

Jahresbericht 2023

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.01.2023 – 31.12.2023

Köln, 15. Januar 2024

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

wir danken Ihnen sehr für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Anhand unserer Berichte möchten wir Ihnen einen Einblick in unser Vorgehen und unsere Denkweise ermöglichen. Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung, unsere Kontaktdaten finden Sie am Ende des Berichtes.

Die Gesamtentwicklung des NAV *SQUAD Aguja Opportunities I* seit Auflage am 05.12.2016 beträgt zum Stichtag (31.12.2023) **48,09%**.

Die rollierende Entwicklung des NAV *SQUAD Aguja Opportunities I* der letzten Jahre finden Sie am Ende des Berichts.

Die monatliche Entwicklung des NAVs seit Auflage in Prozent in der Übersicht:

In %	Jan.	Feb.	Mär.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Jahr
2016												1,62	1,62
2017	1,17	1,53	1,80	2,03	2,68	-0,07	0,67	-1,30	2,38	1,28	0,91	0,44	14,31
2018	0,66	-2,60	-3,50	0,77	0,25	-1,08	1,83	-0,38	0,24	-5,80	-0,49	-2,05	-11,72
2019	4,52	1,49	0,46	4,36	-2,43	0,37	0,25	-0,07	1,09	2,99	2,63	1,86	18,75
2020	0,08	-3,08	-11,12	10,86	2,81	1,84	1,67	7,73	2,61	4,14	7,31	7,65	35,28
2021	1,93	3,57	1,03	2,96	1,17	-0,40	-0,91	-0,60	-1,16	-0,57	-1,70	0,05	5,35
2022	-3,30	-4,01	-1,08	-1,36	-0,18	-3,47	-0,50	0,49	-9,71	0,57	2,57	0,06	-18,68
2023	4,66	0,60	-1,16	-0,95	1,84	0,55	1,64	-1,65	-2,56	-3,26	3,75	1,68	4,93

Die Allokation zum 31.12.2023, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	66%*
<i>davon Aktien mit Anleihecharakter:</i>	7%
Anleihen:	32%
<i>davon Hybridanleihen:</i>	1%
<i>davon Wandelanleihen:</i>	31%
<i>davon Senior Anleihen:</i>	0%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	0%
Kasse:	1%
Derivate:	0%

Deutschland:	17%
Restl. Europa:	66%
Nordamerika:	9%
Sonstiges:	7%
Gold (Xetra):	0%
Kasse:	1%

Stand: 30.06.2023; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; wegen Rundungsdifferenzen kann die Summe von 100% abweichen.

***Nettoaktienquote: 60%** (Aktien-Exposure nach Berücksichtigung des Absicherungsvolumens von Derivaten und abzüglich Aktien mit Anleihecharakter)

Im Anhang finden Sie eine Übersicht über vom Fonds gehaltene, potenzielle **Nachbesserungsrechte**, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Andienungsvolumen von 24.690.918 Euro umfassen.

Disclaimer: Bei den in diesem Bericht besprochenen Wertpapieren handelt es sich um ehemalige / aktuelle Fondsinvestments. Dies dient lediglich Informationszwecken und stellt in keinster Weise eine Handlungsempfehlung dar. Quelle für Kursangaben und Wertentwicklungen im Text ist – soweit nichts anderes genannt wird – Bloomberg.

Basierend auf Ihrem Feedback passen wir die Struktur unserer Berichte geringfügig an. Zukünftig werden wir neben den Quartalsupdates in Form von Webinaren (Q1 und Q3) zum Halbjahr in etwas kürzerer Form berichten und zum Jahresende dann in einem Rückblick nochmals das ganze Jahr Revue passieren lassen. Zudem möchten wir in unseren schriftlichen Berichten mit einer *Zusammenfassung* zu Beginn einen schnelleren Überblick ermöglichen. So können Sie sich zunächst mit der *Zusammenfassung* ein Bild machen und bei Bedarf und Interesse die entsprechenden Abschnitte im *ausführlichen Bericht* im Detail nachlesen.

Zusammenfassung

Der Fonds schloss das Jahr 2023 mit einem Plus von 4,93% ab. Das Gesamtergebnis ist im Hinblick auf die Entwicklung der globalen Märkte nicht zufriedenstellend. Zur Einordnung ist es uns daher wichtig die Fondsentwicklung etwas genauer zu analysieren.

Zur Klarstellung möchten wir zu Beginn des Berichts anmerken, dass mit *Kontribution* der jeweilige Anteil zur Gesamtentwicklung des Fonds gemeint ist und nicht die individuelle Performance.

Fondsentwicklung allgemein

Die Performance im Jahr 2023 wurde maßgeblich von 2 Faktoren negativ beeinflusst. Erstens belastete die Entwicklung von Titeln mit unter einer Milliarde Euro Marktkapitalisierung (im Folgenden: Small-Caps) den Fonds. Von diesem Phänomen war nicht nur der Fonds betroffen, sondern auch viele andere Aktienfonds, die in Nebenwerte investieren. Zwar konnte der S-DAX zum Jahresende etwas aufholen, gut zu sehen war die schwache Entwicklung der Small-Caps abseits der Indices an der Entwicklung des deutschen Micro-Cap Index Scale All Shares, der eine Performance von -3,4% im Jahr 2023 aufweist. Gerade Nebenwerte, die sich nicht in Indices wiederfinden (und damit nicht per ETFs investierbar sind), litten in den letzten Jahren und notieren teils auf historisch niedrigen Bewertungen. Small-Caps lieferten im Fonds eine Kontribution von -3,9%.

Werte mit einer Marktkapitalisierung von mehr als einer Milliarde Euro (im Folgenden Large-Caps) hingegen entwickelten sich auch im Fonds gut und konnten eine Performance von über 15% im Jahr 2023 generieren, die Kontribution im Fonds betrug +6,2%.

Der zweite Faktor, welcher die Performance der Micro-Caps im Fonds und das Gesamtergebnis im Jahr 2023 maßgeblich negativ beeinflusste, war die Entwicklung der Aktie von Focus Entertainment (Kontribution -4,77%). Am mittelfristigen Investment-Case und der normalisierten Ertragskraft der Firma hat sich wenig geändert. Wir stellen den Case aber aufgrund der Signifikanz nochmals in einer Case-Study separat für alle interessierten Leser vor. Wir sind sehr optimistisch, dass die Aktie die negative Entwicklung wieder aufholen wird.

Aktien mit Anleihecharakter und Renten lieferten Kontributionen von +1,44% (entspricht einer Performance von ca. 14%) und 2,36% (entspricht einer Performance von ca. 7,6%), und im Verhältnis zum Anteil an der Gesamtallokation damit sehr gute Beiträge. Mit dem Ergebnis der Bausteine Aktien Large-Caps, Aktien mit Anleihecharakter und Renten sind wir entsprechend zufrieden.

Entwicklung von Einzeltiteln

Auf Einzeltitelebene weisen die Aktien von **Meta** (+2,35%), **Jumbo** (+1,63%), **Fairfax** (1,19%) und **Protector** (+1,09%) die höchsten positiven Kontributionen auf. Meta war dabei im Jahr zuvor (2022) noch einer der größten Verlierer im Fonds – die Geduld an dem Titel festzuhalten hat sich aber ausgezahlt. Die Aktie wurde im Laufe des Jahres 2023 verkauft. Mit Jumbo, Fairfax und Protector zeigen sich erfreulicherweise gleich drei Titel aus der jüngeren Vergangenheit als sehr gute Stock-Picks. Generell weisen die neuen Investments der letzten zwei Jahre eine gute Entwicklung auf. Negativ trug neben Focus Entertainment (siehe Case-Study) dagegen die Aktie von **Agfa** (-1,11%) zur Fondsentwicklung bei. Die Position in Agfa wurde allerdings frühzeitig reduziert, da sich abzeichnete, dass der Investment Case nicht wie erwartet eintritt.

Portfolio Veränderungen Aktien

Das Portfolio wurde im Verlauf des Jahres weiter etwas umgebaut, mit dem Ziel noch diversifizierter aufgestellt zu sein. Die Abhängigkeit von einzelnen Regionen und Sektoren wurde weiter reduziert. Positive Kursverläufe, wie beispielsweise zum Jahresende bei der Aktie von **On the Beach** (die sich in

wenigen Wochen knapp verdoppelt hatte), wurden genutzt, um aktiv Positionen zu reduzieren und anzupassen, oder in anderen Fällen auch komplett zu verkaufen. Im Gegenzug wurden neue Positionen aufgebaut, unter anderem in Aktien von **Crayon**, einem skandinavischen IT-Dienstleister, **Beazley**, einer britischen Versicherungsgruppe, **ProCredit**, ein auf Osteuropa fokussiertes Kreditinstitut und **L'Occitane**, ein französischer Kosmetikkonzern gelistet in Hongkong und einigen Unternehmen aus **Japan**. Wir erachten den japanischen Markt aktuell als sehr spannend, da sich nach vielen Jahren im Bereich Corporate Governance einiges tut und dies auch von der Börse und Regierung aktiv gefördert wird. Durch einen Besuch vor Ort in Japan konnten wir uns auch aktiv ein Bild vom Umdenken erster Unternehmen machen.

Portfolio Veränderungen Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Mit knapp 33% Anteil an der Gesamtallokation ist der Bereich Anleihen, speziell Wandelanleihen, aktuell historisch hoch gewichtet. Die Gewichtung hatte sich in den ersten Monaten des Jahres auf dieses Niveau erhöht und war dann relativ konstant geblieben. Dabei wurden Anleihen mit Kursgewinnen oder kurzer Laufzeit getauscht, so dass das Portfolio an Anleihen kontinuierlich mit aus unserer Sicht sehr vielversprechenden Titeln bestückt war und ist.

Im Bereich Aktien mit Anleihecharakter ergaben sich unter anderem mit **Activision Blizzard** und **EMIS Group** spannende Situationen, die der Fonds nutzen konnte. Der Fokus im Bereich Aktien mit Anleihecharakter ist dabei in letzter Zeit etwas globaler geworden, da der Bereich deutscher Sondersituationen aus unserer Sicht schwieriger und weniger attraktiv ist. Zwar gibt es selektiv weiterhin sehr spannende Opportunitäten, aber die Anzahl dieser ist geringer. Hinzu kommen die Squeeze-Outs von **Kabel Deutschland** und **McKesson Europe**, die 2023 vollzogen wurden, wodurch diese Titel ausgebucht wurden.

Ausblick

Nach vorne blickend sind wir weiterhin sehr optimistisch, dass sich die Bausteine Aktien mit Anleihecharakter und Renten weiterhin stabil und mit signifikantem Beitrag zur Performance entwickeln. Aber auch für einen Rebound des Bausteins Aktien, speziell Small-Caps sind wir zuversichtlich. Zwar sind hier Prognosen auf Jahressicht wenig sinnvoll, jedoch sehen wir mittelfristig sehr gute Chancen wieder sehr attraktive Überrenditen mit Aktien von gering kapitalisierten Unternehmen zu generieren. Die Hauptgründe sehen wir dabei in der nun sehr deutlichen Bewertungsdifferenz (auf historischen Höchstständen) und der typischen schlechten Entwicklung weniger liquider Assets in Zeiten (wie diesen) mit geringer Visibilität hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung (sprich, bis zum Einsetzen einer Rezession). Darüber hinaus könnten sinkende Zentralbankzinsen positive Effekte auf diese Assets haben.

Zudem erachten wir das Portfolio insgesamt, auch abgesehen vom Anteil an Small-Caps, dank der seit einiger Zeit eingeleiteten globalen Diversifizierung als robuster und weniger abhängig von der Entwicklung spezifischer Märkte. Mit einem Median KGV von ca. 12x (Quelle: Bloomberg) für das Jahr 2023 sind die Aktien im Fonds wesentlich attraktiver bewertet als die der meisten Indices und weisen zudem überdurchschnittliche Wachstumsraten auf.

Ausführlicher Bericht

Fondsentwicklung allgemein

Der Fonds besteht aus den Bausteinen Aktien, Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter, sowie opportunistisch Absicherungen. Der Baustein Aktien lieferte eine Kontribution von 2,3%. Bei einem Anteil von ca. 60% an der gesamten Allokation entspricht dies einer Performance von ca. 3,8% und damit deutlich weniger als viele Aktienindices an Performance für das Jahr aufweisen. Das Ergebnis erscheint somit zunächst enttäuschend.

Unterteilt man den Baustein Aktien allerdings nochmals in Werte mit mehr als einer Mrd. EUR Marktkapitalisierung (vereinfacht im Anschluss Large-Caps bezeichnet) und Werte unter einer Mrd. EUR Marktkapitalisierung (vereinfacht im Anschluss Small-Caps bezeichnet), so zeigt sich eine Kontribution von +6,2% für die höher kapitalisierten Titel und -3,9% für Titel der gering kapitalisierten Unternehmen. Signifikant negativ auf eine ansonsten gute Entwicklung wirkten also in erster Linie die investierten Small-Caps.

Hieraus ergeben sich zwei zentrale Fragen: Zum einen stellt sich die Frage, ob es im aktuellen Umfeld richtig ist aus Small-Caps zu setzen. Rückblickend muss man sicherlich feststellen, dass es in den letzten Jahren nicht die richtige Entscheidung war. Der Bewertungsunterschied zwischen Small- und Large-Caps vergrößerte sich stetig. Eine einsetzende Gegenbewegung zu Beginn des Jahres wurde durch die „Bankenkrise“ (Silicon Valley Bank & Co.) direkt wieder gestoppt. Dennoch sind wir davon überzeugt, dass sich das Verhältnis wieder normalisiert. Warum dem so ist, beleuchten wir im Verlauf des Berichts genauer. Insgesamt lässt sich festhalten, dass die schwache Entwicklung des Anteils Small-Caps teilweise mit der Marktentwicklung zu erklären ist. Dies verdeutlicht auch die nachfolgende Graphik, die den relativen Verlauf von Small-Caps gegenüber Large-Caps aufzeigt. Steigen die Linien, so performen Small-Caps besser – sinken die Linien, so entwickeln sich Large-Caps besser. Man erkennt hier deutlich, dass Large-Caps bis zum Oktober Small-Caps signifikant outperformt hatten (um ca. 10-15%). Daran schließt sich die Gegenbewegung im letzten Quartal des Jahres:

Exhibit 17: Small-cap vs. Large-cap price performance
US: Russell 2000 vs. SPX; Europe: STOXX Small vs. STOXX Europe Large



Source: Bloomberg, STOXX, Goldman Sachs Global Investment Research

Als Zweites sollte evaluiert werden, inwiefern sich die Titelselektion als richtig erwiesen hat. Mit einer Kontribution von knapp -5% stellt sich diese Frage insbesondere für den Titel Focus Entertainment. Am mittelfristigen Investment-Case und der normalisierten Ertragskraft der Firma hat sich trotz der negativen Kursentwicklung wenig geändert. Wir stellen den Case aufgrund der Signifikanz nochmals in einer Case-Study separat für alle interessierten Leser vor. Wir sind sehr optimistisch, dass die Aktie die negative Entwicklung wieder aufholen wird. Dieses Ergebnis ist natürlich dennoch höchst frustrierend. Denn adjustiert um diesen Titel wäre die Performance des Fonds bei knapp 10% und die Kontribution der Small-Caps positiv.

Aktien mit Anleihecharakter und Renten lieferten Kontributionen von +1,44% (entspricht einer Performance von ca. 14%). Bedenkt man, dass der Baustein in den letzten Monaten eher geringer gewichtet war, so sind wir mit diesem Ergebnis sehr zufrieden. Positiv ist auch, dass die Aktivität von strategischen und finanziellen Investoren wieder zunimmt und sich damit mehr spannende Situationen ergeben können. Negativ aus unserer Sicht ist dagegen, dass Sondersituationen und Strukturmaßnahmen

in Deutschland mit den letzten Ereignissen etwas an Attraktivität verlieren. Dennoch gibt es immer wieder sehr spannende Opportunitäten, auch in Deutschland.

Mit einer Kontribution von 2,36% (entspricht einer Performance von ca. 7,6%) erachten wir auch das Ergebnis der Renten als zufriedenstellend. Auch hier ist zu bedenken, dass der Baustein im Jahresverlauf nur rund 33% des Gesamtportfolios ausgemacht hat. Die Performance lag also bei >7% (2,36% / 33%). Dieses Ergebnis liegt rund 1-2% über der durchschnittlichen Rendite des Anleihen-Portfolios und impliziert damit zusätzliche Kursgewinne über die reine „Vereinnahmung“ der Rendite hinaus. Im aktuellen Umfeld gehen wir davon aus, dass eine Entwicklung in dieser Größenordnung auch zukünftig möglich sein sollte und der Baustein damit weiterhin für einen stabilen, aber auch signifikanten Renditebeitrag verantwortlich sein sollte.

Zum Abschluss zeigt nachfolgende Graphik die Renditebeiträge/Kontribution für den Fonds der genannten Bausteine (also nicht die absolute Performance der Bausteine) über den Verlauf der letzten 4 Quartale:

	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	FY 2023
Aktien	+2,50%	+1,36%	-2,88%	+1,28%	+2,26%
davon Large-Cap	+2,85%	+2,86%	+0,16%	+0,33%	+6,20%
davon Small-Cap	-0,33%	-1,54%	-3,05%	+0,95%	-3,97%
Aktien mit Anleihecharakter	+0,73%	+0,07%	+0,28%	+0,36%	+1,44%
Renten	+1,18%	+0,19%	+0,32%	+0,67%	+2,36%
Absicherung	-	-	-	-	-

Quelle: Axxion, eigene Berechnungen, Stand: 12.01.2024

Entwicklung von Einzeltiteln

Nach der allgemeinen Betrachtung möchten wir nun einen genaueren Blick auf die Entwicklung der Einzeltitel werfen. Neben **Focus Entertainment** (siehe Case-Study) wies weiterhin die Aktie von **Agfa** mit -1,11% eine signifikante Kontribution (> +/- 1%) auf. Die Position in Agfa wurde dabei frühzeitig reduziert, da sich abzeichnete, dass der Investment Case nicht wie erwartet eintritt. Zwar konnte das Unternehmen den schwierigen Offset-Bereich verkaufen, doch die von uns erwartete positive Reaktion auf dieses Event war nur von kurzer Dauer. Stattdessen belastete das Geschäft in China aufgrund einer dortigen Veränderung der Vertriebswege das operative Ergebnis, und auch der Bereich HealthCare-IT, der potentiell ein weiterer Verkaufskandidat ist, blieb operativ hinter den Erwartungen zurück. Im Gegensatz zu Focus hatte sich bei Agfa aus unserer Sicht die langfristige Ertragskraft verschlechtert und eine schnelle Erholung wurde unwahrscheinlicher. Deshalb wurde die Aktie auch frühzeitig deutlich reduziert, wodurch eine höhere negative Kontribution vermieden werden konnte.

Signifikant positiven zur Entwicklung trugen die Aktien von **Meta** (+2,35%), **Jumbo** (+1,63%), **Fairfax** (1,19%) und **Protector** (+1,09%) bei. Meta war dabei im Jahr zuvor (2022) noch einer der größten Verlierer im Fonds – die Geduld an dem Titel festzuhalten hat sich aber ausgezahlt. Die Aktie wurde im Jahr 2023 verkauft. Die Situation erinnert uns etwas an die aktuelle Entwicklung von Focus Entertainment. Zwar gibt es keine Garantie dafür, dass auch diese Aktie sich ähnlich schnell erholt. Jedoch war auch im Fall von Meta, aus unserer Sicht, nichts Dramatisches am Investment-Case verändert, was die starke Abwertung im Jahr 2022 rechtfertigen würde. Damals waren die Investitionen ins Metaversum und, ähnlich wie bei Focus, eine kleine Delle in der ansonsten sehr positiven langfristigen Ertragsentwicklung, ein Hauptgrund für die Entwicklung (wie im Halbjahresbericht H2 2022 nachzulesen ist). Mit Jumbo, Fairfax und Protector zeigen sich erfreulicherweise gleich drei Titel aus der jüngeren Vergangenheit als sehr gute Stock-Picks. Die Investments hatten wir in jüngerer Vergangenheit vorgestellt, Protector und Jumbo im H1 Bericht 2022 und Fairfax im H2 Bericht 2022. Bei allen drei Titeln sind die Treiber unterschiedlich, aber das Umfeld höherer Zinsen und Inflation tendenziell positiv. Mit Griechenland, Norwegen und Kanada ist auch die geographische Diversität erkennbar, an der wir in den letzten Monaten gearbeitet hatten. Bei allen drei Titeln wurden bereits Gewinne realisiert, um die Positionsgrößen anzupassen.

Wir haben auch ausgewertet, wie sich die Investments der jüngeren Vergangenheit generell entwickelt haben. Dabei zeigt sich, dass im Jahr 2023 die Aktien, die vor dem Jahr 2022 gekauft worden waren, eine Kontribution von ca. -2,7% aufweisen (natürlich auch hier mit entsprechendem Einfluss durch

Focus Entertainment, höherer Europalastigkeit und tendenziell geringer kapitalisierten Titeln), während die Aktien, die seit Anfang 2022 gekauft wurden, eine Kontribution von +6,4% zeigen. Dabei war die Kontribution auf Einzeltitelebene relativ breit gestreut. Die Strategie, das Aktienportfolio diversifizierter aufzustellen, scheint sich also auszuzahlen, ein noch beherzteres Vorgehen wäre im Rückblick sinnvoll gewesen.

Die Kontribution im Bereich Aktien mit Anleihecharakter verteilt sich recht gleichmäßig, wobei **EMIS Group**, **Activision Blizzard** und **Autogrill** die größten positiven Beiträge einbrachten. Bei den Renten fallen die größten (positiven) Kontributionen auf die Wandelanleihen von **Jet2** und **HelloFresh**. Signifikante negative Ausreißer gab es in beiden Bausteinen nicht.

Portfolio Veränderungen Aktien

Das Portfolio wurde im Verlauf des Jahres weiter etwas umstrukturiert, mit dem Ziel noch diversifizierter aufgestellt zu sein. Positive Kursverläufe, was eine Reduzierung der Unterbewertung impliziert, wurden genutzt, um aktiv Positionen zu reduzieren und anzupassen, oder in anderen Fällen auch komplett zu verkaufen. Beispielsweise wurden zum Jahresende bei der Aktie **On the Beach** (die sich in wenigen Wochen knapp verdoppelt hatte) und **Flex** (im Zuge des Spin-offs von **Nextracker**) Gewinne realisiert. Die zugeteilten Aktien von Nextracker wurden direkt zu Beginn des Jahres verkauft.

Bereits in der ersten Jahreshälfte wurden die Aktien von **Meta**, **Alphabet** und **Pinterest** verkauft, allesamt bewertungs begründet. Ebenfalls komplett verkauft, nach dem in der Vergangenheit bereits immer wieder Gewinne realisiert worden waren, wurde die Position in **Italian Wine Brands**. Auch die Aktie von **Bolloré** wurde komplett verkauft. Hier gab es mehrere Events im Sinne von Verkäufen von Geschäftsteilen und einem Angebot zum Aktienrückkauf, wodurch die Aktie sich positiv entwickelte. Es verbleibt ein Kompensationsrecht (ca. 450.000 Stück zu 0,25 Euro pro Stück), das ausgezahlt wird, wenn der Verkauf von Bolloré Logistics an CMA CGM abgeschlossen ist.

Neu im Portfolio finden sich unter anderem Aktien von **Crayon**, einem skandinavischen IT-Dienstleister, **Beazley**, einer britischen Versicherungsgruppe, **ProCredit**, ein auf Osteuropa fokussiertes Kreditinstitut und **L'Occitane**, ein französischer Kosmetikkonzern gelistet in Hongkong. Wir möchten Ihnen diese Unternehmen kurz und knapp vorstellen:

Crayon ist ein norwegisches Unternehmen, das weltweit im Handel mit Softwarelizenzen und im IT-Consulting aktiv ist. Durch die enorme Bedeutung und das Wachstum von Software ist dies ein weiter stark wachsender Milliardenmarkt, der im Fall von Subskriptionen oder Rechenleistung aus der Cloud wiederkehrende Umsätze einbringt. In diesem Markt schafft Crayon es seit einigen Jahren mit deutlichen zweistelligen Wachstumsraten zu wachsen und gleichzeitig sehr hohe Cashflows zu erwirtschaften. Eine Analyse der Regionen zeigt zudem, dass mit zunehmendem Marktanteil die Profitabilität deutlich steigt, so dass mit dem Wachstum auch die Marge steigen sollte. Zudem sorgt das Thema künstliche Intelligenz für wachsende Nachfrage und auch Consultingumsätze. Dennoch ist die Aktie bewertungstechnisch hinter Wettbewerber wie SoftwareOne zurückgefallen. Das lag zum einen an inflationsbedingten Lohnkostensteigerungen und an einem zuletzt schwachen Cashflow, da Kunden bei hohen Zinsen zunehmend Zahlungen zur spätesten Fälligkeit leisten. Diese Effekte sollten allerdings eher temporärer Natur sein. Insofern war es für uns folgerichtig, in diesem Markt auf den sich stärker entwickelnden (und noch kleineren) Herausforderer Crayon zu setzen.

Beazley ist ein britischer Versicherer, der außerhalb des Finanzmarktes eher unbekannt ist – er macht im wesentlichen Umsätze im gewerblichen Spezialversicherungsmarkt über Lloyds in London. Dabei hat das Unternehmen eine sehr gute Historie, im Schnitt immer gute Ergebnisse und ein überzeugendes Management. Im letzten Jahr kam hinzu, dass steigende Zinsen für höhere Kapitalerträge sorgen werden, während gleichzeitig die Preise am Markt sehr deutlich gestiegen sind. Insbesondere Schäden aus Naturkatastrophen werden im Zuge des Klimawandels komplexer vorherzusagen, weshalb sich viele normale Versicherer hier zurückhalten – und damit Geschäft an die Spezialversicherer fällt. Beazley hat dies neben seiner starken Position in Cyberversicherungen zu einem Wachstumsfeld auserkoren. Trotz all der positiven Argumente handelt das Unternehmen aber nur zu einem erwarteten 2023er KGV von 6,5 (Quelle: Bloomberg), was wir für deutlich zu günstig erachten.

Procredit ist eine Bank, die in einiger Hinsicht ziemlich ungewöhnlich ist. Das Institut sitzt in Frankfurt, wurde aber bewusst als Entwicklungsbank für Mikrokredite gegründet, um die wirtschaftliche Entwicklung in den Ländern in denen man tätig ist (aktuell vor allem Osteuropa und Balkan), zu unterstützen. Dazu bietet man kleinen Unternehmen Kredite nur an, nachdem man ihre Hausbank geworden ist, was einen guten Einblick in die Finanzen bringt, wodurch das Geschäft verstanden und modelliert werden

kann. Hierdurch kann und konnte man die Kreditausfälle auf ein ausgesprochen niedriges Niveau bringen. Die gemeinwohlorientierte Ausrichtung bedeutet allerdings nicht, dass man auf Gewinne verzichten würde – im Gegenteil hat Procredit ein Ziel von ca. 12% Eigenkapitalrendite, welches aktuell auch gut in Reichweite scheint - dazu wächst man organisch. Da die Aktie aktuell nur zum ca. halben Buchwert gehandelt wird, sind die Bewertungsmultiples hier sogar noch günstiger als bei Beazley – basierend auf Konsensschätzungen wird ein KGV von ca. 4 erwartet (Quelle: Bloomberg).

Im Rahmen einer Sondersituation (potentielles Abfindungsangebot durch den Großeigentümer Reinold Geiger) sind wir auf den für natürliche Schönheits- und Pflegeprodukte spezialisierten Konzern L'Occitane gestoßen. Investiert hat der Fonds jedoch erst, als dieses Angebot vom Tisch war und der Aktienkurs gesunken ist. Zwar kennen viele die Marke L'Occitane en Provence, jedoch war uns die akquirierte Marke Sol de Janeiro bislang nicht bekannt. Diese wird bislang hauptsächlich in den USA vertrieben und zeigt beeindruckende Wachstumsraten im dreistelligen Bereich. Interviews mit Industrieexperten haben unsere Meinung zu den langfristigen Aussichten der Marke Sol de Janeiro positiv gestärkt. So scheint das Unternehmen Produktportfolio und Expansion vorsichtig vorausschauend zu planen und versucht typische Fehler in einer starken Wachstumsphase zu vermeiden. Es agiert mit seiner auf „Millennials“ und „Generation Z“ ausgerichteten Marke innovativ und hat die eher neue Produktkategorie „Fragrance Mists“ (weniger starke Parfums, die eher im Alltag genutzt werden) groß gemacht. Wir sehen bei Sol de Janeiro durch punktuelle Produktportfolioerweiterungen sowie geographische Expansion Potenzial für weiteres Wachstum, was mehr und mehr auf Konzernebene zu sehen sein sollte. Für die Kernmarke erwarten wir eine eher stabile Entwicklung. Zusätzlich gibt es weitere kleinere, wachstumsstärkere Beteiligungen im Konzern wie etwa Elemis. Insgesamt erscheint uns das beschriebene Wachstumspotenzial in der moderateren Bewertung nicht berücksichtigt.

Hinzu kommen einige Investitionen in Japan, einem Markt, dessen KGV 2023 unter historischen Durchschnittswerten lag und der weiterhin attraktiv bewertet ist. Durch diese Investitionen konnten wir die geografische Diversifizierung des Fonds weiter ausbauen. In Japan gibt es seit geraumer Zeit das Phänomen, dass die dortigen Unternehmen sehr solide Bilanzen mit hohen Kassenbeständen aufweisen. Dies begrenzt zwar einerseits das Risiko, reduziert jedoch auch die Eigenkapitalrenditen. Das hat dazu geführt, dass Investoren die Kassenbestände und Investments japanischer Firmen bei der Bewertung oft ausklammern, was zu teilweise kuriosen Bewertungen führt. Es gibt gesunde Unternehmen, deren Netto-Cash-Bestände oder Investments in der Bilanz die Marktkapitalisierung übertreffen. Da die Aussichten in den letzten Jahren gering waren, an die Kasse der Unternehmen zu gelangen, hat der Markt begonnen, die Kassenbestände zu ignorieren. Die japanische Börse, Regulatoren und Investoren versuchen nun, Unternehmen dazu zu bewegen, ihre Kassenbestände sinnvoll einzusetzen. Es wird allmählich verpönt Kasse zu horten. Dies trägt bereits erste Früchte, auch wenn der Prozess sich über mehrere Jahre erstrecken wird.

Bei der Aktienauswahl haben wir den Markt gezielt durchsucht und versucht u.a. die Unternehmen zu identifizieren, die einen Teil ihres Kapitals sinnvoller einsetzen wollen. Da der Zugang zu japanischen Firmen nicht einfach ist, haben wir mit einer japanischen Übersetzerin zusammengearbeitet, Firmen in Tokio besucht und teilweise darauf gedrängt, die Kapitalallokation zu verbessern. Das erste Investment, das sich hieraus ergeben hatte, war die Aktie von **ZigeXn**. Seit dem ersten Kauf weist diese eine erfreuliche Performance von ca. 73% auf und hat in 2023 einen Beitrag von 0,77% zur Gesamtperformance geleistet. Die inhabergeführte Firma weist bereits in den letzten Jahren eine hervorragende Kapitalallokation auf, war trotz eines jährlichen Gewinnwachstums in den letzten zehn Jahren von ca. 22% je Aktie p.a. (Quelle: Bloomberg) und einem guten Free Cashflow nur mit einem KGVe von ca. 9,5x (Quelle: Bloomberg) bei gleichzeitiger Nettokasse (mehr Kasse als Schulden) bewertet und entwickelt sich seit Kauf operativ über unseren Erwartungen. Die Aktie von **Prestige International**, die uns in Teilen an den ADAC erinnert, haben wir Ihnen bereits im Halbjahresbericht 2023 vorgestellt. Hier erwarten wir aufgrund der hohen Kassenbestände im Jahr 2024 weitere Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe, was potenziell zu Events für eine Neubewertung führen könnte. Weitere Investitionen sind seitdem hinzugekommen oder befinden sich derzeit im Aufbau.

Das Aktienportfolio ist aus unserer Sicht vielversprechend aufgestellt und wir sind zuversichtlich, dass sich unser Stock-Picking auch in der Breite wieder in guten Ergebnissen auszahlt. Mit einem Median KGV von ca. 12x (Quelle: Bloomberg) für das Jahr 2023 sind die Aktien im Fonds wesentlich attraktiver bewertet als die der meisten Indices und weisen zudem überdurchschnittliche Wachstumsraten auf.

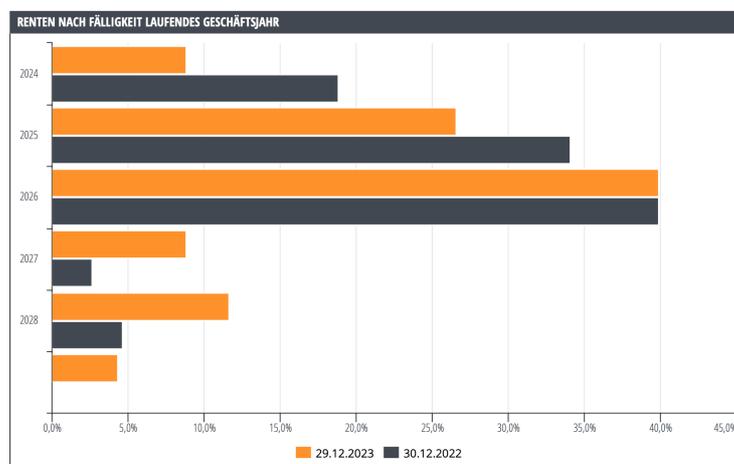
Portfolio Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter

Mit knapp 33% Anteil an der Gesamtallokation ist der Bereich Anleihen, speziell Wandelanleihen, im Moment historisch hoch gewichtet. Die Gewichtung hatte sich in den ersten Monaten des Jahres auf dieses Niveau erhöht und war dann relativ konstant geblieben. Dabei wurden Anleihen mit Kursgewinnen oder kurzer Laufzeit aktiv getauscht, so dass das Portfolio an Anleihen kontinuierlich mit aus unserer Sicht sehr vielversprechenden Titeln bestückt war/ist.

Bereits zum Halbjahr hatten wir Verkäufe von Wandelanleihen der RAG Stiftung und Xero genannt, während **JustEat** (2025), **Zalando** (2025) und **Ubisoft** (2024) aufgestockt und unter anderem eine Wandelanleihe des japanischen Unternehmens **Mercari** neu aufgenommen worden war. Im weiteren Verlauf des Jahres wurden Wandelanleihen der bald auslaufenden JustEat (2024) in die etwas länger laufenden 2025er Laufzeiten getauscht. Aufgestockt wurden unter anderem Wandelanleihen von **Basic Fit** (2028), die durch einen Put (=Andienungsrecht) im Jahr 2026 eine potenziell eine kürzere Laufzeit haben als es scheint und damit auch die Kreditwürdigkeit aus unserer Sicht profitiert. Mit **Pirelli** (2025) und **Tirlán** (2027) wurden zwei weitere neue Positionen aufgebaut. Während der Reifenhersteller Pirelli vermutlich allseits bekannt ist, verursacht Tirlán möglicherweise zunächst Fragezeichen. Bei Tirlán handelt es sich um eine irische Molkereigenossenschaft, die historisch bedingt einen großen Anteil am Unternehmen Glanbia hält. Die Kreditwürdigkeit der Genossenschaft erscheint uns, nicht zuletzt durch die Beteiligung an Glanbia, als gut. Gleichzeitig erscheint uns die Aktie von Glanbia, die auch das Underlying (=Basiswert) der Wandelanleihe ist, als spannend. Ein Hauptsegment von Glanbia ist der Bereich Sportnahrung (u. a. die Marke Optimum Nutrition ON).

Im Gegenzug wurden im zweiten Halbjahr unter anderem die Wandelanleihen der amerikanischen Freelancer Plattform Upwork und des französischen Umweltunternehmens Veolia mit Gewinnen verkauft.

Zum Jahresende weist das Portfolio an Anleihen eine durchschnittliche Rendite von 5,4% auf, die durchschnittliche Restlaufzeit beträgt 2,25 Jahre und die Duration 2,30. Eine Übersicht über die Verteilung der Restlaufzeiten im Vergleich zum Jahresbeginn zeigt folgende Graphik:



Quelle: Axxion, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2023

Im Bereich Aktien mit Anleihecharakter ergaben sich unter anderem mit **Activision Blizzard** und **Emis Group** spannende Situationen, die der Fonds nutzen konnte. Dabei war gerade der Fall Activision Blizzard nicht einfach, letztlich aber dennoch erfolgreich. Nachdem der Deal zunächst von der britischen Wettbewerbsbehörde geblockt wurde, gelang es Microsoft, durch einen Einspruch doch noch die Erlaubnis zu erwirken. Dies führte dann zu einem Kurssprung nahe dem Angebot in Höhe von 95 USD pro Aktie und damit zu einem positiven Ergebnis. Zwar hatte der Fonds auf dem Weg dorthin bereits die Position aus Risikogesichtspunkten verringert, doch die verbleibenden Aktien profitierten dann von diesem Sprung. Insgesamt ergab das Investment einen guten Beitrag im Jahr 2023.

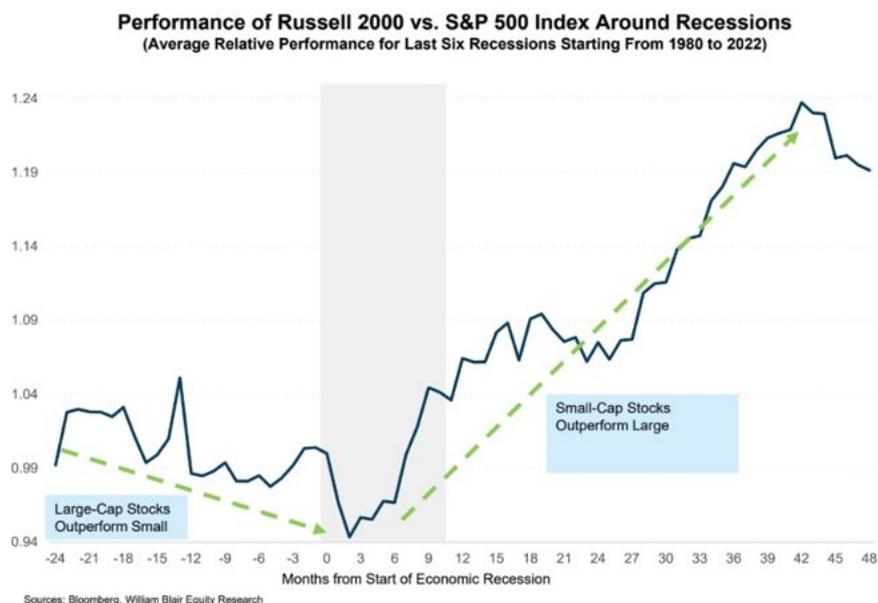
Ebenfalls positiv verlief das Investment in Aktien der britischen Emis Group. In diesem Fall gab es ein Angebot der amerikanischen UnitedHealth Group und die Entscheidung der britischen Behörde stand noch aus. Einerseits aufgrund der Activision Blizzard Episode, andererseits aber auch wegen der zwischenzeitlichen Kommunikation wies der Markt der Übernahme nur eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit zu. Die Aktien der Emis Group handelten statt nahe am Übernahmepreis eher im Bereich des aus unserer Sicht fairen fundamentalen Wertes des Unternehmens. Die eingepreiste Wahrscheinlichkeit für eine Übernahme erschien uns als sehr gering und das positive Überraschungspotential damit hoch –

bei gleichzeitig überschaubarem Verlustrisiko. Tatsächlich wurde die Übernahme letztlich genehmigt und die Aktie handelte nahe am Übernahmepreis.

Im Bereich der deutschen Strukturmaßnahmen hatten wir im Halbjahresbericht die Aktien von **Vantage Towers** und **Pfeiffer Vacuum** als neue Investments vorgestellt. Diese befinden sich aktuell nach wie vor im Portfolio und erscheinen uns attraktiv. Mit den Squeeze-Outs von **Kabel Deutschland** und **McKesson Europe** reduzierten sich die Investments in solche Strukturmaßnahmen gleichzeitig. Die Gerichtsurteile der jüngsten Vergangenheit bei Strukturmaßnahmen waren teilweise relativ enttäuschend. Gleichzeitig agieren Käufer in Deutschland mittlerweile mit einer Strategie (Beherrschungsvertrag wird in der Regel zunächst ausgeschlossen, wenngleich fraglich ob rechtlich verbindlich. Es folgt in der Regel zunächst ein Delisting auf die Übernahme), die es zunächst weniger attraktiv macht auf nachfolgende Strukturmaßnahmen als Werttreiber zu setzen. Wir agieren daher deutlich selektiver in diesem Bereich, sehen aber im globalen Universum nach wie vor viel Potential für spannende Investments in diesem Baustein.

Ausblick

Ein wichtiger Faktor ist die Entwicklung der Small-Caps, die wir für vielversprechend erachten. Hierzu ist es interessant zu hinterfragen, was die Gründe für die lange und signifikante Entwicklung sein könnten. Ein Grund könnte sicherlich die Zunahme an passiven Investments sein, die naturgemäß dazu führt, dass Zuflüsse stetig in die großen Indextitel fließen. Sicherlich ist nicht von der Hand zu weisen, dass dieser Trend eine gewisse strukturelle Veränderung mit sich bringt. Er erklärt unserer Meinung aber nicht die signifikante Unterbewertung in ganzem Umfang. Ein zweiter Ansatzpunkt ist das typische Muster, dass Investments in weniger liquide Titel in unsicheren Zeiten gemieden werden. Wir befinden uns bereits seit einiger Zeit in einem Umfeld geringer Visibilität. Wie schnell und wie viele Zinserhöhungen? Wie schnell und wie viele Zinssenkungen? Wann und wie heftig kommt die Rezession? Wie verläuft die Inflation? Solange keine Klarheit darüber herrscht, wie diese Gemengelage ausgeht, werden sich Small-Caps vermutlich schwertun. Wenn sich aber abzeichnet, dass es eine ausreichende Klarheit bzgl. dieser Themen gibt, könnte sich das Bild schnell und drastisch ändern – und Small-Caps einen Teil der historisch hohen Unterbewertung aufholen. Folgende Graphik unterstreicht dieses typische Muster:



Ein Indiz, dass ein Stimmungsumschwung tatsächlich anstehen könnte, zeigt auch diese Graphik, die die aktuelle Stimmungslage zu Small-Caps zeigt. Dabei bedeutet eine fallende Linie, dass die Anzahl Investoren, die eine Outperformance von Small-Caps gegenüber Large-Caps erwarten, zunimmt:

Chart 16: For the first time since Jun'21 large caps expected to underperform small caps
 Net % FMS investors who think large caps will outperform small caps in the next 12 months

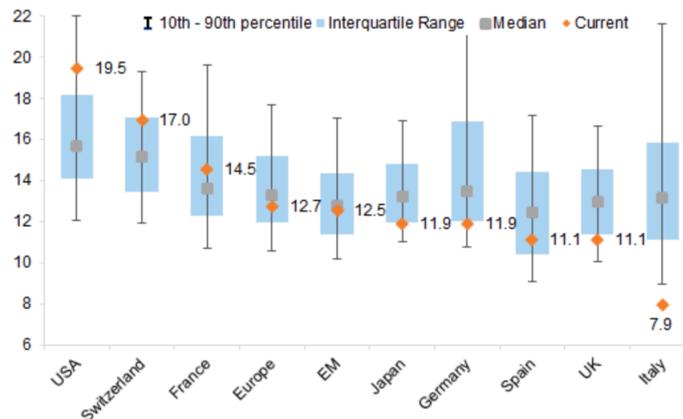


Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

Als fundamental orientierte Investoren sind die attraktiven Bewertungen vieler Small-Caps im Vergleich zu Large-Caps der Hauptgrund, warum wir daran festhalten. Bereits Fama und French und einige andere renommierte FinanzökonomInnen beobachteten den Effekt, dass kleinere Werte langfristig Überrenditen generieren. Unser Fokus liegt bei der Titelselektion jedoch immer mehr auf international aufgestellten Unternehmen und einer Reduktion geografischer Klumpenrisiken. Dabei ist zuletzt unter anderem die Allokation an Titeln außerhalb USA und Europas gestiegen. Der Fonds hat in einige Aktien in Japan investiert. Betrachtet man die globalen Bewertungen und politischen Risiken, so ergibt es aus unserer Sicht Sinn, das Portfolio breiter aufzustellen. Die folgende Graphik zeigt, dass Japan ebenso wie fast alle europäischen Aktienmärkte am unteren Rand der historischen Bewertung liegen. Im Gegensatz dazu befindet sich der US-Markt deutlich oberhalb der normalen Bandbreite. Gemessen wird dies hier am durchschnittlichen P/E (=KGV) der Märkte:

Exhibit 32: Global valuation range
 12m fwd P/E multiple. Data since 1987.



Source: Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research

Japan aber auch UK, Italien und Deutschland erscheinen somit rein aus Bewertungssicht, wenn man politische Risiken ausklammert, besonders attraktiv. Auch für dieses Muster gibt es gute Gründe, und nicht zuletzt die Wahlen in den USA Ende des Jahres wird wegweisend. Keineswegs wollen wir argumentieren, dass eine höhere Bewertung in den USA gegenüber dem Rest der Welt nicht nachvollziehbar wäre. Dennoch sehen wir auch hier gute Gründe dafür, dass sich die Bewertungsunterschiede zum Teil wieder normalisieren, bzw. der Kauf von Aktien mit niedrigerer Bewertung im Umkehrschluss auch eine höhere Renditeerwartung impliziert (ein KGV von ca. 20 impliziert eine „Earnings-Yield“ von 5%, während ein KGV von 10 dementsprechend eine „Earnings-Yield“ von 10% bietet). Hier ist auch zu beachten, dass einige Unternehmen sehr international aufgestellt sind und der Firmensitz nicht immer das alles Entscheidende ist. Insofern bleiben wir bei unserem Ansatz, global zu investieren, und der

Fonds weist aktuell ein eher niedriges Gewicht an US-Titeln auf – allerdings zugunsten unter anderem neuer Investments in Japan.

Insgesamt verspricht das Jahr 2024 einige spannende Wendungen. Wir gehen davon aus, dass der Fokus des Marktes zunächst auf dem Verlauf der Inflationszahlen, auf Wirtschaftsdaten und auf Kommentare zum Zeitpunkt und zur Anzahl möglicher Zinssenkungen liegen wird. In diesem Umfeld sind kleinere Ausschläge des Aktienmarktes und auch der Zinsen, in beide Richtungen, sehr gut vorstellbar. Die Berichtssaisons werden in diesem Jahr ebenfalls sehr spannend, dass sie eine Indikation dafür sein werden, ob die erwarteten Gewinne der Unternehmen aktuell noch als zu hoch eingeschätzt werden. Sofern sich abzeichnet, dass sich die Lage entspannt, d.h. Gewinne im Bereich der Erwartungen ausfallen, Zinsen tendenziell wieder etwas sinken und sich die Inflation auf akzeptablem Niveau einpendelt, können wir uns ein sehr positives Umfeld, gerade für Small-Caps, vorstellen. Mittelfristig erwarten wir, dass sich die Inflation stabilisiert und die Notenbanken die Zinsen etwas senken.

Ab Mitte und speziell zum Ende des Jahres hin wird die US-Wahl mehr und mehr in den Vordergrund rücken. Auch für Europa wird diese Wahl von großer Bedeutung, da eine Wahl von Trump als Präsident sicherlich weitreichende Folgen, auch für den Krieg in der Ukraine, haben wird. Aber auch die Taiwan-Frage könnte wieder mehr in den Vordergrund rücken, da die USA unter Trump eine andere Außenpolitik zeigen wie aktuell unter Biden. Unter anderem mit Investments in Japan erhoffen wir uns, die Risiken zu diversifizieren, ohne dabei signifikant auf Ertragschancen verzichten zu müssen.

Der Bereich Anleihen profitiert von strukturell höheren Zinsen durch bessere Investitionsmöglichkeiten, während aufgrund der geringen Duration die Zinsrisiken begrenzt sind. Dank der inversen Zinskurve ergibt sich die Möglichkeit, sehr attraktive Renditen ohne zu lange Laufzeiten (und damit sowohl Zinsänderungsrisiken als auch Kreditrisiken) zu erhalten. Für diesen Baustein blicken wir dementsprechend optimistisch in die Zukunft. Der Baustein Aktien mit Anleihecharakter ist definitionsgemäß wenig vom Aktienmarkt abhängig und somit auch generell eher unabhängig von den allgemeinen Entwicklungen. Im Bereich Aktien sind wir aufgrund der niedrigen Bewertungen im Portfolio und der Vielzahl neuer Investment-Ideen optimistisch bald wieder bessere Ergebnisse präsentieren zu können.

Wir möchten uns an dieser Stelle herzlich für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen bedanken. Bei Rückfragen können Sie sich jederzeit gerne bei uns melden.



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann

Case Study: Focus Entertainment

Unser Interesse am Gaming (Computer- und Konsolenspiele) Sektor weckte bereits 2014 die Aktie von Activision Blizzard – ein Unternehmen mit damals vielen wiederkehrenden Umsätzen, aber einer niedrigen Bewertung der Aktie. Seither verfolgen wir den Sektor und wollen daher zunächst einige grundlegende Trends und Themen ansprechen. Während die Industrie ursprünglich sehr *Hit-Driven* (abhängig von wenigen Titeln) und riskant war, hat sich dies mittlerweile geändert. Zwar gibt es immer noch Unternehmen, die auf große Hits setzen (ein eher riskantes Geschäftsmodell), aber einige Trends ermöglichen es deutlich stabilere und visiblere Geschäftsmodelle zu entwickeln. Die wichtigsten dieser Trends sind aus unserer Sicht:

- Der Markt wächst seit Jahren stetig mit attraktiven Wachstumsraten. Selbst die erreichten Höchststände wären der Pandemie wurden schnell wieder übertroffen. Die Attraktivität der Branche wird auch von großen Medienunternehmen so gesehen und viele börsennotierte Firmen sind von größeren Wettbewerbern wie Microsoft, Tencent, oder Sony übernommen worden.
- Der Vertrieb verläuft Großteils digital, d.h. Spiele müssen nicht auf CDs gepresst werden und in Regalen präsentiert werden. Vielmehr stehen sie auf Dauer zum Download bereit, so dass Spiele eine deutlich längere Lebenszeit haben. Zudem ist der Verkauf eines Spiels oft nicht mehr nur ein einmaliger Umsatz. Stattdessen kann man nach dem Kauf weitere digitale Inhalte und Erweiterungen verkaufen.
- Die technische Durchdringung von benötigter Hardware ist sehr hoch. Fast jeder besitzt mit seinem Handy oder einem Laptop eine Plattform zum Spielen, aber auch Konsolen sind mittlerweile weit verbreitet. Spiele sind dabei oft Plattform-unabhängig, können also auf unterschiedlichen Plattformen gespielt werden.
- Gaming ist mittlerweile essenzieller Bestandteil unserer Unterhaltung, und digitale Unterhaltung wird zunehmend von wenigen großen Plattformen (Netflix, Amazon Prime, Microsoft, Sony, Nintendo) im Bundle angeboten. Neben Filmen und Serien sind Computerspiele mehr und mehr essenzielles Unterscheidungsmerkmal für diese Anbieter.

Wichtig ist zudem die Unterscheidung zweier Geschäftsmodelle: Publishing und Development. Die Aufgabe sogenannter Publisher (vergleichbar mit einem Buchverlag) liegt darin Spiele zu vertreiben, zu vermarkten und teilweise zu finanzieren. Developer dagegen konzipieren und entwickeln die Spiele. In der Regel teilen sich Publisher und Developer die Einnahmen in einem zuvor vereinbarten Verhältnis. Publisher tragen deutlich weniger Risiko und generieren in der Regel stabilere Erträge, profitieren aber auch weniger von großen Erfolgen und Marken, welche aufgebaut wurden.

Im Idealfall kombiniert ein Unternehmen beide Welten. Ein Beispiel hierfür ist Activision Blizzard. Das Unternehmen hat nicht darauf gesetzt ständig hohe Summen in die Entwicklung völlig neuer Konzepte zu investieren, sondern sich viel mehr darauf zu konzentrieren einzelne „Spiele-Serien“ zu einer Franchise zu entwickeln und planbare Umsätze zu generieren. Ein bekanntes Beispiel hierfür ist Call of Duty, ein Spiel, das sich quasi jedes Jahr aufs Neue sehr gut verkauft. Durch die Bekanntheit der „Marke“ sind die Marketingkosten deutlich geringer, gleiches gilt für die Entwicklungskosten.

Als anfangs reiner Publisher von Videospielen hat **Focus Entertainment** in den letzten Jahren zu einem der führenden Unternehmen in diesem Segment entwickelt und konnte den Umsatz/Gewinn von 2009 bis 2023 von 12,9/0,8 Mio. Euro auf 194,1/18,3 Mio. Euro steigern. Das Unternehmen fungiert dabei also als Dienstleister für verschiedene Studios, die Videospiele veröffentlichen, und ist damit weniger von einzelnen Erfolgen abhängig. Als Dienstleister kann das Unternehmen vom stetigen Wachstum der Branche profitieren, ohne die hohen Risiken einzelner Entwicklungsstudios einzugehen. Man unterstützt Kunden nicht nur im Vertrieb, sondern auch in den Bereichen Marketing, Entwicklung, Finanzierung und testet die Qualität. Somit ist das Geschäftsmodell auch in Teilen mit einer Fondsplattform vergleichbar, welche im Vertrieb, aber auch beim Seeding eines Fonds unterstützt und generell mit weniger Risiko vom Wachstum der Branche profitieren kann. Das Unternehmen spielt dadurch eine entscheidende Rolle am Erfolg seiner Kunden und hat in den letzten Jahren maßgeblich zum Erfolg einiger Spielestudios beigetragen, was zu einer Zusammenarbeit mit immer renommierteren Kunden führte. Dies führte zu einer positiven Spirale, die sich auch in den Zahlen bemerkbar gemacht hat. Der Nachteil des Modells besteht allerdings darin, dass man an den Marken, die man als Publisher mitaufgebaut hat, nicht direkt beteiligt ist und somit nach Ablauf der vereinbarten Zusammenarbeit (die

in der Regel mehrere Jahre beträgt) nicht unbedingt eine weitere Kooperation erfolgt. Damit landet nur ein Teil der Wertschöpfung durch die sehr gute Vermarktung der Spiele bei Focus Entertainment. Deshalb möchte das Unternehmen die langfristige Zusammenarbeit durch Beteiligungen und Anteile an den Studios oder Rechten der Spiele festigen.

Aus diesem Grund ist Focus Entertainment durch Akquise von Studios, die Spiele entwickeln, aber auch durch sogenannte Co-Investment Deals, bei denen sich die Unternehmen die Rechte an Marken und zukünftigen Weiterentwicklungen teilen, in den Entwicklungsbereich eingestiegen und ist damit nicht mehr reiner Publisher. Zudem möchte man, ähnlich wie Activision Blizzard, mehr auf die Etablierung von Marken und Spielen setzen und sogenannte Franchise entwickeln.

Kombiniert mit der hohen Kompetenz im Vertrieb kann durch diese Strategieänderung ein Unternehmen entstehen, dessen Margen sich durch die tiefere Wertschöpfung stetig verbessern und das weiteres Umsatz-Wachstum aufweist – und mittelfristig zu einem Übernahmeziel werden (wie bereits erwähnt wurden viele Unternehmen in der Branche in den letzten Jahren aufgekauft).

Zu betonen ist dabei allerdings, dass zunächst die sehr hohe Qualität im Bereich Publishing ursprünglich für uns ausschlaggebend war uns intensiv gerade mit Focus Entertainment zu beschäftigen, da das Unternehmen mit überschaubaren Risiken am strukturellen Wachstum der Branche partizipieren konnte. Dies wurde an den sehr konstant wachenden Umsatzzahlen deutlich (siehe Graphik 2). Aufgefallen war uns Focus Entertainment ursprünglich im Screening aufgrund der niedrigen Bewertung. Das KGVe (Quelle Bloomberg) lag 2020 trotz historisch gutem Wachstum und Gewinnen bei ca. 13x für das folgende Geschäftsjahr in Verbindung mit einer Netto-Kasse. Somit erschien kaum weiteres Wachstum eingepreist zu werden. Doch die Firma wuchs weiter ungebrochen.

Der oben beschriebene Prozess das Geschäftsmodell über die Investments in eigene Marken und Co-Investments breiter aufzustellen, machte den Case aus unserer Sicht noch interessanter. Denn diese Investments in eigene Entwicklungen/Marken sollte zukünftig nicht nur das Umsatzwachstum, sondern auch die Marge steigern. Durch die Vielzahl an Projekten und Veröffentlichungen erscheint das Risiko einzelner Flops begrenzt. Zudem wählt Focus Entertainment Projekte sehr sorgfältig aus und weist eine hohe Erfolgsquote auf. Im Endeffekt ergab sich basierend auf unserer Bewertung des Unternehmens eine sehr hohe Unterbewertung bei überschaubarem Risiko.

Von der Unterbewertung und dem hohen Steigerungspotential der Aktie sind wir auch nach wie vor überzeugt, denn trotz des deutlichen Kursrückgangs im letzten Jahr hat sich aus unserer Sicht am Potential für die operative Entwicklung und auch für die potentielle Bewertung der Aktie nichts Gravierendes verändert. Die Transformation verlief bisher zwar nicht ohne Schwierigkeiten, größere Fehlschläge oder Hinweise für einen generellen Misserfolg der Transformation erkennen wir jedoch bislang nicht.

Aus unserer Sicht gibt es verschiedene Gründe für die aktuelle Schwäche der Aktie:

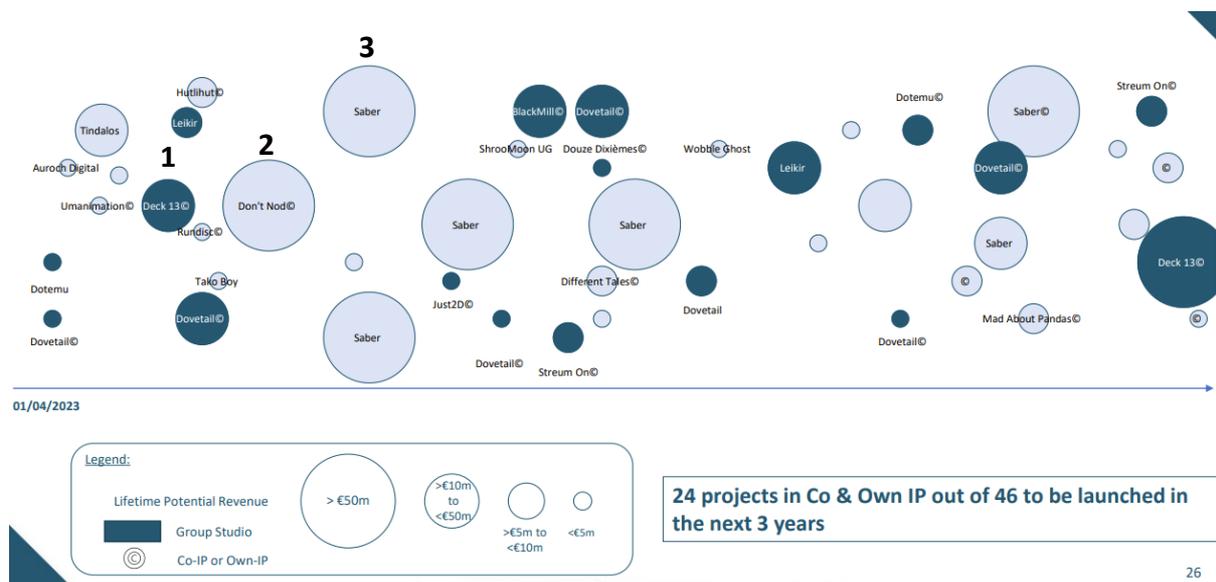
- Obwohl die Nachfrage nach Videospiele in 2023 weiter anstieg und deutlich über den Höchstständen in der Corona-Zeit lag, kamen zuletzt viele Titel aufgrund der während der Pandemie verursachten Verzögerungen (geringere Produktivität im Homeoffice) geballt auf den Markt. Zudem gab es während der Pandemie ein gewisses Überinvestment in der Branche. Dies belastete nicht nur die Aktie von Focus Entertainment, sondern den gesamten Sektor. Diese Überinvestitionen scheinen sich allerdings größtenteils bereinigt zu haben, und es kam bereits zu einer Vielzahl von Entlassungen und eingestellten Projekten, was in den nächsten Jahren zu weniger Neuveröffentlichungen führen sollte. Die Wettbewerbslandschaft sollte sich also wieder deutlich verbessern. Focus Entertainment hat, unseres Wissens, keine Projekte gestoppt oder Mitarbeiter entlassen müssen und sollte somit in Zukunft weitere Marktanteile gewinnen können.
- Obwohl Focus Entertainment sich trotz des hohen Wettbewerbs in 2023 lange gut behauptete, hatte das Unternehmen am Ende des Jahres nach einer Vielzahl erfolgreicher Veröffentlichungen einen größeren Flop zu verzeichnen. Dies war zudem ein Spiel, das man selbst entwickelt hatte. Daraufhin wurde entschieden, zwei noch wichtigere Titel ins Jahr 2024 zu verschieben. Diese Entscheidung wurde opportunistisch getroffen, um das volle Potential der Titel zu verwirklichen, da die Firma in 2024 mit weniger Wettbewerb durch andere Neuveröffentlichungen rechnet. Dennoch belastete dies natürlich zunächst den Gewinn in 2023. Die Erwartungen für die nächsten Jahre bleiben allerdings unverändert gut, und auch die Analystenkonsensschätzungen bezüglich Umsatz- und Gewinnentwicklung für die Zukunft haben sich nur minimal verändert.

Hinzu kommt, dass sich bei einer Transformation der Erfolg erst über die Zeit zeigt. Im Falle von Focus Entertainment betrifft das auch den Cash Flow. Denn die Partizipation an Rechten von Spieletiteln und auch die eigene Entwicklung erfordern zunächst Cash-Investments. Da diese Investments nun über eine Zeit kontinuierlich gesteigert wurden, ergeben sich hierdurch für das Unternehmen negative Cashflows. Dies erfreut im aktuellen Marktumfeld mit einer niedrigeren Risikobereitschaft und höheren Zinssätzen wenige Investoren. Der Scheitelpunkt dieser Entwicklung sollte allerdings kurz bevorstehen und die Investitionen nicht weiter ansteigen, so dass das Unternehmen schon zeitnah attraktive positive Cashflows generieren sollte. Dies ist aus unserer Sicht ein entscheidender Trigger für eine Neubewertung der Aktie.

Aktuell ist die Aktie historisch niedrig bewertet: Das KGVe historischer Durchschnitt (5 Jahre) beträgt 14,6x - aktuell 7,1x und das Kurs-Buchwertverhältnis historischer Durchschnitt (5 Jahre) beträgt 2,9x - aktuell 0,7x (Quelle Bloomberg). Sicherlich gibt es keine Garantie dafür, dass keines der nächsten Spiele, die veröffentlicht werden, enttäuscht. Die Historie und unser Research aber deuten auf eine sehr erfolgsversprechende Pipeline hin, die keineswegs einen „One Hit“-Charakter aufweist, sondern von verschiedenen Säulen getragen wird (siehe Graphik 1). Wir sind sehr zuversichtlich, dass sich Focus Entertainment operativ sehr gut entwickeln wird, gleichzeitig aber auch der gesamte Sektor früher oder später wieder mehr in den Fokus der Investoren rücken wird und in Kombination dadurch der Aktienkurs ein sehr hohes Aufholpotential aufweist.

Graphik 1: Breit Diversifizierte Pipeline an neuen Projekten (Quelle: Focus Entertainment)

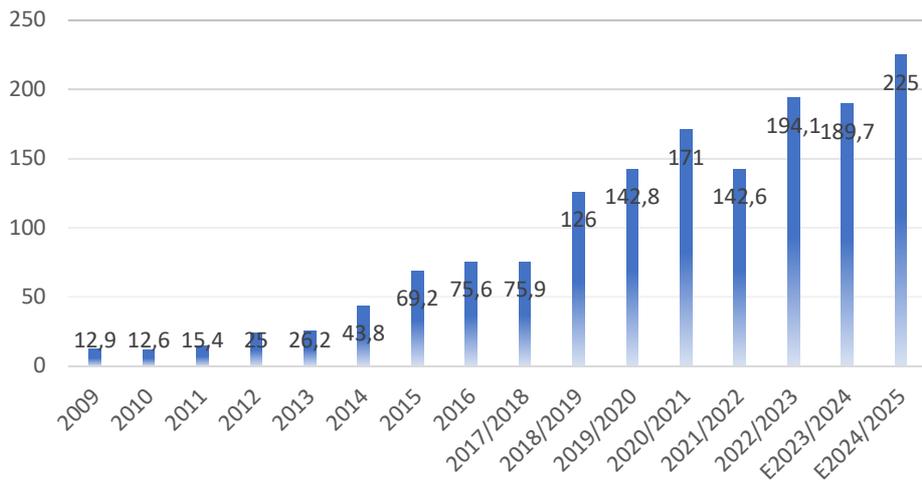
Das Schaubild zeigt die Pipeline der nächsten drei Jahre beginnend ab April 2023. Die Größe der Kreise entspricht dem von der Firma erwarteten Umsatzpotenzial je Titel. Der Titel 1 („Deck 13“) war die einzige Enttäuschung im Jahr 2023. Mit den Titeln 2 und 3 wurden die zwei sehr großen Projekte von 2023 in das Jahr 2024 verschoben (in der Grafik zu sehen ist der ursprünglich geplante Termin).



Graphik 2 & 3: Historische Umsatzentwicklung und Margenentwicklung (inkl. Erwartung)

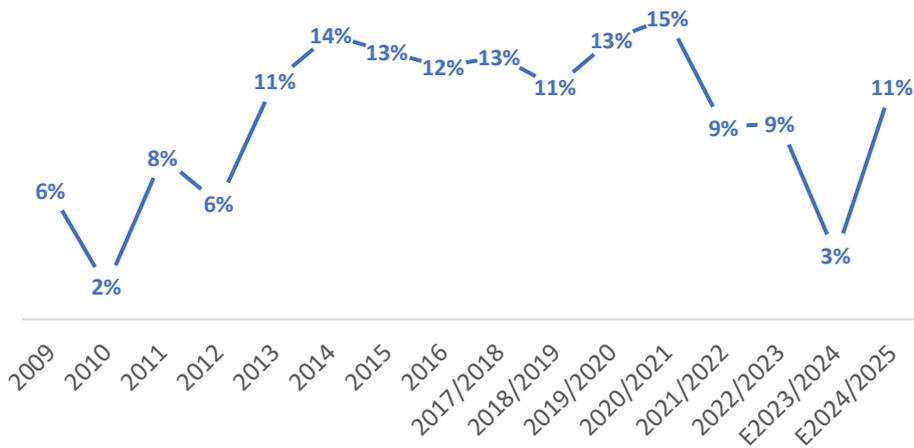
Historisch konnte Focus Entertainment mit sehr attraktiven Wachstumsraten den Umsatz steigern. Durch die bereits genannten Gründe war 2023 (2023/2024 in der Graphik) weniger erfolgreich, der Ausblick ist aber weiterhin sehr stark. Auch die Marge wurde 2023 belastet. Ein Margenanstieg im Fiskaljahr 2024/2025, welches im März 2025 endet, wird erwartet. Der steigende Anteil eigener Titel und steigende wiederkehrende Umsätze sollten zudem längerfristig zu einem weiteren Margenanstieg führen.

UMSATZ FOCUS ENTERTAINMENT (IN MIO EUR)



Quelle: Bloomberg 31.01.2024, die Zahlen für 2023/2024 und 2024/2025 basieren auf dem Analystenkonsens

EBIT MARGE FOCUS ENTERTAINMENT



Quelle: Bloomberg 31.01.2024, die Zahlen für 2023/2024 und 2024/2025 basieren auf dem Analystenkonsens

Anhang: Übersicht über potentielle Nachbesserungsrechte des Fonds

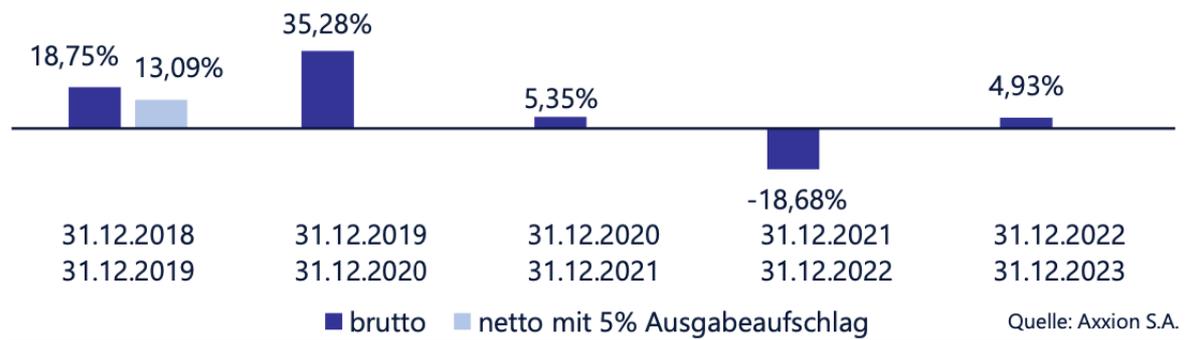
Durch Investments in Sondersituationen, wie zum Beispiel Aktien von Unternehmen in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, entstehen über die Zeit sogenannte potentielle Nachbesserungsrechte. Nach Abschluss einer solchen Strukturmaßnahme folgt (primär in Deutschland und Österreich) oft ein gerichtliches Verfahren, in welchem die Angemessenheit der bezahlten Beträge überprüft wird. Diese Nachbesserungsrechte werden ohne Wert im Fonds bilanziert und stellen dadurch potentielle „stille Reserven“ dar. Sollte es zu einer Nachbesserung kommen (vgl. zuletzt Fall MAN SE), so kommt es zu zusätzlichen, positiven Erträgen für den Fonds. Da die Anzahl dieser stillen Reserven über die Zeit wächst, möchten wir Ihnen als Investorinnen und Investoren anhand folgender Übersicht die Möglichkeit bieten, die aktuell bilanzierten Nachbesserungsrechte im Fonds nachzuvollziehen.

Bitte beachten Sie, dass es sich bei den angegebenen Stückzahlen um die dem gesamten Fonds zuzurechnenden Nachbesserungsrechte handelt und diese den Tranchen je nach Tranchen-Volumen zum Zeitpunkt der Maßnahme zugerechnet werden:

Bezeichnung	Stück	Betrag (€)	Volumen (€)	Typ
Audi AG	1.622	1551,53	2.516.582	Squeeze-Out 2020
Bollore SE	451.443	0,25	112.861	Kompensationsrecht 2023
Buwog AG	90.000	29,05	2.614.500	Squeeze-Out 2018
Diebold Nixdorf AG	39.852	55,02	2.192.657	Andienung 2018 BuG*
Diebold Nixdorf AG	38.000	2,82	107.160	Garantiedividende 2018 BuG*
DMG Mori AG	23.000	37,35	859.050	Andienung 2020 BuG*
DMG Mori AG	31.047	1,03	31.978	Garantiedividende 2020 BuG*
DMG Mori AG	1.000	37,35	37.350	Andienung 2022 BuG*
DMG Mori AG	4.022	1,03	4.143	Andienung 2023 BuG*
Kabel Deutschland AG	35.000	3,17	110.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Kabel Deutschland AG	42.000	3,17	133.140	Garantiedividende 2019 BuG*
Kabel Deutschland AG	57.000	3,17	180.690	Garantiedividende 2020 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2021 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2022 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2023 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	93	6.789.000	Squeeze-Out 2023
Linde AG	23.500	189,46	4.452.310	Squeeze-Out 2019
MAN SE	20.292	70,68	1.434.239	Squeeze-Out 2021
McKesson Europe	76.100	24,13	1.836.293	Squeeze-Out 2023
Osram Licht AG	135.000	2,24	302.400	Garantiedividende 2022 BuG*
Osram Licht AG	117.000	2,24	262.080	Garantiedividende 2023 BuG*
Schaltbau	10.161	1,90	19.306	Garantiedividende 2023 BuG*
Summe			24.690.918	

*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen
Stand 31.12.2023

Anhang: Rollierende Wertentwicklung



Kontakt

Fabian Leuchtner
Dimitri Widmann

fabian.leuchtner@aguja-capital.de
dimitri.widmann@aguja-capital.de

0221 5609 6930
0221 5609 6931

Wichtige Hinweise

Die in dieser Publikation enthaltenen Fonds- und Marktinformationen sind zu allgemeinen Informations- sowie Werbezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Diese Publikation stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Publikation enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne Zustimmung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Weder die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH, die Aguja Capital GmbH und Morningstar noch ihre jeweiligen Organe/Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer (www.axxion.lu) oder gedruckter Form in deutscher Sprache kostenlos bei der Axxion S.A., 15 rue de Flaxweiler, L-6776 Grevenmacher erhältlich. Die Discover Capital GmbH und die Aguja Capital GmbH sind bei der Erbringung der Anlageberatung und der Anlagevermittlung als vertraglich gebundene Vermittler ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der PEH Wertpapier AG (nachfolgend „PEH“) tätig. Die PEH hat ihren Sitz in der Bettinastr. 57-59, 60325 Frankfurt am Main und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Sitz in der Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Als bankenunabhängiger Vermögensverwalter ist die PEH Mitglied der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW). **Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen Kursschwankungen, die zu Verlusten, bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals, führen können. Es wird ausdrücklich auf die Risikohinweise des ausführlichen Verkaufsprospektes verwiesen.** Die Bruttowertentwicklung (BVI-Methode) berücksichtigt bereits alle auf Fondsebene anfallenden Kosten und geht von einer Wiederanlage eventueller Ausschüttungen aus. Sofern nicht anders angegeben, entsprechen alle dargestellten Wertentwicklungen der Bruttowertentwicklung. Die Nettowertentwicklung geht von einer Modellrechnung mit dem maximalen Ausgabeaufschlag aus. Sie berücksichtigt keine anderen eventuell anfallenden individuellen Kosten des Anlegers, wie beispielsweise eine Depotführungsgebühr. Da der Ausgabeaufschlag nur im 1. Jahr anfällt, unterscheidet sich die Darstellung brutto/netto nur in der ersten dargestellten Periode. Über den „Performance- und Wertentwicklungsrechner“ auf der Detailansicht Ihres Fonds unter <http://www.axxion.lu> können Sie sich Ihre individuelle Wertentwicklung unter Berücksichtigung aller Kosten berechnen lassen. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt. Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Diese Publikation und die in ihr enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieser Publikation sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.