktivität des Aktienmarktes zu stärken. Die Unternehmen verfügen über enorme finanzielle Flexibilität um Branchen zu konsolidieren und Ausschüttungen an die Eigentümer zu erhöhen. Der Arbeitskräftemangel und die Wiederansiedlung des produzierenden Gewerbes erfordern Investitionen in die weitere Automatisierung. Unsere 6 japanischen Unternehmen aus dem Nebenwertesegment notieren am Buchwert, halten rund die Hälfte ihres Börsenwertes in Nettoliquidität und erzielten die letzten 5 Jahre eine durchschnittliche Kapitalrentabilität von mehr als 10%. Auch aktivistische Investoren nehmen Einfluss auf die weitere Entwicklung.
- Da wir mit 7 Unternehmen am britischen Aktienmarkt investiert sind. Der britische Aktienmarkt bietet laut Morningstar (<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/257692/why-our-best-investment-ideas-for-2025-are-outside-the-us.aspx>) unter den entwickelten Märkten die günstigste Bewertung. Die Skepsis der Marktteilnehmer gegenüber Großbritannien ist hoch. Über die letzten 3 Jahre verlor der britische Nebenwertesektor gemessen am MSCI UK Small Cap Index rd. 9%. Britische Staatsanleihen stehen unter erheblichem Druck. Gleichzeitig nutzen Investoren die günstigen Bewertungen, was z.B. an der Vielzahl von Übernahmen in 2024 zu beobachten ist. Auch die Stärkung des Finanzplatzes London rückt für Regierung und Regulatoren in den Vordergrund. So könnten z.B. britische Pensionsfonds und private Sparer den britischen Aktienmarkt wiederentdecken. Zudem gibt es in Großbritannien für die kommenden Jahre eine Regierung mit klaren Mehrheitsverhältnissen. Ein Zustand der in Europa mehr und mehr Seltenheitswert genießt.
- Da Unternehmen wie Knight Therapeutics, Exail Technologies und Frequentis bisher operativ überzeugt haben. Marktteilnehmer sollten diese Entwicklung bald mit höheren Kursen belohnen.
- Da wir mit unseren Investitionen in Melexis, u-blox und Materialise von einer Belebung des Autosektors profitieren können. Die negative Stimmung für diese Industrie ist zum

Jahreswechsel extrem hoch. Schon ein leichtes Aufhellen könnte die Aktienkurse des Sektors anspringen lassen.

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 33 Unternehmen notiert derzeit zu einer gewichteten *free cash flow yield* von 6,0% (auf Basis meiner Schätzung für das Geschäftsjahr 2025). Zum 30.6.2024 erwartete ich eine *free cash flow yield* von 5,3% für das Geschäftsjahr 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 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**.)*

Meine gewichtete Wachstumserwartung des free cash flow auf Portfolioebene liegt für die Jahre 2026 und 2027 bei annualisierten 16,2% gegenüber 12,7% (für die Jahre 2025 und 2026 zum 30.06.2024).

Vorstellung unserer 33 Unternehmen für 2025

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 2024.

1. Fairfax Financial (Gewichtung: 5,0%; Beitrag zum Anteilspreis in 2024: +2,5%)

Der kanadische Versicherungskonzern setzte auch in 2024 die beeindruckende operative Entwicklung fort. Über die letzten 5 Jahre konnte das Unternehmen seine Prämieinnahmen aus dem Versicherungsgeschäft um 12% p.a. steigern. Gleichzeitig setzt das Management auf Profitabilität vor Wachstum. Selbst wenn der schwere Hurricane Milton mit einer Einstufung der Category 4 direkt auf die Stadt Tampa getroffen wäre, hätte das Unternehmen laut Management noch einen positiven Ertrag aus dem Versicherungsgeschäft in 2024 erwartet. Das Investmentportfolio des Unternehmens summierte sich per 30.09.2024 auf USD 69 Mrd. Davon sind 71% in Anleihen (vornehmlich nordamerikanische Staatsanleihen) investiert. Diese haben eine durchschnittliche Laufzeit von 3,5 Jahren und eine Verzinsung von 4,7%. 29% des Portfolios sind in Unternehmensbeteiligungen investiert. Aufgrund der guten Visibilität erwartet das Management über die nächsten 3 Jahre jährlich einen operativen Gewinn von USD 4 Mrd. erzielen zu können. Davon soll die Hälfte aus Zinseinnahmen stammen, USD 1,25 Mrd. werden aus dem Versicherungsgeschäft erwartet und USD 0,75 Mrd. aus den Gewinnen der Unternehmensbeteiligungen. Das Unternehmen kaufte in den letzten Jahren verstärkt Aktien zurück. Derzeit wird die Aktie mit dem 8-fachen operativen Gewinn bewertet. Trotz des Anstiegs

der Aktie um gut 50% in 2024 und einer Verdreifachung seit unserem Wiedereinstieg in 2020, bietet die Bewertung weiteres Potential für 2025.

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

2. Wix (4,7%; +2,3%)

Wix.com konnte in 2024 sein Wachstum weiter beschleunigen. Aber vor allem die Profitabilität des Geschäftsmodells kam nun deutlich zum Vorschein. Die Investitionen der vergangenen Jahre tragen Früchte und mit der heutigen Kostenbasis kann das Unternehmen auch wesentlich höhere Umsätze in der Zukunft generieren. Sprich die operative Marge sollte in den kommenden Jahren weiter zulegen können. Das Geschäft mit Marketingagenturen verspricht starkes Wachstum und soll schrittweise die Profitabilität des Geschäfts mit Kleinunternehmen erreichen und sogar noch übertreffen. Damit sind auf Konzernebene *free cash flow* Margen von über 30% möglich. Für 2025 handelt die Aktie mit einer *free cash flow yield* von 4,9%, während das Wachstum des *free cash flow* über die kommenden Jahre bei 17,0% liegen sollte.

Wix: erster Kauf Februar 2022

3. Vallourec (3,7%; +0,8%)

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 und damit hohe technologischen Eintrittsbarrieren.

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 wird. 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.

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. Das Unternehmen ist mit seinen Premiumröhren auch sehr gut in der Erdgasförderung positioniert. Weltweit steigt der Fokus auf die Förderung von Erdgas nicht nur in den USA, sondern auch in Ländern wie Saudi-Arabien. Denn Erdgas kommt vermehrt zum Einsatz, um den ansteigenden Strombedarf zu decken.

Vallourec erster Kauf im September 2023

4. Exail Technologies (3,4%; -0,2%)

Exail ist ein Hochtechnologieunternehmen im Bereich Robotik und Navigation. Anleger hatten in 2024 auf eine große Auftragsvergabe seitens der australischen Regierung gehofft (im mittleren dreistelligen Millionenbereich). Als diese nicht zu Stande kam, geriet der Aktienkurs unter Druck. Das Management macht allerdings deutlich, dass die Auftragserteilung an Exail weiterhin möglich ist. Gleichzeitig profitiert das Unternehmen in anderen Ländern von zunehmender Nachfrage und konnte einige Aufträge im zweistelligen und niedrigen dreistelligen Millionenbereich in 2024 gewinnen. Das Management bleibt zuversichtlich die in 2022 ausgegebenen Ziele für 2025/2026 weiterhin erreichen

zu können. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 4,0% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 38,7% per annum zulegen können.

Exail Technologies: erster Kauf März 2021 / Verkauf: April 2022 / Wiedereinstieg: Februar 2023

5. Barratt Redrow (3,3%; -0,4%) – neues Investment

Barratt Redrow ist der größte private Anbieter von Eigenheimen in Großbritannien. Ein Blick auf die Angebotsseite zeigt eine hohe Konzentration auf wenige Anbieter auf. Barratt Redrow hält einen Marktanteil von rund 10%. Nur eine geringe Anzahl an Anbietern kann mit der Größe von Barratt Redrow's Projekten konkurrieren. Die 10 größten Anbieter zusammen bauen mehr als die Hälfte aller neuen Eigenheime in Großbritannien. Barratt Redrow erzielte über die vergangenen 20 Jahre Kapitalrenditen von rund 20% per annum.

Großbritannien hat eine der geringsten Quoten an Neubauten in der OECD über die letzten 40 Jahre. So fehlen heute um die 4 Mil. Eigenheime. Gleichzeitig ging die Bautätigkeit in den letzten Jahren zurück, da die Unternehmen aufgrund der gestiegenen Zinsen eine geringere Nachfrage antizipierten. Wie wir letztes Jahr bei unserem Investment in Heijmans aus den Niederlanden sahen, kann sich diese Entwicklung auch zügig umdrehen. In 2025 sollte sich mindestens eine Stabilisierung abzeichnen, die dem Aktienkurs von Barratt Redrow bereits auf die Sprünge helfen könnte.

Barratt Redrow ist mit einer starken Bilanz und Marktstellung bestens positioniert, um von einer Belebung der Nachfrage profitieren zu können. Nach meinen Berechnungen notiert die Aktie mit einem 50% Abschlag auf den Liquidationswert des Unternehmens. Die Aktie notiert zudem zu einer *free cash flow yield* von 4,7% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 25,4% per annum zulegen können.

Barratt Redrow: erster Kauf Juli 2024

6. Vossloh (3,2%; +0,2%)

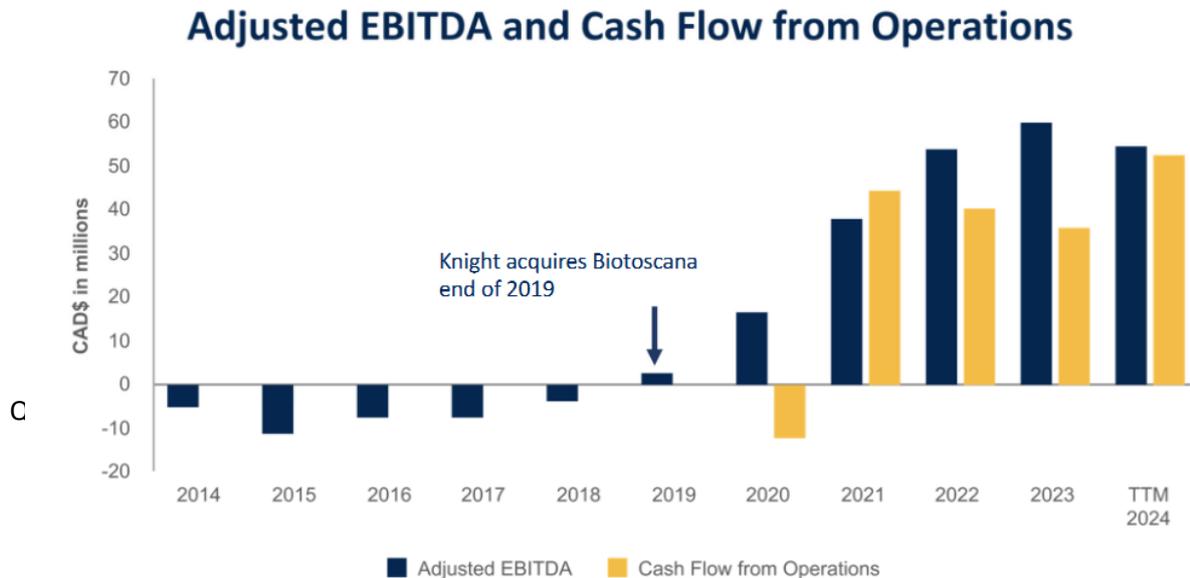
Vossloh hat den Wandel zum integrierten Bahninfrastrukturunternehmen vollzogen. Das Unternehmen bietet heute den Komplettservice rund um die Schiene. Nach Jahren des Umbaus erzielte Vossloh in den vergangenen Jahren stetig steigende Kapitalrenditen. Zur Strategie gehörten auch Übernahmen. Allerdings ist die Übernahme der französischen Sateba, welche im August bekannt gegeben wurde eine neue Größenordnung – denn mit Sateba steigt Vossloh's Umsatz in 2025 um 30%. Das Unternehmen ist ein Schwergewicht im europäischen Segment für Betonschwellen, die im Gleisbau eingesetzt werden. Vossloh hat in diesem Segment bereits eine führende Position in Nordamerika und Australien. Damit wird Vossloh in Europa zukünftig einen Gesamtservice für das Schienennetz anbieten. Der Bedarf an Investitionen in bestehende und neue Schienennetze zu investieren ist hoch. Vossloh ist hier einer der wenigen Anbieter. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 6,6% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 12,1% per annum zulegen können.

Vossloh: erster Kauf April 2019; Verkauf: Februar 2022 / Wiedereinstieg: August 2023

7. Knight Therapeutics (3,2%; -0,1%)

Knight setzte in 2024 das positive Momentum fort. Umsätze und Erträge konnte das Unternehmen steigern. Weiter werden von Quartal zu Quartal die Maßnahmen des Managements in den Zahlen

sichtbarer. In der folgenden Übersicht über die letzten Jahre sehen Sie, dass das Ergebnis vor Abschreibungen und Zinsen (adj EBITDA) nach oben weist und das Unternehmen im Verhältnis zum adj EBITDA einen gesunden Zahlungsstrom aus dem operativen Geschäft (operating cash flow) erzielt:



Das Potential von Knight in den kommenden Jahren kommt durch die hervorragende Produktpipeline zum Ausdruck. Derzeit besteht die Pipeline aus 16 Medikamenten und Wirkstoffen. Davon sind 10 bereits in anderen Jursidiktionen zugelassen und werden damit auch mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit in Knight's Absatzmärkten (Südamerika&Kanada) zugelassen werden. Das Management rechnet mit jährlich CAD 100 Mil. bis CAD 150 Mil. an zusätzlichen Umsätzen alleine aus der Produktpipeline für die kommenden Jahre. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 11,5% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 5,5% per annum zulegen können.

Knight Therapeutics: erster Kauf März 2019

8. TeamViewer (3,2%; -0,9%) - (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 bis heute einer der größten Aktionäre, was sicherlich auf dem Aktienkurs lastet, da ein gewisser Verkaufsdruck von Marktteilnehmern antizipiert wird.

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 margenstarkes 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 seine über die USA verteilten Kühlhäuser erreichen und so mögliche Probleme antizipieren und beheben.

Ende Dezember gab das Management 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.

TeamViewer will künftig ihre Lösungen für Fernwartung und -support mit der autonomen IT-Plattform von 1E zusammenführen. Mit der Übernahme ergänzt TeamViewer ihre Produktpalette und die Position im Enterprise Segment. Auch die starke Stellung von 1E in den USA hilft TeamViewer beim Vertrieb.

Der Markt bewertete die Übernahme allerdings sehr skeptisch. Zum einen zahlt TeamViewer das zehnfache des Umsatzes. Gleichzeitig lagen die Wachstumsraten des Umsatzes bei lediglich um die 20% über die letzten Jahre. Das Management sieht allerdings erhebliches Wachstumspotential im DEX-Segment. Auf Sicht von 3 bis 5 Jahren sollte sich der Zukauf aus meiner Sicht auszahlen und die Marktstellung von TeamViewer stärken. Auch die enge Zusammenarbeit mit Microsoft hilft dem Unternehmen die Kundenbasis zu vergrößern. Eine Übernahme des Unternehmens halte ich ebenfalls für möglich. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 10,2% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 8,3% per annum zulegen können.

TeamViewer: erster Kauf August 2024

9. DeNA (3,1%; +2,0%)

DeNA verfügt über eine Reihe an Optionalitäten, die aus meiner Sicht den Wert des Unternehmens immer deutlicher machen werden und daher auch auf den Aktienkurs positiv wirken sollten. In der Tat konnte das Unternehmen in 2024 stark von der Einführung des neuen Handyspiels *pokemon tcg pocket* in 150 Ländern profitieren. So wurde das Spiel in den ersten beiden Monaten (November und Dezember 2024) insgesamt 60 Mil. Mal heruntergeladen. Der Umsatz im Spielesegment soll sich daher im laufenden Quartal von Oktober bis Dezember gegenüber dem Vorquartal laut Management mehr als verdoppelt haben.

Das Management verfolgt das Ziel den operativen Gewinn über die kommenden zwei Jahre auf stabile JPY 15 Mrd. zu steigern. Der aktuelle Börsenwert beträgt JPY 330 Milliarden. Gleichzeitig besitzt das Unternehmen eine Netto Cash Position von JPY 212 Milliarden. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 4,5% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 15,5% per annum zulegen können.

DeNA: erster Kauf November 2019

10. Fuchs Stammaktien (3,1%; +0,0%) – *neues Investment*

Die Fuchs Aktie gehört zu den sogenannten Dividenden Aristokraten in Deutschland. Die Dividende konnte das Unternehmen in den letzten 22 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.

Das Unternehmen stellt Schmierstoffe her, die in zahlreiche Maschinen zur Anwendung kommen. Fuchs besitzt die Zertifizierungen der Hersteller. Daher nutzen die Käufer der Maschinen vorzugsweise die Schmierstoffe von Fuchs, um im Schadensfall den Garantieanspruch gegenüber dem Hersteller der Maschinen nicht zu verlieren. Das Geschäft wächst jährlich im einstelligen Prozentbereich auch durch Zukäufe kleinerer Wettbewerber. Die Bewertung der Aktie kam in den vergangenen Jahren aufgrund stagnierender Margen zurück. Gleichzeitig erzielt das Unternehmen Kapitalrenditen von mehr als 20%. Die Margen des Unternehmens sollten sich über die kommenden Jahre wieder erhöhen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 6,4% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 6,8% per annum zulegen können.

Fuchs Stammaktien: erster Kauf Dezember 2024

11. Dr. Martens (3,0%; +0,2%) – *neues Investment*

Die Aktie von Dr. Martens hatte ihr Börsendebüt im Februar 2021 zu 370 Pence. Ende 2024 notierte die Aktie zu 70 Pence. Für den Kursverfall sorgten zu hohen Erwartungen an die künftige Geschäftsentwicklung einhergehend mit dem Aufbau von operativen Überkapazitäten und ein Nachlassen der Nachfrage nach Stiefeln (boots) in den USA. Diese Baustellen sollte das Management in den kommenden Monaten weitgehend beheben können.

Wie viele Marken unternimmt Dr. Martens heute den Spagat zwischen dem Verkauf direct-to-consumer - DTC (also Verkauf über eigene Läden und den eigenen Internetauftritt) und dem Verkauf über den allgemeinen Handel. Gerade im allgemeinen Handel ist es schwierig die Vorräte und Preise der Händler zu beeinflussen. Das Problem liegt derzeit also vor allem darin den Handel im passenden Umfang mit Waren zu versorgen, um so die Marke weiter zu stärken. Ein ähnliches Problem hatte vor einigen Jahren Ralph Lauren, in deren Aktie wir ebenfalls investiert waren.

Das DTC-Geschäft von Dr. Martens bleibt stabil und zeigt erste Tendenzen wieder an das Wachstum der Vorjahre anzuknüpfen. Rund 50% seiner Umsätze erzielt Dr. Martens mittlerweile DTC. Das Management unternimmt aus meiner Sicht die richtigen Schritte, um in den kommenden Jahren die Profitabilität des Unternehmens voranzubringen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 4,9% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 25,4% per annum zulegen können.

Dr. Martens: erster Kauf November 2024

12. Rightmove (2,9%; +0,9%)

Rightmove betreibt das führende Immobilienportal in Großbritannien und ist vergleichbar mit immoscout24 in Deutschland. Seine Umsätze erzielt das Unternehmen über Serviceleistungen für Immobilienmakler und Projektentwickler. Diese bieten Immobilien auf der Plattform zur

Miete/Kauf an. Rightmove hat einen Marktanteil von 85% in Großbritannien (gemessen an der Zeit die Suchende auf britischen Immobilienplattformen verbringen).

Der australische Wettbewerber REA Group versuchte im vergangenen September Rightmove zu übernehmen. Die REA Group (kontrolliert vom Unternehmer Rupert Murdoch) gab vier indikative Angebote ab, die der Aufsichtsrat von Rightmove allesamt als zu gering zurückwies. Auch wenn in Folge keine Übernahme zustande kam, unterstrich der Übernahmeversuch die hohe Attraktivität von Rightmove's Geschäftsmodell und die günstige Bewertung der Aktie am Kapitalmarkt.

Bis 2028 will das Management neue Produktkategorien aufbauen und dadurch zusätzliches Umsatzwachstum generieren. Während der Markt für Wohnimmobilien bereits von Rightmove erschlossen wurde, bietet die Vermittlung von Gewerbeimmobilien über Rightmove's digitale Plattform großes Potential. Gegenüber den USA oder Australien hat Großbritannien hier noch großes Aufholpotential. Gleiches gilt für die Vermittlung von Immobiliendarlehen. Hier möchte Rightmove die Immobilienfinanzierung stärker an die Plattform binden und zusätzliche Einnahmequellen generieren. Ebenfalls wird Rightmove Serviceleistungen rund um den Umzug vermitteln. Ziel ist es Rightmove als Service-App rund um alle Fragen der Immobilie zu etablieren. Insgesamt sollen die Kunden noch stärker an die Plattform gebunden werden und so der Umsatz in den kommenden Jahren zweistellig wachsen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 4,1% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 11,9% per annum zulegen können.

Rightmove: erster Kauf Januar 2024

13. Admiral Group (2,9%; +0,2%) – neues Investment

Admiral ist einer der größten KFZ-Versicherer in Großbritannien. Die letzten Jahre waren aufgrund der Corona-Pandemie von zahlreichen Verwerfungen gekennzeichnet. Im Ergebnis stiegen die Prämien der Versicherer als Folge der gestiegenen Kosten seit Anfang 2022 deutlich an und erreichten Anfang 2024 ihren Höhepunkt. Damit scheint die Industrie die Preise für Versicherungen an die neue Kostenstruktur angepasst zu haben, nachdem die Jahre 2023 und 2024 von geringerer Profitabilität als in den Vorjahren geprägt war. Admiral konnte über die Jahre seinen Marktanteil in Großbritannien stetig ausweiten und dadurch die Skalierung erhöhen. So erzielt das Unternehmen Eigenkapitalrenditen von mehr als 40%. Gleichzeitig muss sich die Expansion ins Ausland sowie die Einführung neuer Produktgruppen noch als richtiger Schritt erweisen. Ich gehe davon aus, dass das Management die derzeit weniger profitablen Geschäftsbereiche zügig verbessern wird. Die Admiral Group wird mit dem 15-fachen meiner Schätzung für den Gewinn 2025 bewertet und sollte diesen bis 2027 um 7,4% per annum steigern können.

Admiral Group: erster Kauf Juli 2024

14. Melexis (2,9%; -0,9%)

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. 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 (Bremsen, Lenkung, Reifendruck). Melexis bietet aber auch wichtige Technologien für die effiziente Elektromobilität. Die Temperatursensoren sorgen z.B. dafür, dass die Batterie beim Laden nicht überhitzt und beim Fahren die richtige Temperatur beibehält, um die Reichweite zu optimieren.

Die derzeitige Schwäche der europäischen und nordamerikanischen Automobilhersteller führte dazu, dass das Unternehmen seine Ziele für 2024 nach unten korrigieren musste. Denn die Autobauer reduzieren gerade ihren Lagerbestand.

Im Gespräch mit dem Unternehmen machte das Management aber deutlich, dass das Nachfragetief bereits erreicht sei und in 2025 wieder mit Wachstum gerechnet werden kann. Der Anteil an Elektronik im Auto nähme weiterhin stetig zu und gerade die Marktstellung von Melexis in China sei stark. Hier haben wir insbesondere möglichen Konkurrenzdruck durch chinesische Wettbewerber diskutiert. Laut Melexis sei aber in den kommenden Jahren nicht damit zu rechnen, dass chinesische Wettbewerber den Technologievorsprung von Melexis aufholen könnten. Melexis besetze bei wichtigen Technologien die Marktführerschaft. Der mittel- bis langfristige Wachstumspfad des Unternehmens sei daher ungebrochen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 7,9% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 6,2% per annum zulegen können.

Melexis: erster Kauf April 2023

15. SOL Group (2,8%; +1,2%)

Seitdem wir in 2019 in die SOL Group investiert haben, konnte das Unternehmen den Gewinn pro Aktie mehr als verdreifachen. Der Aktienkurs hat sich seit unseren Käufen im November 2019 fast vervierfacht (von EUR 10 auf EUR 37 Ende Dezember 2024). Aufgrund der erhöhten Bewertung haben wir in 2024 einige Gewinne in der Position realisiert. Für die weitere Geschäftsentwicklung sind wir auch nach einem Gespräch mit dem Finanzvorstand aber sehr zuversichtlich. Das Unternehmen erzielt eine Gesamtkapitalrentabilität von gut 20% pro Jahr. Kleinere Wettbewerber für die Herstellung und den Vertrieb von technischen und medizinischen Gasen kauft das Management kontinuierlich zu attraktiven Preisen hinzu. Neben Europa ist die SOL Group auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wie Indien, Brasilien, der Türkei und Marokko vertreten. SOL's Produkte bieten die Grundversorgung für Industrie und den Gesundheitssektor. Das Unternehmen verfügt über langfristige Kundenbeziehungen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 3,6% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 10,0% per annum zulegen können.

SOL Group: erster Kauf November 2019

16. Bahnhof AB (2,7%; +0,9%)

Das Unternehmen aus Schweden bietet Infrastruktur rund um das Internet an. Zum einen nutzen mittlerweile mehr als 400.000 Kunden Glasfaserinternet mit Geschwindigkeiten von bis zu 10 Gbit/s von Bahnhof AB. Während die Konkurrenz Kunden verliert, kann Bahnhof

seinen Kundenstamm kontinuierlich ausweiten. Dabei hilft dem Unternehmen der Fokus auf mittlere und kleinere Bestandhalter an Wohnimmobilien sowie Gewerbeimmobilien. So kann das Unternehmen gegenüber der Konkurrenz wie z.B. dem Platzhirsch Telia deutlich flexibler handeln. Neben dem guten Service und dem sicheren Angebot hat sich Bahnhof in Schweden den Ruf eines nachhaltigen IT-Anbieters erarbeitet, indem das Unternehmen z.B. die Abwärme seiner Datenzentren für das Heizen von naheliegenden Häusern nutzt. Die Expansion von Schweden nach Finnland und Dänemark läuft gerade vielversprechend an.

Gleichzeitig setzt das Unternehmen auf Datensicherheit und bietet Gewerbekunden mit den eigenen streng geschützten Datenzentren die Möglichkeit ihre Daten abzusichern. Mit einem hohen Anspruch an Servicequalität bietet Bahnhof damit auch eine Alternative zu Cloud-Anbietern aus den USA.

Der Gründer und Vorstandschef Jon Karlung hat das Unternehmen trotz des starken Wachstums der letzten Jahre in schlanken und effizienten Strukturen belassen und erzielt hervorragende Kapitalrenditen. Er hält gut 50% am Unternehmen. Bahnhof konnte sowohl Umsatz als auch Ertrag in den letzten Jahren deutlich zweistellig steigern. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 4,9% auf Basis meiner Schätzung für 2024. Der free cash flow sollte bis 2027 um mindestens 6,9% per annum zulegen können.

Bahnhof AB: erster Kauf Januar 2024

17. Altius Minerals (2,7%; +1,3%)

Altius sollte mittelfristig weiter von den steigenden Fördermengen seiner Beteiligungen (Royalties) und den disziplinierten Investitionsentscheidungen des Managements profitieren. Weltweit fehlen weiterhin Investitionen in neue Förderkapazitäten. So wird z.B. Kupfer in großen Mengen für die Umstellung der Energiegewinnung benötigt. Allerdings liegt der letzte Investitionsschub in Kupfervorkommen bereits zehn Jahre zurück. Altius profitiert zudem von der zunehmenden Nachfrage nach hochreinem Eisenerz. Die Umstellung der Produktion bei der Stahlerzeugung auf Lichtbögen Öfen reduziert den Kohlenstoffdioxidausstoß deutlich. Allerdings kann hierfür kein normales Eisenerz mehr Verwendung finden, sondern nur hochreines Eisenerz wie es Altius beschaffen kann. Daher beteiligte sich Ende 2024 z.B. ein japanischer Stahlhersteller an einem der von Altius mitfinanzierten Förderprojekte, um die Versorgung mit hochreinem Eisenerz zu sichern.

Ende 2024 nahm Altius Minerals die börsennotierte Altius Renewable Royalties von der Börse in Toronto. Den Kauf der ausstehenden Anteile finanzierte ein Private Equity Investor und zahlte einen Aufschlag von 50% an die Minderheitsaktionäre. Damit hält Altius Minerals weiterhin 57% und hält damit indirekt Beteiligungen an einer Reihe von Windkraftparks in den USA. Die Erträge aus diesen Beteiligungen sollten in den kommenden Jahren deutlich ansteigen.

Insgesamt zeichnet sich das Management seit Jahren durch eine antizyklisch geprägte Investitionskultur aus. Gleichzeitig hat das Management den größten Anteil des eigenen Vermögens in Altius Minerals investiert. Aus meiner Sicht bietet Altius durch das risikoarme Royalty Model eine der attraktivsten Investmentmöglichkeiten im Rohstoffsektor. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 4,4% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 12,8% per annum zulegen können.

Altius Minerals erster Kauf: November 2021

18. PayPal (2,7% ; +1,3%)

Bei PayPal begannen wir im November 2023 zu Kursen unter USD 60 per Aktie eine Position aufzubauen. Ende 2024 notierte die Aktie zu mehr als USD 90. PayPal gehört zu den wenigen Unternehmen im Fonds mit einer Marktkapitalisierung von deutlich über EUR 20 Mrd. (unser Fokus liegt auf globalen kleinen und mittelgroßen Unternehmen). Im Rahmen einer Branchenanalyse von Zahlungsdienstleistern stach PayPal 2023 in Bezug auf seine Marktstellung aber insbesondere aufgrund der sehr günstigen Bewertung hervor. Der Fonds kann solche Opportunitäten in höher kapitalisierten Werten in begrenztem Umfang nutzen.

Nachdem bei PayPal ein Großteil der Führungsmannschaft ausgewechselt wurde, lag der Fokus auf der Produktinnovation. Das Unternehmen war gegenüber dem Wettbewerb zurückgefallen, was den starken Kursrückgang der Aktie seit Ende 2021 zum Teil erklären mag. Dabei lag der Fokus zunächst auf einem verbesserten „Check-Out“ vor allem bei Mobilgeräten. Bei Händlern hat der verbesserte Zahlungsvorgang bereits zu höheren Verkaufsraten geführt. Paypal profitiert von seinem großen Netzwerk an Händlern und Konsumenten, so dass Produktverbesserungen schnell ihre Wirkung entfalten. Mit Unternehmen wie Amazon Prime, Shopify und Adyen ging das Unternehmen im letzten Jahr Kooperationen ein, was ein gutes Indiz für eine starke Marktstellung ist. In den letzten zwei Quartalsberichten zeigten sich auch erste Verbesserungen in den Zahlen. Mit weiteren Produkteinführungen sollte das Unternehmen in den kommenden Jahren Wachstum erzielen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 5,5% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 8,7% per annum zulegen können.

PayPal erster Kauf: November 2023

19. HelloFresh (2,7%; -0,4%)

Die HelloFresh Aktie verlor Anfang März nach Vorlage der Q4-Zahlen für 2023 und des Ausblicks für 2024 über 60%. Es kamen von Marktteilnehmern Zweifel an der Nachhaltigkeit des Geschäftsmodell auf. Erst mit Vorlage der Zahlen für das zweite und dritte Quartal 2024 sowie einem substantiellen Insiderkauf von Dominik Richter (CEO & Gründer) und dem Einstieg eines aktivistischen Investors konnte sich der Kurs wieder deutlich erholen.

Der Umsatz im Bereich Kochboxen sinkt seit 2023 im hohen einstelligen Prozentbereich. Gleichzeitig wächst der Umsatz mit Fertiggerichten um etwa 50% p.a. Allerdings erforderten diese Wachstumswahlen erhebliche Investitionen in Produktion und Marketing.

Meiner Meinung nach sind die Marktteilnehmer bezüglich der Zukunft von HelloFresh weiterhin zu pessimistisch eingestellt. Das Unternehmen verfügt über eine solide Bilanz, erwirtschaftet freien Cashflow aus dem operativen Geschäft und sollte in den kommenden Quartalen die Kapazitäten im profitablen Kochboxengeschäft weiter an die Nachfrage anpassen können. Im Bereich Fertiggerichte sollte das Management die Profitabilität schrittweise steigern können. Mittelfristig dürften die Umsätze auf Konzernebene wieder wachsen und die Kapitalrenditen deutlich steigen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 4,0% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 50,0% per annum zulegen können.

HelloFresh erster Kauf: Oktober 2022

20. Westwing (2,6%; -0,5%)

Unser Investment in Westwing erfordert weiterhin Geduld. Nach dem steilen Anstieg der Aktie in 2020 und der Teilrealisierung von Gewinnen läuft der Kurs nach dem deutlichen Rückgang in 2022 seither seitwärts.

Um das günstige Kursniveau zu nutzen, unterbreitete das Unternehmen seinen Aktionären ein Rückkaufangebot und erwarb im Dezember 5,7% der ausstehenden Aktien. Da das Unternehmen über mehr als EUR 60 Mio. an Netto-Cash in der Bilanz verfügt, war diese Investition leicht zu finanzieren.

Das Management war in 2024 weiterhin damit beschäftigt die Effizienz zu steigern und die Marke Westwing zu stärken. Im Vordergrund stand der Wechsel vom selbstentwickelten Softwaresystem hin zur Lösung von Shopify. Damit verfügt der Internethändler nun über eine einheitliche Plattform, die die Flexibilität und Geschwindigkeit erhöht. Auch die Expansion in neue Länder (wie dieses Jahr nach Portugal) sollte in Zukunft leichter sein. Denn auch die Logistik konnte das Unternehmen optimieren. Das Produktsortiment wurde über die Ländergrenzen hinaus vereinheitlicht und weiter in das Premium Segment verschoben.

Trotz der vielen Anpassungen konnte Westwing den Umsatz in einem schrumpfenden Gesamtmarkt steigern und den Anteil der Westwing Collection auf nun 58% der Umsätze steigern. Als nächstes gilt es nun die Profitabilität zu steigern. In 2025 sollten erste Effekte aus den Effizienzmaßnahmen der letzten 2 Jahre in den Zahlen sichtbar werden. Mittelfristig bleibt das Unternehmen bei seinem Ziel die operative Marge (EBITDA) auf mindestens 10% zu erhöhen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 10,1% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 10,7% per annum zulegen können.

Westwing erster Kauf: Juni 2020

21. Materialise (2,6%; +0,5%)

Die neue Vorstandsvorsitzende Brigitte de Vet-Veithen brachte in 2024 neuen Schwung in das Unternehmen. Die 3D Druckindustrie befindet sich derzeit in einer Schwächephase. Materialise ist eines der wenigen Unternehmen, welches weiter profitabel wachsen kann. Brigitte de Vet-Veithen hat in 2024 verschiedene Kooperationen initiiert, um die Anbindung der additiven Fertigung an die konventionelle Fertigung zu erhöhen. Weiterhin ist eines der Hauptprobleme des 3D Druck die Implementierung in vorhandene Prozesse. Brigitte de Vet-Veithen hatte vor der Übernahme des Vorstandsvorsitzes das Medizingeschäft bei Materialise zum Wachstumsmotor aufgebaut. Ähnliches möchte sie nun im Softwarebereich und Fertigungssegment vollbringen. Das Unternehmen hat über die letzten Jahrzehnte einzigartiges Know-How aufgebaut. Sollte die Konjunktur in verschiedenen Industrien z.B. Automobile in 2025 anziehen, könnte Materialise stark profitieren. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 2,9% auf meiner Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 45,2% per annum zulegen können.

Materialise erster Kauf: November 2022

22. Vesuvius (2,6%; +0,7%)

Vesuvius erzeugt Verbrauchsgüter für die Stahlerzeugung (vor allem im Bereich der Gießwanne und Pfanne). Vesuvius Produkte machen weniger als 3% der Herstellungskosten seiner Kunden aus und liefern den Kunden gleichzeitig deutlichen Mehrwert in Bezug auf Sicherheit, Effizienz, Qualität und Nachhaltigkeit. Damit hat das Unternehmen eine gewisse Preissetzungsmacht. Wie auch in den

Vorjahren war die Stahlproduktion auch in 2024 rückläufig, was die Umsätze gegenüber dem Vorjahr sinken ließ. Zudem leidet das Geschäft unter der schwachen Nachfrage bei der Tochtergesellschaft Foseco. Hier hängt der Umsatz zu einem Großteil von der Automobilindustrie ab.

Dennoch plant das Management über die nächsten 3 Jahre im Schnitt rund GBP 130 Mil. an freien Zahlungsmittelüberschüssen zu generieren. Denn die Investitionstätigkeit kann in den kommenden Jahren deutlich zurückgefahren werden. Das Management nutzte den günstigen Kurs im Herbst, um ein weiteres Aktienrückkaufprogramm zu starten.

Vesuvius profitiert von der hauseigenen hohen technologischen Expertise und produziert systemrelevante Produkte. Das Management hat die Prozesse innerhalb des Unternehmens weiter verbessert. Dies ermöglicht dem Unternehmen trotz der schwierigen Marktlage Kapitalrenditen von mehr als 10% zu erzielen. Deutlich höhere Renditen sind im Falle einer Nachfragebelebung zu erwarten. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 7,9% auf Basis meiner Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 mindestens stabil bleiben.

Vesuvius erster Kauf im Mai 2022; Verkauf Juli 2024; Wiedereinstieg Oktober 2024

23. The Gym Group (2,5%; +0,9%)

Der Betreiber von günstigen Fitnessstudios in Großbritannien konnte in 2024 an sein Wachstum aus 2023 anknüpfen. Die höhere Auslastung der Fitnessstudios sollte sich in den kommenden Jahren zunehmend in der Profitabilität niederschlagen. Bereits heute erzielt das Unternehmen beachtliche Liquiditätsüberschüsse, die das Unternehmen in die Eröffnung neuer Studios investiert. In den letzten Jahren konnte das Unternehmen seine Preise erhöhen und an den Wettbewerb angleichen. Somit konnte der Kostendruck (Mietnebenkosten und Gehälter) deutlich gemildert werden. Die Corona Pandemie hatte das Unternehmen um einige Jahre in der Entwicklung zurückgeworfen. Das Unternehmen sollte im zweiten Anlauf sein Ziel erreichen, attraktive Kapitalrenditen von mindestens 25% auf seine Investitionen zu erzielen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 2,4% auf Basis meiner Schätzung für 2025 (nach den Wachstumsinvestitionen in neue Studios). Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 53,2% per annum zulegen können.

The Gym Group: erster Kauf im April 2019

24. Frequentis (2,5%; -0,1%)

Frequentis steigert weiterhin stetig seine Kundenbasis und den Auftragsbestand. Als Anbieter für sicherheitskritische Informations- und Kommunikationssysteme ist Frequentis in einer stark regulierten Industrie tätig, die auf langjährigen Kundenbeziehungen beruht. Das Segment Public&Safety konnte die Transformation von einem hardware- hin zu einem softwarelastigen Geschäft bereits vollziehen. Das zweite Segment Air Traffic Management wird diesen Wandel in den kommenden Jahren vollziehen. Ziel ist es die operative Marge auf Konzernebene auf 10% zu bringen.

Die Nachfrage nach den Dienstleistungen von Frequentis nimmt tendenziell mit der Digitalisierung zu, weshalb das Management in erster Linie darauf achten muss, die vorhandenen Ressourcen gewinnbringend zu verteilen und bei der Auftragsvergabe auf die Profitabilität zu achten. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 6,3% auf meiner Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 14,4% per annum zulegen können.

Frequentis erster Kauf: September 2020

25. Frasers Group PLC (2,5%; -1,0%)

Seit der Gründung 1982 baute Mike Ashley die Frasers Group zu einem der führenden Einzelhändler für Sportbedarf in Europa auf. Heute erzielt das Unternehmen mit 1.630 Filialen rund GBP 5,6 Mrd. Umsatz. Dabei liefert das Geschäft von Sports Direct in Großbritannien den größten Beitrag (gut 60% des operativen Gewinns). Gleichzeitig schreitet die Expansion in Europa und in Asien-Pazifik voran.

Strategisch fokussiert sich das Unternehmen auf die Zusammenarbeit mit den Markenherstellern wie Nike, Adidas, uvm. Das Unternehmen hält mittlerweile Markenpartnerschaften mit allen wesentlichen Sportartikelherstellern. So wurde die Frasers Group von Nike als einer seiner Top 3 Einzelhandelspartner ausgezeichnet. Die Frasers Group sichert den Markenherstellern eine attraktive Präsentation und eine hohe Umschlagshäufigkeit ihrer Waren zu. Im Gegenzug erhält die Frasers Group stets die gefragtesten Produktneuheiten.

Nicht nur um die Ansprüche von Nike, Adidas und anderen Marken zu erfüllen, sondern vielmehr auch die Verbraucher weiterhin in die Läden zu locken, sind und waren in den letzten Jahren umfangreiche Investitionen in das Filialnetz nötig. Während sich Wettbewerber aus dem stationären Einzelhandel zurückzogen, setzte das Management der Frasers Group bewusst seine *Elevation Strategy* um und bietet Waren sowohl stationär als auch digital an. So baute das Unternehmen Einzelhandelsflächen zu einladenden Showrooms um. Auch profitiert Sports Direct von der zunehmenden Beliebtheit von Sportbekleidung im Alltag. Das Unternehmen hat zudem die Automatisierung der Logistikzentren weitgehend abgeschlossen und erwartet dadurch einen Rückgang der Lagerbestände um 10%.

Gleichzeitig investiert das Unternehmen in die Digitalisierung und erhöht den Handelsumsatz über das Internet. Mit FrasersPlus baut das Unternehmen gerade sein digitales Loyalitätsprogramm sowie das Finanzierungsangebot für Kunden aus. Erste Daten zeigen, dass diese Angebote den Umsatz pro Kunde um 40% steigen lassen.

Das erfolgreiche Model aus dem Sportgeschäft - die Bindung der Marken und die Kombination von stationärem und digitalem Einzelhandel - trägt das Management gerade in eine neue Kategorie und bedient zunehmend das Luxussegment. Nachdem in Großbritannien ein Großteil der Kaufhäuser schließen musste, kann Frasers zu günstigen Konditionen und in guten Lagen Einzelhandelsflächen errichten. Vor allem außerhalb London's erhalten die Luxus-Markenpartner wie z.B. Hugo Boss und Christian Louboutin, so die Möglichkeit Neukunden zu erreichen.

Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 7,1% auf meiner Schätzung für 2025. Konservativ betrachtet sollte der *free cash flow* bis 2026 um 5,8% per annum zulegen können.

Marktteilnehmer sahen das Unternehmen seit je her kritisch, da immer wieder Zweifel an der Corporate Governance aufkamen. Der Gründer Mike Ashley hält 73% der Anteile und gab die Führungsposition im Mai 2022 an seinen Schwiegersohn ab. Ohne Zweifel handelt es sich hier um ein Familienunternehmen, welches aber immer wieder betont mittel- bis langfristig den Wert für alle Aktionäre steigern zu wollen. Und das hat es auch. Seit dem Börsengang 2007 kaufte das Unternehmen 40% der ausstehenden Aktien zurück. Der Gewinn pro Aktie hat sich seither mehr als verzehnfacht.

Frasers Group: erster Kauf Mai 2024

26. BionTech (2,4%; +0,6%)

BioNTech verfügt per Ende des dritten Quartals 2024 über Zahlungsmittel und Forderungen in Höhe von EUR 18,0 Mrd. Damit kann das Unternehmen die umfangreiche Produktpipeline zur Behandlung von unterschiedlichen Krebsarten und Infektionskrankheiten weiterentwickeln. Langfristig ermöglichen die bestehende Produktpipeline und mögliche neue Forschungsergebnisse vielversprechende Produkte, die das Potential haben, die Behandlung für Patienten deutlich zu verbessern. Demgegenüber steht eine moderate Bewertung von EUR 28,5 Mrd. am Aktienmarkt. Der Markt bewertet die bestehende Produktpipeline und das profitable Corona Geschäft des Unternehmens damit mit nur EUR 10,5 Mrd.

BionTech: erster Kauf Oktober 2021

27. Meisei Industrial (2,0%; +0,5%)

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 über 50% 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 7,5% auf meiner Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 3,9% per annum zulegen können.

Meisei Industrial: erster Kauf Mai 2023

28. Kurabo Industries (1,9%; +0,5%) – 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 50% der Marktkapitalisierung decken. Das Unternehmen kaufte in den letzten Jahren verstärkt Aktien zurück und erhöhte die Dividendenzahlungen. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 7,1% auf meiner Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 6,9% per annum zulegen können.

Kurabo Industries: erster Kauf Juli 2024

29. Konishi (1,8%; -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 3,5% auf meiner Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 6,5% per annum zulegen können.

Konishi: erster Kauf Mai 2023

30. Hamamatsu Photonics (1,6%; -0,3%) – (neues Investment)

Hamamatsu Photonics ist ein japanischer Hersteller optischer Komponenten. Das Produktportfolio des Unternehmens umfasst eine breite Palette an optischen Sensoren, Sensormodulen, Lichtquellen, wissenschaftlichen Kameras, photonikbasierten Inspektionssystemen und anderen Produkten. Das Unternehmen konzentriert sich auf fortschrittliche Anwendungen, darunter medizinische Bildgebung und Diagnostik, Halbleiterproduktion und -prüfung, industrielle Inspektion und Robotik, wissenschaftliche Instrumente und akademische Forschung. Das Unternehmen ist in vielen dieser Bereiche führend. In den letzten zwei Jahren kam es zu einer temporären Abschwächung der Nachfrage nach Hamamatsu's Produkten, die sich in den kommenden Jahren in eine verstärkte Nachfrage umkehren sollte. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 1,9% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 41,4% per annum zulegen können.

Hamamatsu Photonics: erster Kauf Juli 2024

31. u-blox (1,4%; -0,5%)

Mit u-blox investieren wir in ein Unternehmen mit differenzierter Technologie, die zum Großteil im Automobilbau zum Einsatz kommen. Die Aktie von u-blox 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.

u-blox besitzt in der kommerziellen Positionierung das technologisch führende Produkt. Die Anwendungen sind hierbei vielfältig. So erhielt das Unternehmen kürzlich z.B. einen großen Auftrag für die Ausrüstung von Mährobotern, was zukünftig das Verlegen von Begrenzungskabeln im Garten obsolet macht und damit die Installation vereinfacht. Zukünftig könnte u-blox als Marktführer von der technologischen Entwicklung hin zum autonomen Fahren profitieren, wobei der Automobilsektor bereits heute einen großen Teil der Umsätze ausmacht. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 1,6% auf meine Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 45,4% per annum zulegen können.

u-blox: erster Kauf Juli 2023

32. Exasol (1,3%; -0,4%)

Das Ziel in 2024 profitabel zu werden, hat Exasol erreicht. Die Umsatzentwicklung blieb herausfordernd, da im ersten Halbjahr einige Kunden ihre Verträge kündigten. Allerdings muss hier auch berücksichtigt werden, dass das wirtschaftliche Umfeld generell vielen IT-Anbietern in Europa derzeit zu schaffen macht. Ende des Jahres konnte das Management von neuen Kunden berichten und somit für 2024 ein einstelliges Umsatzwachstum verbuchen. Exasol ermöglicht Unternehmen, Daten effizient in ihren bestehenden Rechenzentren zu verarbeiten und bietet somit eine kostengünstige Möglichkeit wachsenden Datenmengen und Regulierung gerecht zu werden. Das Unternehmen hat sich zu den Zielen für 2025 noch nicht geäußert. Ich halte ein Umsatzwachstum in der Größenordnung von 10% und eine deutliche Verbesserung der Profitabilität für wahrscheinlich. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 10,2% auf Basis meiner Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 25,7% per annum zulegen können.

Exasol: erster Kauf Februar 2022

33. Jade Group (1,2%; -0,5%) – (neues Investment)

Die japanische Jade Group verfolgt ein ähnliches Geschäftsmodell wie die deutsche Zalando und besetzt in Japan die zweite Position gemessen am Gross Merchandise Volume im e-commerce Segment für Bekleidung. In einem schrumpfenden Markt für Bekleidung erzielt das Unternehmen Wachstum durch Zukäufe und eine anziehende Penetration der Internetumsätze im Bekleidungssegment. Mit der kürzlich durchgeführten Übernahme von Magaseek stößt das Unternehmen in neue Größenordnungen vor. Die Aktie notiert zu einer *free cash flow yield* von 9,3% auf Basis meiner Schätzung für 2025. Der *free cash flow* sollte bis 2027 um 13,4% per annum zulegen können.

Jade Group: erster Kauf Juli 2024

Verkäufe im 2. Halbjahr 2024

In den letzten sechs Monaten verkaufte der Fonds eine Reihe von Beteiligungen, um von attraktiveren Investitionsmöglichkeiten aus unserer Investigation List im Hinblick auf Rentabilität und Bewertung profitieren zu können.

Eurocell konnte zwar für das erste Halbjahr 2024 gute Zahlen in einem sehr herausfordernden Umfeld liefern. Allerdings kamen nach einem Gespräch mit dem Finanzvorstand Zweifel daran auf, ob sich die Nachfrageschwäche mittelfristig mildert. Denn Eurocell ist mit seinem Fokus auf Fenster- und Türelemente vornehmlich von Renovierungen bei bestehenden Wohnhäusern in Großbritannien abhängig. Derzeit scheint ein Anspringen der Nachfrage frühestens im zweiten Halbjahr 2025 möglich, was hinter meinen Erwartungen lag. Daher empfahl ich den Verkauf der Aktie. Über die rund zweieinhalb-jährige Laufzeit erzielte unser Fonds eine annualisierte Rendite von +6,7% per annum (IRR-Methode) mit Eurocell.

Über unser Investment **Interactive Brokers** hatte ich in der Vergangenheit mehrmals berichtet. Interactive Brokers gehört aufgrund des hervorragenden Geschäftsmodells und des hochkarätigen Managements zu den Unternehmen, die ich eigentlich nicht verkaufen möchte. Allerdings schoss die Bewertung im Laufe des Jahres deutlich in die Höhe, was mich zu einem Verkauf der Position brachte. Über die mehr als fünf-jährige Laufzeit erzielte unser Fonds eine annualisierte Rendite von +36,0% per annum (IRR-Methode) mit Interactive Brokers.

Ebenfalls hervorragend entwickelte sich unser Investment in dem Rückversicherungsunternehmen und Investmentvehikel von David Einhorn **Greenlight Re**. Die Bewertung des Unternehmens hat sich seit unserem Einstieg im Frühjahr 2022 weiter erhöht, weshalb das Unternehmen gegen bessere Opportunitäten getauscht wurde. Über die zweieinhalb-jährige Laufzeit erzielte unser Fonds eine annualisierte Rendite von +40,3% per annum (IRR-Methode) mit Greenlight Re.

Alight hatte nur eine kurze Verweildauer in unserem Portfolio. Schnell stellte sich heraus, dass ich hier in der Analyse zu wenig auf die Qualität des Führungsteams inklusive Eigentümer geachtet hatte. Auch das Geschäftsmodell erscheint nun weniger robust als ursprünglich angenommen. Daher habe ich nach nur rund 6 Monaten Haltedauer den Verkauf empfohlen. Über die 6 Monate Laufzeit ergab sich eine annualisierte Rendite von – 34,5% per annum (IRR-Methode) / absolut -17,5%.

Vivendi wurde aufgrund attraktiverer Investitionsmöglichkeiten veräußert. Vivendi war seit 2020 immer wieder teil unseres Portfolios und konnte über die Laufzeit eine annualisierte Rendite von +22,2% per annum (IRR-Methode) für den Fonds erzielen.

Das Bau- und Infrastrukturunternehmen **Heijmans** profitierte in 2024 besonders von einer preiswerten und vom Timing her glücklichen Übernahme eines Wettbewerbers aus dem Wohnungsbau. Denn die Nachfrage nach Wohnhäusern stieg in den Niederlanden in 2024 sprunghaft an. Gleichzeitig war das Management über die letzten Jahre sehr erfolgreich, indem die Profitabilität des Unternehmens stark gesteigert werden konnte, wie so oft bei kleineren börsennotierten Unternehmen brauchten die Marktteilnehmer Zeit, um auf die positiven Entwicklungen zu reagieren. Die sehr positive Entwicklung des Aktienkurses folgte dann in 2024. Aufgrund der deutlich gestiegenen Bewertung des Unternehmens einhergehend mit einem zyklischen Geschäftsmodell empfahl ich den Verkauf der Position. Über die knapp 12 Monate Laufzeit des Investments ergab sich eine annualisierte Rendite von + 183,7% per annum (IRR-Methode).

Nintendo konnte über die Haltedauer nur wenig Dynamik entfalten. Nachdem ich den japanischen Aktienmarkt seit Mitte 2023 deutlich intensiver analysiere als vorher - ein Grund dafür sind die Bestrebungen der japanischen Institutionen das Bewertungsniveau des Aktienmarktes zu erhöhen – konnte ich aus meiner Sicht attraktivere Investitionsmöglichkeiten als Nintendo im Small- und Mid Cap Segment identifizieren. Über die mehr als vier-jährige Laufzeit erzielte unser Fonds eine annualisierte Rendite von +5,7% per annum (IRR-Methode) mit Nintendo.

Die kleineren Positionen **Kawai Musical, Oriental Shiraishi und Kyokuto** aus Japan wurden ebenfalls mit einem leicht positiven Beitrag für den Fonds veräußert.

Der nächste Investorenbrief erscheint im Juli 2025. In der Zwischenzeit veröffentliche ich monatlich einen Kommentar zur Fondsentwicklung.

Ich wünsche Ihnen ein erfolgreiches und gesundes Jahr 2025.

Benedikt Olesch, CFA

b.olesch@wertartcapital.com

Kontakt Vertrieb

Honovi INVEST

Jörn Schiemann

Joern.schiemann@honovi-invest.de

+49 (0)692475196821

+49 (0)15901311982

Christian Brockhoff

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.