



# Investorenupdate Q3 2023

## Tigris Small & Micro Cap Growth Fund



### Strategie

- Wachstumsstarke & profitable Marktführer mit hoher CF-Generierung
- Bis 1,0 Mrd. € Marktkapitalisierung
- D-A-CH-Region

### Methode

- Fokussiert (20-30 Werte)
- Qualitativ, quantitativer Bottom-up-Ansatz
- Eigene Bewertungsmodelle
- C-Level Kontakt

### Wachstum

- Zielrendite: 15% p.a. über einen Wirtschaftszyklus von 5 Jahren
- Hohes Renditepotenzial durch fokussierten Ansatz & Nutzung v. Ineffizienzen

Sehr geehrte Damen und Herren,

hiermit möchten wir Ihnen das Investorenupdate zur Entwicklung des Tigris Small & Micro Cap Growth Fund im dritten Quartal 2023 zur Verfügung stellen. Nach dem sehr erfreulichen Jahresstart an den Aktienmärkten, der sich auch im Fondspreis widerspiegelt hat, verzeichneten Small & Micro Caps nach einem bereits schwächeren zweiten Quartal auch im dritten Quartal, ebenso wie der Gesamtmarkt (DAX -4,7% / SDAX -3,9% / Scale All Share -5,5%), eine schwache Entwicklung. Wir sehen weiterhin eine Zurückhaltung von Investoren in diesem Marktsegment aufgrund des hohen Zinsniveaus sowie der Bevorzugung von liquideren Aktien. Aus unserer Sicht geht dies jedoch nicht einher mit der operativen Entwicklung der Unternehmen bzw. deren Perspektiven und die Bewertungen werden zunehmend attraktiver. Dies zeigt sich erneut mit Blick auf die fundamentale Bewertung sowie dem nach wie vor deutlich höheren fairen Wert, den wir für die Fondsunternehmen sehen (Details dazu auf S. 18). Auf der nachfolgenden Seite sehen wir, dass sich der Fonds aber gegenüber dem Scale All Share (akt. Marktkapitalisierung rd. 480 Mio. € vs. rd. 270 Mio. € im Tigris Small & Micro Cap Growth Fund) seit Auflage besser entwickeln konnte. Insgesamt sind wir daher selbst mit der Entwicklung im laufenden Kalenderjahr äußerst unzufrieden, müssen jedoch feststellen, dass Small & Micro Caps bei Investoren derzeit weniger gefragt sind. Mittel- und langfristig sollte sich dies hingegen aufgrund der vielversprechenden Perspektiven der Unternehmen wieder umkehren, weshalb sich ein aktuell antizyklisches Handeln auf mehrere Jahre auszahlen sollte.

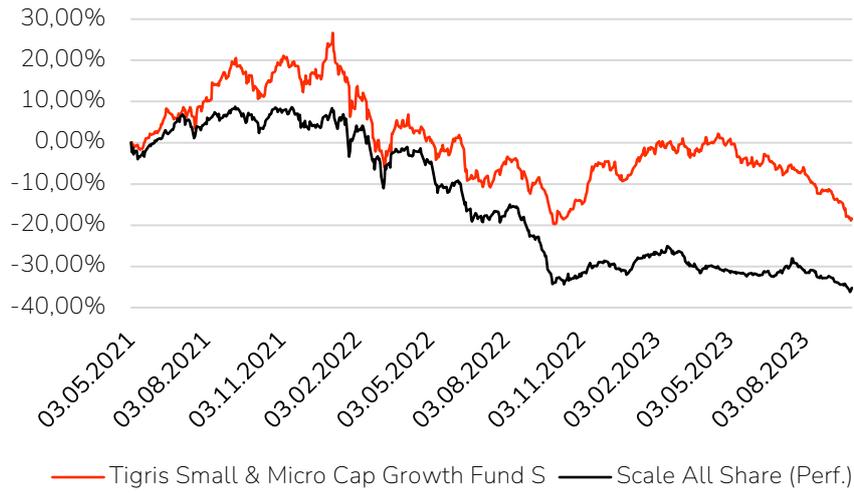
### Entwicklung des Fonds (aufgeteilt nach Tranchen)

Neben den zuvor beschriebenen Effekten kam es weiterhin vermehrt zu Verkäufen von Unternehmen aus dem IT-, Software- oder Technologiebereich, die im Fonds übergewichtet sind. Deutlich wird dies auch am TecDAX, der sich im laufenden Jahr schwächer als DAX und SDAX entwickelt hat. In den USA ist dagegen das Gegenteil zu beobachten.

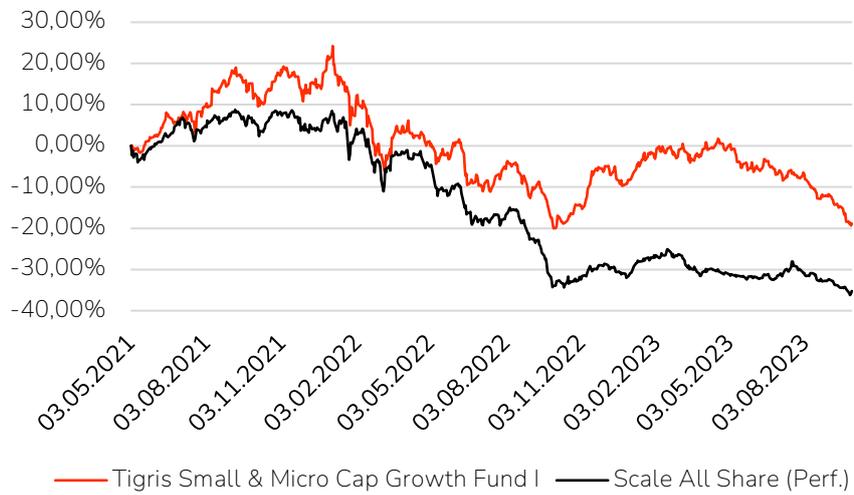
Der positive Blick auf die Portfoliounternehmen hält allerdings unverändert an. Zwar spüren die Unternehmen zum Teil die konjunkturelle Eintrübung, zeigen in Summe aus heutiger Sicht jedoch auch für das Jahr 2023 ein weiteres Gewinnwachstum.

<i>Periode</i>	<i>R-Tranche</i>	<i>I-Tranche</i>	<i>S-Tranche</i>
<i>Seit Auflage (03.05.2021)</i>	-20,71%	-18,90%	-18,44%
<i>03.05.2021 – 03.05.2022</i>	-0,84%	+0,05%	+0,39%
<i>03.05.2022 – 03.05.2023</i>	-1,04%	-0,09%	+0,07%
<i>Ab 03.05.2023</i>	-19,20%	-18,87%	-18,81%
<i>Q1-Q3 2023</i>	-12,23%	-11,57%	-11,45%
<i>Q3 2023</i>	-13,10%	-12,88%	-12,84%

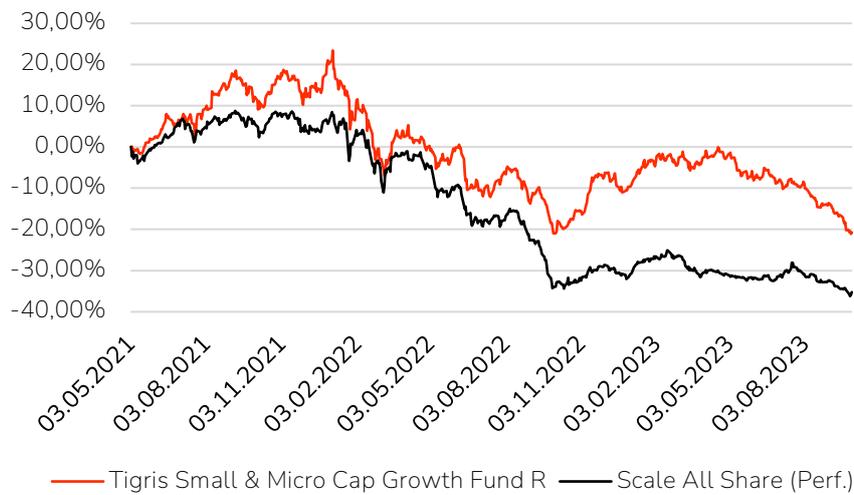
\*Daten per 30.09.2023, Quelle: HANSAINVEST INFORMATIONSPORTAL (HIP)



Quelle: Ariva.de, Darstellung Tigris Capital GmbH, Zeitraum: 03.05.2021-30.09.2023



Quelle: Ariva.de, Darstellung Tigris Capital GmbH, Zeitraum: 03.05.2021-30.09.2023



Quelle: Ariva.de, Darstellung Tigris Capital GmbH, Zeitraum: 03.05.2021-30.09.2023

Vermögensaufstellung (per 30.09.2023)

Per Ende März befanden sich 21 Unternehmen im Fonds. Zugleich war der Fonds mit einer Liquiditätsquote von 2,3% nahezu voll investiert.

<b>Position</b>	<b>Anteil</b>	<b>Branche</b>	<b>Δ Q3</b>
LIMES SCHLOSSKLINIKEN AG	8,40%	Gesundheit	↓
ALLGEIER SE	6,75%	IT / Software	↑
EASY SOFTWARE AG	6,66%	IT / Software	↓
PVA TEPLA AG	6,46%	Halbleiter	↑
AMADEUS FIRE AG	5,28%	Personaldienstleistung	↓
STEMMER IMAGING AG	5,22%	Technologie	↑
EQS GROUP AG	5,11%	IT / Software	↓
SNP SCHNEID.-NEUREIT. SE	4,99%	IT / Software	↓
GFT TECHNOLOGIES SE	4,97%	IT / Software	↓
SUESS MICROTEC SE	4,91%	Halbleiter	↑
CENIT AG	4,86%	IT / Software	↓
ECKERT & ZIEGLER AG	4,76%	Medizintechnik	-
ADESSO SE	4,62%	IT / Software	-
FABASOFT AG	4,43%	IT / Software	Neuaufnahme
YOC AG	3,99%	Media	-
TECHNOTRANS SE	3,72%	Technologie	↓
PFERDEWETTEN.DE AG	3,45%	Glücksspiel	-
NYNOMIC AG	3,03%	Technologie	-
ENDOR AG	2,99%	Gaming	↑
SHS VIVEON AG	1,64%	IT / Software	↑
SBF AG	1,42%	Verkehrstechnologie	-
Bankguthaben	2,34%		

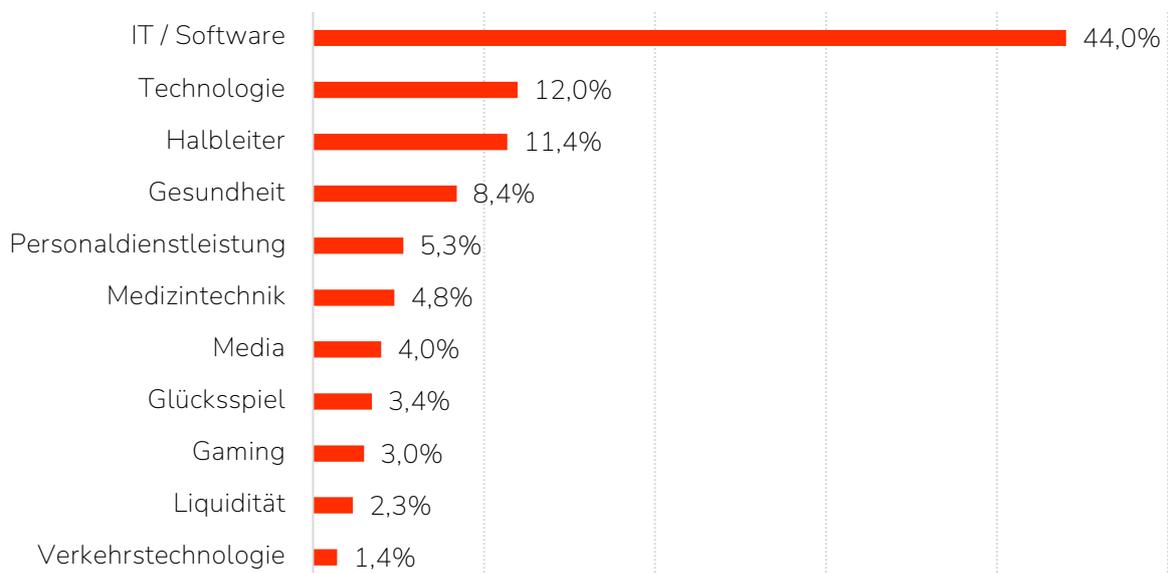
### Anteil der Unternehmen im SDAX (per 30.09.2023)

Gemäß der Strategie, in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von <1 Mrd. € im Zeitpunkt des Kaufs zu investieren, ist die Überschneidung mit dem SDAX weiterhin gering. Durch die Verkäufe von Nagarro und New Work hat sich die Zahl der Unternehmen gegenüber dem 30.06.2023 wieder reduziert. Derzeit befinden sich lediglich 6 Portfoliounternehmen im SDAX.



### Sektoren (per 30.09.2023)

Mit Blick auf die Aufteilung nach Branchen haben sich im Fonds in den vergangenen Monaten keine wesentlichen Veränderungen ergeben. Der Bereich IT / Software ist nach wie vor Übergewichtet, da wir hier unverändert sehr interessante Unternehmen mit entsprechendem Wachstums- und Kurspotenzial finden. Gleichzeitig profitieren die Gesellschaften weiterhin vom steigenden Digitalisierungsbedarf in der Privatwirtschaft sowie im öffentlichen Sektor, weshalb die Markterwartungen, sowohl in Deutschland als auch weltweit, ein überdurchschnittliches Wachstum aufzeigen. So erwartet der Branchenverband Bitkom für Deutschland für 2024 (Stand Juli 2023) ein Wachstum von 4,0% (2023e: -3,7%) im Bereich IT-Hardware, von 10,1% (2023e: 9,5%) im Bereich Software und von 5,7% (2023e: 5,1%) im Bereich IT-Services. Gartner (Stand Juli 2023) erwartet für das weltweite Wachstum Zuwächse in diesen Bereichen von 6,9% (2023e: -8,6%), 14,0% (2023e: 13,5%) sowie 11,6% (2023: 8,8%). Da es sich jedoch nicht um eine Technologiestrategie handelt, kann sich dieser Anteil im Fonds zukünftig auch wieder ändern.



### Regionen (per 30.09.2023)

Auch wenn die Strategie auf die D-A-CH Region ausgerichtet ist, sehen wir derzeit in Deutschland die attraktivsten Chancen in unserem Marktsegment. Durch die Aufnahme der Fabasoft AG im dritten Quartal ist nun auch ein Titel aus Österreich im Fonds enthalten.



### Allokation (per 30.09.2023)

Wie bereits zuvor beschrieben, ist der Fonds per Ende September nahezu voll investiert, da wir trotz der weiterhin bestehenden makro- und geopolitischen Unsicherheiten vielversprechende Potenziale bei den im Fonds enthaltenen Unternehmen sehen.



### Positions-Veränderungen Q3 2023

Mit Blick auf das Portfolio wurde weiterhin auf eine hohe Umschlagshäufigkeit, d.h. den häufigen Kauf und Verkauf von Positionen verzichtet. Bei einigen Aktien im Fonds gab es Aufstockungen, bei anderen wurden, u.a. zur Einhaltung von vorgegebenen Grenzen, Reduzierungen vorgenommen.

Verkauft wurden im dritten Quartal mit der Nagarro SE und der New Work SE zwei Unternehmen. Bei Nagarro gefallen uns die nach wie vor sehr hohen Shortsellerquoten nicht, die zuletzt sogar weiter gestiegen sind. Nach Uniper war die Nagarro Aktie Anfang September mit 26,1% die am zweithäufigsten geshortete Aktie in Deutschland<sup>1</sup>. Darüber hinaus musste Nagarro im August das zweite Mal in diesem Jahr die Prognose reduzieren. Auch wenn wir das Unternehmen perspektivisch unverändert interessant finden, haben wir für den Moment entschieden, uns von der Position zu trennen. Bei New Work haben wir uns auf Basis der operativen Entwicklung für den Verkauf entschieden. Im ersten Halbjahr konnte New Work kein Wachstum erzielen und musste einen leichten Umsatzrückgang von 0,6% verzeichnen. Gleichzeitig konnte im wichtigen B2B Segment in den ersten beiden Quartalen kein Kundenwachstum verzeichnet werden, da sich Unternehmen zurückhaltender im

<sup>1</sup> Vgl. MR Market (S3 Partners), 06.09.2023.

Recruiting gezeigt haben. Da sich bereits das saisonale Muster eines besseren zweiten Quartals gegenüber dem ersten Quartal nicht eingestellt hat, erachten wir das Muster für das vierte Quartal ebenfalls als unrealistisch. Dadurch hat sich für uns das Risiko einer Verfehlung der EBITDA-Prognose deutlich erhöht. Zudem haben sich die Wachstumsperspektiven für 2024 durch das bis dato fehlende Kundenwachstum in diesem Jahr eingetrübt. Auch wenn die zugrundeliegenden Treiber des demografischen Wandels und des Fachkräftemangels in Deutschland weiter intakt sind, erachten wir die kurzfristigen Wachstumsperspektiven nicht mehr so positiv wie noch vor einem Jahr beim Einstieg.

Neu aufgenommen wurde in der Folge die Fabasoft AG. Die Firma profitiert durch die eigene Software-Lösung PROCECO von der Digitalisierung dokumentenintensiver Geschäftsprozesse (u.a. technische Dokumentation, Sitzungsdokumente, Vertragsdokumente). Im ersten Quartal 2023/24 erzielte das Unternehmen ein Wachstum von 30,9% auf 19,7 Mio. € sowie eine EBITDA-Steigerung von 37,5% auf 4,5 Mio. €. Die hohe Rohmarge von >90%, die zu einer EBITDA-Marge von >20% führt sowie der grundsätzlich geringe Investitionsbedarf ermöglichen eine hohe Free Cashflow-Generierung. Die für dieses Geschäftsjahr erwartete Free Cashflow Rendite zum Enterprise Value liegt unseren Schätzungen zu Folge bei 4,0%. Darüber hinaus erwarten wir ab diesem Geschäftsjahr Eigenkapitalrenditen von >30% (2022/23: 25,5%). In den kommenden Jahren plant die Gesellschaft ein jährliches organisches Wachstum von 15%, um im Jahr 2026 die 100 Mio. € Umsatzmarke zu erreichen.

<b>Aufstockungen</b>	<b>Reduzierungen</b>
ALLGEIER SE	AMADEUS FIRE AG
ENDOR AG	CENIT AG
PVA TEPLA AG	EASY SOFTWARE AG
SHS VIVEON AG	EQS GROUP AG
STEMMER IMAGING AG	GFT TECHNOLOGIES SE
SUESS MICROTEC SE	LIMES SCHLOSSKLINIKEN AG
	SNP SCHNEID.-NEUREIT. SE
	TECHNOTRANS SE

<b>Neu aufgenommen</b>	<b>Vollständig verkauft</b>
FABASOFT AG	NAGARRO SE
	NEW WORK SE

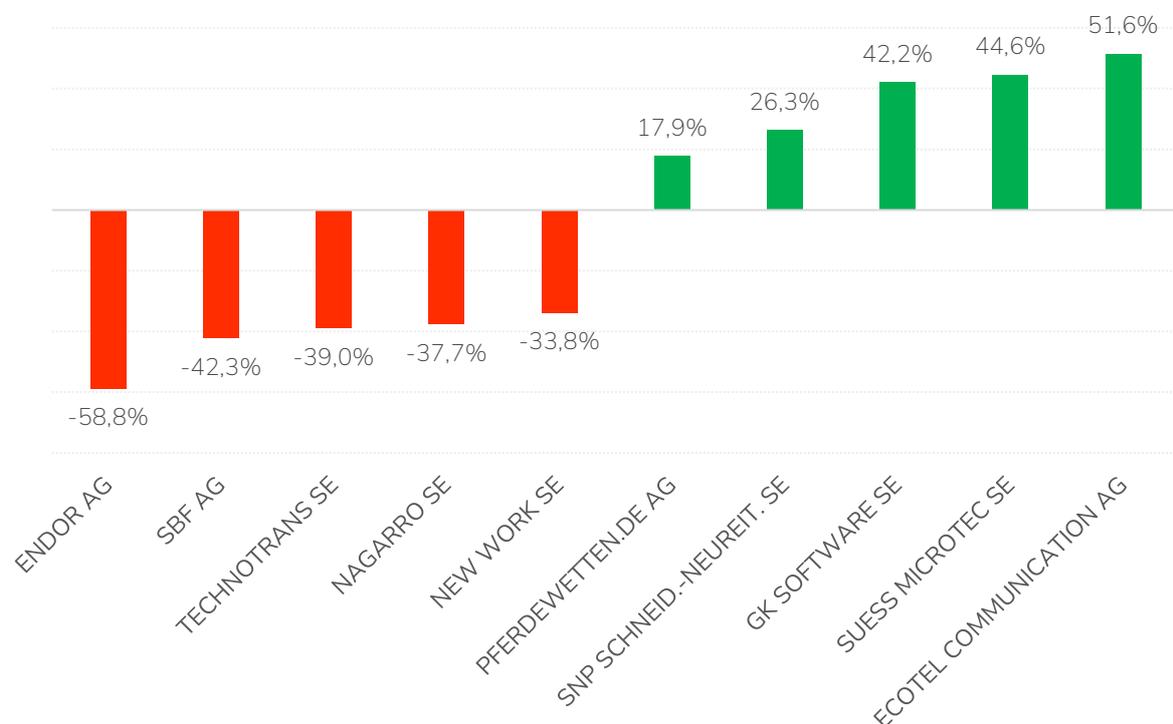
## Tops und Flops Q1-Q3 & Q3 2023

Die Entwicklung der Einzelwerte war in den ersten 9 Monaten gemischt und im dritten Quartal mehrheitlich negativ.

Mit Blick auf die Unternehmen hat die pferdewetten.de Aktie von der deutlich verbesserten Entwicklung bei den neu eröffneten Shops in der Retailsportwette seit Mai profitiert. Süss Microtec kann sich dem negativen Halbleiterumfeld entziehen und zudem vom Thema künstliche Intelligenz profitieren. Die GK Software Aktie war nach dem Übernahmeangebot durch Fujitsu Anfang März bereits im ersten Quartal mit einem deutlichen Kursgewinn verkauft worden. Bei der ecotel Aktie konnten wir im Zuge des deutlichen Kursanstiegs im April nach Ankündigung der Sonderdividende für 2022 ebenfalls einen hohen Kursgewinn realisieren.

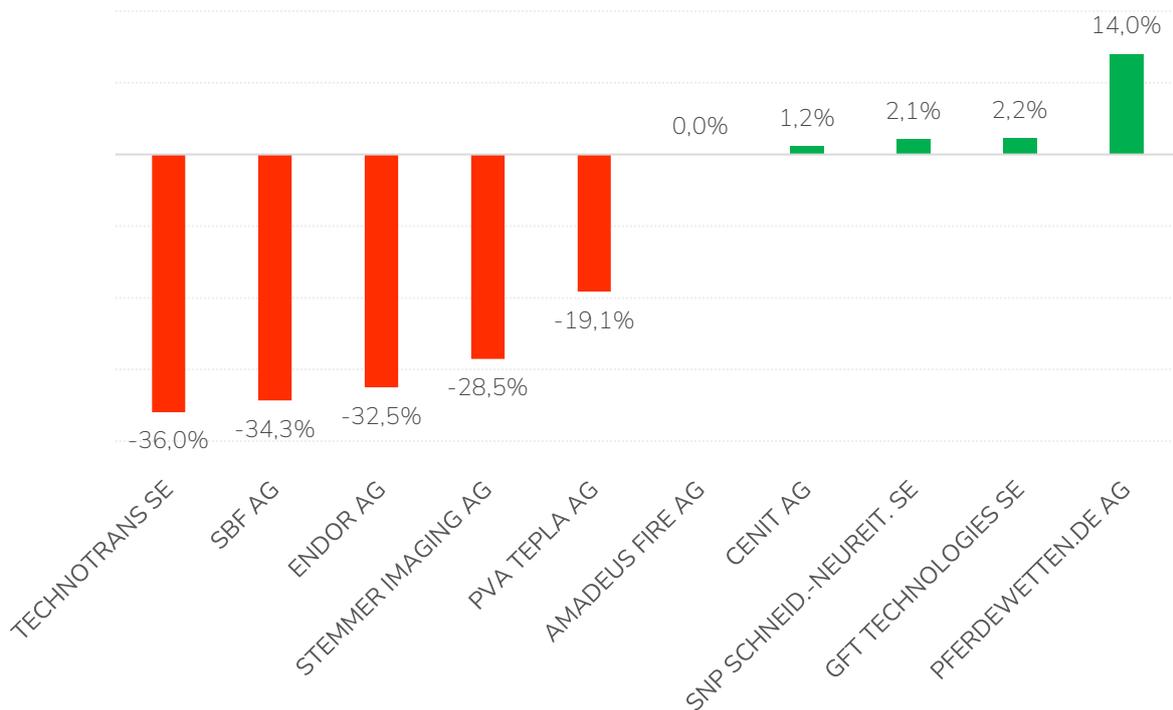
Die Nagarro Aktie wurde nach einer erneuten Prognosereduzierung im August sowie den weiter gestiegenen Shortsellerquoten im September wie im vorherigen Abschnitt beschrieben mit einem Verlust verkauft. Auch New Work haben wir aufgrund der eingetrübten Wachstumsperspektiven mit einem Verlust veräußert. Genauere Details zu den Gewinnern und Verlierern des dritten Quartals finden Sie ab S. 10.

## Wertentwicklung Q1-Q3 2023



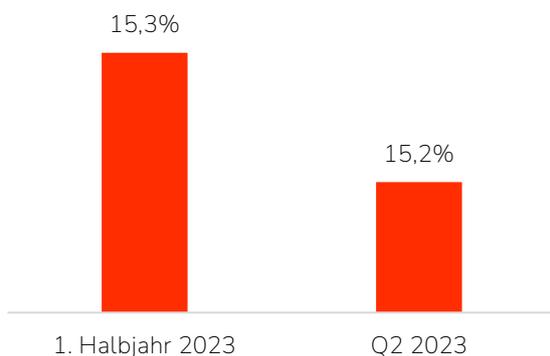
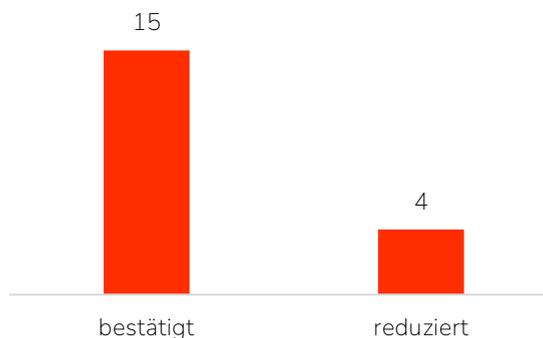
\*Wertentwicklungen bei Nagarro, New Work, GK Software & ecotel jeweils bezogen auf den gewichteten Verkaufskurs.

## Wertentwicklung Q3 2023

Quartalszahlen im Überblick

Der Blick auf die Resultate der ersten Jahreshälfte zeigt, dass sich die Unternehmen weiterhin positiv entwickelt haben. Die erneut zweistellige Umsatzsteigerung macht dabei die unverändert vorhandenen Wachstumsperspektiven der Unternehmen deutlich und steht im Einklang mit der Strategie. Auch für die kommenden Jahre sind die Voraussetzungen für weiteres Wachstum sehr gut, wie auf S. 18 zu sehen ist.

Das EBITDA war in Summe im ersten Halbjahr weitgehend auf Vorjahresniveau mit einem leichten Rückgang von 1,1% im Vergleich zum Vorjahr. Dies ist aber insbesondere auf saisonale Effekte zurückzuführen, da vor allem IT- und Softwarefirmen aber auch Unternehmen aus dem Technologiebereich zumeist ein stärkeres zweites Halbjahr aufweisen, die Kosten hingegen schon in der ersten Jahreshälfte aufgebaut werden. Im zweiten Quartal verzeichneten die Unternehmen, die Zahlen berichtet haben, ein leichtes Plus von 2,6% beim EBITDA. Weitere Gründe in diesem Jahr für einen unterproportionalen Ergebnisanstieg sind erhöhte Lohnkosten, die entweder zeitversetzt oder nicht in gleichem Maße an die Kunden weitergegeben werden können, negative Währungseffekte sowie der Umstand, dass Unternehmen teilweise auf noch höheres Wachstum ausgerichtet waren und ihre Kostenbasis auf dieses avisierte Wachstum ausgerichtet haben. Hinsichtlich der Ausblicke für das Gesamtjahr können wir feststellen, dass von den 19 Unternehmen, die sich zur Prognose geäußert haben, diese von 15 bestätigt wurde. Lediglich 4 Unternehmen mussten ihren Ausblick reduzieren.

**Umsatzwachstum HJ1 & Q2 2023**

**Kommunizierte Prognosen der Unternehmen**


### Unternehmensmeldungen

Nachfolgend soll auf die wichtigsten Unternehmensmeldungen der jeweils fünf besten und schlechtesten Aktien im dritten Quartal eingegangen werden.

<b>Unternehmen:</b> Technotrans SE	
<b>Branche:</b> Technologie	
<b>Kurs per 30.09.2023:</b> 16,65 €	<b>Marktkapitalisierung:</b> 115,1 Mio. €
<b>Kaufkurs (Mischkurs):</b> 27,28 €	<b>Entwicklung seit Kauf:</b> -39,0%
<u>Nachrichten</u>	
<p>Technotrans konnte im zweiten Quartal die positive Umsatzentwicklung fortsetzen und einen Anstieg von 12,1% auf 64,1 Mio. € verzeichnen. Insbesondere das Technology Segment hat mit einem Wachstum von 13,2% zu dieser positiven Entwicklung beigetragen. Zum Halbjahr resultierte im Konzern ein Umsatzanstieg von 16,3% auf 132,5 Mio. €, ebenfalls getragen durch ein zweistelliges Wachstum von 18,9% im Technology Segment. Im Service Segment wurde ein Wachstum von 8,9% (Q2) sowie 8,8% (HJ) erzielt. Weniger positiv verlief dagegen die Ergebnisentwicklung. Nach einem guten Jahresstart blieb diese im zweiten Quartal hinter den Erwartungen zurück. Zwar hatte das Management bereits ein schwächeres erstes Halbjahr aufgrund von Anlaufkosten im neuen Werk Steinhagen sowie geplanten Preiserhöhungen ab dem zweiten Quartal antizipiert. Jedoch ergaben sich zusätzliche Kosten für die Abarbeitung des Auftragsbestands durch Leih- und Fremdfirmen und durch ein beauftragtes Strategie Review der Mittelfristprognose. Darüber hinaus konnten die geplanten Preiserhöhungen erst zum Ende des zweiten Quartals umgesetzt werden. Folglich hat das Management die Prognose für die EBIT-Marge von 6,2-7,2% auf 5,0-6,0% reduziert, die Umsatzprognose aufgrund des guten ersten Halbjahres jedoch an das obere Ende der Spanne von 255-265 Mio. € erhöht. Im vierten Quartal sollen die Ergebnisse aus dem Strategie Review bekanntgegeben werden. Im Nachgang an die Halbjahreszahlen gab es kleinere Insiderkäufe durch den CEO &amp; COO.</p>	

**Unternehmen: SBF AG**
**Branche:** Verkehrstechnologie

**Kurs per 30.09.2023:** 4,50 €

**Marktkapitalisierung:** 43,7 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 8,65 €

**Entwicklung seit Kauf:** -48,0%

Nachrichten

SBF konnte im ersten Halbjahr 2023 nicht an die positive Geschäftsentwicklung des Vorjahres anknüpfen. So reduzierten sich die Umsätze in der ersten Jahreshälfte leicht um 4,7% auf 16,9 Mio. €. Dies sei laut Unternehmensangaben auf weiterhin bestehende Störungen in den Lieferketten, Kundenverschiebungen sowie eine konjunkturbedingt zurückhaltende Marktentwicklung im Bereich öffentliche und industrielle Beleuchtung zurückzuführen. Auf der anderen Seite habe sich der Auftragsbestand deutlich positiv entwickelt und einen Anstieg von 48,1% auf 42,5 Mio. € verzeichnet. Aufgrund der insbesondere gestiegenen Materialkosten und einem erhöhten Personalaufwand infolge aktueller Projektanläufe sowie Projektverschiebungen auf Kundenseite war das EBITDA entsprechend belastet. Dieses ging im Jahresvergleich um 78,3% auf rund 0,4 Mio. € zurück. Daher wurde auch die Ergebnisprognose für das aktuelle Geschäftsjahr reduziert. Ging der Vorstand bislang von einem EBITDA-Anstieg gegenüber dem Vorjahr (2,3 Mio. €) aus, wird nun mit einem EBITDA i.H.v. 1,0 Mio. € gerechnet. Im Vorjahresvergleich muss allerdings berücksichtigt werden, dass dieses unseren Berechnungen zur Folge positive Nettoeffekte von etwa 2,3 Mio. € enthielt, sodass das operative EBITDA auf Break-Even Level lag. Aufgrund der rückläufigen Umsatzentwicklung und der geringeren Erwartungen im Bereich öffentliche und industrielle Beleuchtung hat der Vorstand auch die Umsatzprognose für 2023 reduziert. Nachdem bislang >40 Mio. € erwartet wurden, ist jetzt ein Umsatz von 34-35 Mio. € (2022: 34,8 Mio. €) geplant. Anfang August konnte SBF die 100-prozentige Übernahme der AMS Software & Elektronik GmbH bekanntgeben. Die Gesellschaft erzielte 2022 einen Umsatz i.H.v. 16,4 Mio. € sowie ein EBITDA im hohen sechsstelligen Bereich. Durch die Übernahme erhöht SBF vor allem im Bereich der Elektronikfertigung die eigene Wertschöpfung und wird folglich zukünftig die Rohmarge verbessern können. Wie viel die Gesellschaft in diesem Jahr beitragen wird, ist aktuell hingegen noch unklar.

**Unternehmen: Endor AG**
**Branche:** Gaming

**Kurs per 30.09.2023:** 5,40 €

**Marktkapitalisierung:** 83,7 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 14,23 €

**Entwicklung seit Kauf:** -62,1%

Nachrichten

Wie bereits im ersten Quartal war auch das zweite Quartal 2023 von der starken Vorjahresbasis im Zusammenhang mit der Einführung der Produkte für Gran Turismo 7 geprägt. Demnach ging der Umsatz ggü. dem Vorjahresquartal um 26,8% auf 24,0 Mio. € zurück. Gegenüber dem ersten Quartal konnte jedoch ein Umsatzanstieg von 38,7% erzielt werden. Aufgrund des sehr starken Umsatzrückgangs im ersten Quartal reduzierte sich der

Umsatz zum Halbjahr um 47,9%. Das Ergebnis war aufgrund der geringen Umsatzbasis auch im zweiten Quartal erneut negativ. So lag das EBITDA bei -1,2 Mio. € im zweiten Quartal und bei -3,1 Mio. € nach sechs Monaten. Aufgrund des weiteren Vorratsaufbaus zur Auslieferung von neuen Produkten in der zweiten Jahreshälfte war der operative Cashflow im ersten Halbjahr mit -10,2 Mio. € erneut negativ. Dies hat auch dazu geführt, dass die Finanzverbindlichkeiten zum 30.06. auf 65,3 Mio. € angestiegen sind. Nach langer Verzögerung hatte das Unternehmen im September den mit uneingeschränktem Testat versehenen Geschäftsbericht für 2022 veröffentlicht. Die Umsatzerlöse waren um 46,6% auf 119,2 Mio. € gestiegen und das EBITDA um 62,4% auf 14,1 Mio. €. Das EBIT war hingegen aufgrund von Abschreibungen auf Vorräte um 24,0% auf 5,0 Mio. € zurückgegangen. Im Nachgang an den Geschäftsbericht haben wir mit dem CEO sprechen können und einen besseren Einblick erhalten. Jüngst wurde ein neuer CFO berufen, der ab dem 1. November seine Tätigkeit aufnehmen wird. Ebenso mit ihm konnten wir bereits sprechen und unsere Kapitalmarktsicht auf die Situation des Unternehmens schildern. Auch wenn die Entwicklungen in diesem Jahr und die damit zusammenhängende Aktienkursentwicklung sehr unzufriedenstellend sind, sehen wir nun Licht am Horizont. Der Aufsichtsrat hat in den vergangenen Monaten einige wichtige Dinge umgesetzt. Mit dem neuen CFO wird zukünftig nicht nur der Finanzbereich professionalisiert, sondern auch das Thema Kapitalmarktarbeit und -kommunikation. Darüber hinaus sollen im vierten Quartal noch einige neue Produkte gelanched werden, die sich positiv auf den Umsatz in diesem und dem kommenden Jahr auswirken.

**Unternehmen:** Stemmer Imaging AG

**Branche:** Technologie

**Kurs per 30.09.2023:** 27,80 €

**Marktkapitalisierung:** 180,7 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 35,65 €

**Entwicklung seit Kauf:** -22,0%

Nachrichten

Stemmer konnte über ein gutes zweites Quartal 2023 berichten. Der Umsatz erhöhte sich um 4,0% auf 38,0 Mio. € während sich das EBITDA um 17,4% auf 6,9 Mio. € deutlich überproportional erhöhte. Maßgeblicher Treiber war dabei eine wieder spürbar verbesserte Rohmarge von 40,0% (Vj. 37,4%), während sich die sonstigen Kosten weitgehend stabil entwickelt haben. Zum Halbjahr resultierte aufgrund des guten ersten Quartals ein Umsatzanstieg von 8,3% auf 78,4 Mio. € sowie eine EBITDA-Verbesserung von 25,7% auf 14,2 Mio. €. Wehrmutstropfen war der Auftragseingang. Dieser reduzierte sich im zweiten Quartal um 11,8% auf 40,0 Mio. €, wenngleich die Book-to-Bill Ratio mit 1,05 nach wie vor >1 lag. Im ersten Halbjahr resultierte dadurch ein Rückgang des Auftragseingangs von 14,2% auf 76,1 Mio. € und die Book-to-Bill Ratio lag mit 0,97 knapp <1. Der Auftragsbestand ging um 27,0% auf 54,6 Mio. € zurück. Dies sei u.a. auf eine Reduzierung der Lagerbestände auf Kundenseite zurückzuführen. Daher erwarte man auch ein etwas schwächeres drittes Quartal und eine darauffolgende Verbesserung im vierten Quartal. In der Folge wurde die Umsatzprognose an das untere Ende der Spanne von 163-176 Mio. € angepasst. Die EBITDA-Prognose von 26-32 Mio. € wurde trotz Einmalaufwendungen i.H.v. 0,7-0,9 Mio. € im zweiten Halbjahr aufgrund der Produktionsverlagerung der

spanischen Tochtergesellschaft an den Stammsitz bestätigt. Für das kommende Geschäftsjahr 2024 hat der Vorstand erneut die Prognose eines Umsatzes von 200 Mio. € bestätigt, welche u.a. auch durch Zukäufe erreicht werden soll.

**Unternehmen:** Pva Tepla AG

**Branche:** Halbleiter

**Kurs per 30.09.2023:** 15,38 €

**Marktkapitalisierung:** 334,5 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 19,21 €

**Entwicklung seit Kauf:** -19,9%

Nachrichten

Pva Tepla konnte über ein sehr gutes erstes Halbjahr berichten. Im zweiten Quartal stieg der Umsatz um 45,7% auf 68,2 Mio. €, zum Halbjahr ergab sich eine Umsatzsteigerung von 58,2% auf 126,9 Mio. €. Noch erfreulicher hat sich das Ergebnis entwickelt. Das EBITDA erhöhte sich im zweiten Quartal um 67,9% auf 10,2 Mio. €, in den ersten sechs Monaten ergab sich eine Steigerung von 83,6% auf 17,4 Mio. €. Der Auftragseingang entwickelte sich dagegen auf Vorjahresniveau. Im zweiten Quartal ergab sich ein Rückgang von 3,8% auf 43,2 Mio. € und in der ersten Jahreshälfte von 1,3% auf 104,9 Mio. €. Der Auftragsbestand blieb mit 298,3 Mio. € (-3,6%) auf sehr hohem Niveau und stellt bereits mehr als einen Jahresumsatz dar. Die lediglich leicht rückläufige Auftragsentwicklung war hauptsächlich durch die Branchenweite Schwäche des Halbleitersegments geprägt, die vom Industriebereich nicht vollständig ausgeglichen werden konnte. Die Jahresprognose für Umsatz (240-260 Mio. €) und EBITDA (36-40 Mio. €) wurden bestätigt. Ende dieses Jahres, Anfang kommenden Jahres will das Unternehmen eine neue Mittelfristprognose bekanntgeben und auch einen Capital Markets Day veranstalten. Die CEO zeigte sich zuletzt für die Zukunft von Pva weiterhin optimistisch und hat jüngst auch einen Aktienkauf von knapp 10TEUR getätigt. Bereits im Frühjahr dieses Jahres gab es Insiderkäufe von ihr und einem Aufsichtsratsmitglied. Seit der Umplatzierung Anfang März durch den Gründer und Großaktionär hat sich die Aktie nicht mehr erholen können. Aus unserer Sicht spiegelt diese Kursentwicklung allerdings in keinsten Weise die Potenziale des Unternehmens wider, weshalb die Aktie auch entsprechend hoch gewichtet ist.

**Unternehmen:** Amadeus Fire AG

**Branche:** Personaldienstleistung

**Kurs per 30.09.2023:** 111,80 €

**Marktkapitalisierung:** 639,5 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 110,11 €

**Entwicklung seit Kauf:** 1,5%

Nachrichten

Amadeus Fire hat die positive Geschäftsentwicklung aus dem ersten Quartal auch im zweiten Quartal fortgesetzt. Die Umsätze erhöhten sich im zweiten Quartal um 7,5% auf 105,7 Mio. €, insbesondere durch eine sehr starke Umsatzentwicklung (+30,7%) in der Weiterbildung. Nach den ersten zwei Quartalen resultierte insgesamt ein Umsatzanstieg von 7,8% auf 216,7 Mio. €, wozu ebenfalls maßgeblich das Segment Weiterbildung (+25,0%) beigetragen hat. Nach der schwachen Entwicklung im vergangenen Jahr zeigt sich hier u.a. eine Normalisierung im öffentlich geförderten Bereich. Das operative Ergebnis (EBITA) hat sich leicht überproportional entwickelt. Im zweiten Quartal stieg es um 13,4% auf 13,8 Mio. € und im ersten Halbjahr um 10,3% auf 32,9 Mio. €. Die Jahresprognose eines operativen EBITA von 73-79 Mio. € (2022: 68,0 Mio. €) wurde bestätigt. Zum Ende des Quartals hat das Unternehmen ein öffentliches Aktienrückkaufangebot bekanntgegeben und plant Aktien im Umfang von ca. 5% des aktuellen Grundkapitals zu einem Preis von 112,50€ je Aktie zurückzukaufen.

**Unternehmen:** Cenit AG

**Branche:** IT / Software

**Kurs per 30.09.2023:** 13,05 €

**Marktkapitalisierung:** 109,2 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 13,92 €

**Entwicklung seit Kauf:** -6,3%

Nachrichten

Cenit konnte auch im zweiten Quartal ein zweistelliges Umsatzwachstum erzielen, welches jedoch Großteils auf Akquisitionseffekte zurückzuführen ist. So erhöhte sich der Umsatz um 14,4% auf 44,1 Mio. € und im ersten Halbjahr um 18,3% auf 87,5 Mio. €. Das Wachstum im PLM Segment von 6,1% im ersten Halbjahr war dagegen vollständig organisch. Im EIM-Segment, welches ein Umsatzwachstum von 108,5% auf 18,4 Mio. € verzeichnete, ergab sich ein organischer Beitrag von 3,1%. In Summe dürfte das organische Wachstum im Konzern folglich bei knapp über 5% gelegen haben. Das Ergebnis entwickelte sich deutlich überproportional zum Umsatz. So erhöhte sich das EBIT im zweiten Quartal um 73,6% auf 2,6 Mio. € und im ersten Halbjahr um 134,1% auf 2,6 Mio. € (Q1 ausgeglichenes EBIT). Allerdings enthielt das EBIT im zweiten Quartal auch einen positiven Einmalsertrag aus dem Verkauf der japanischen Tochtergesellschaft i.H.v. 0,9 Mio. €. Bereinigt um diesen Effekt ergab sich ein EBIT-Anstieg von 15,7% im zweiten Quartal und von 56,3% in der ersten Jahreshälfte. Auf der anderen Seite ergaben sich erhöhte Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen gegenüber dem Vorjahr aufgrund von getätigten Übernahmen. Nach dem Stichtag 30.06. wurden zwei weitere Übernahmen getätigt. Dies ist ein wichtiger Bestandteil der Wachstumsstrategie bis 2025, die einen deutlichen Umsatzanstieg auf 300 Mio. € sowie eine EBIT-Marge von 8-10% vorsieht. Neben der Nutzung von Fremdkapital

soll auch die hohe Free-Cashflow-Generierung als Finanzierungsquelle genutzt werden, um weitere Übernahmen zu finanzieren.

**Unternehmen: SNP SE**
**Branche:** IT / Software

**Kurs per 30.09.2023:** 34,10 €

**Marktkapitalisierung:** 248,2 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 41,16 €

**Entwicklung seit Kauf:** -17,2%

Nachrichten

Nach dem guten Jahresstart konnte die SNP auch im zweiten Quartal die positive Geschäftsentwicklung fortsetzen. Die Umsatzerlöse erhöhten sich um 14,7% auf 48,5 Mio. € sodass zum Halbjahr ein Umsatzanstieg von 14,7% auf 95,6 Mio. € zu Buche stand. Getragen wurde diese positive Umsatzentwicklung sowohl vom Service Geschäft als auch vom Softwaregeschäft, wenngleich die Wachstumsraten im Softwarebereich deutlich höher ausgefallen sind. So erzielte SNP im Softwaresegment eine Umsatzsteigerung von 24,8% im zweiten Quartal bzw. 25,9% im ersten Halbjahr. Folglich lag der Umsatzanteil mit 29,2% respektive 31,0% zwar leicht über Vorjahr, jedoch nach wie vor erheblich unter dem strategischen Ziel von 50%. Die Serviceumsätze erhöhten sich um 14,1% im zweiten Quartal und um 12,3% in den ersten sechs Monaten. Positiv entwickelte sich auch der Auftragseingang. Im zweiten Quartal stieg diese um 32,7% auf 51,1 Mio. € an und zum Halbjahr stand ein Anstieg von 32,5% auf 109,4 Mio. € zu Buche. Daraus resultiert eine Book-to-Bill Ratio von 1,14 nach den ersten beiden Quartalen, die auf weiteres Wachstum hindeutet. Der Auftragsbestand lag mit 140,3 Mio. € 8,6% über Vorjahr. Das EBITDA erhöhte sich im zweiten Quartal aufgrund von negativen Währungseffekten lediglich um 4,5%. Nach den ersten beiden Quartalen resultierte ein EBITDA-Anstieg von 8,6 Mio. €. Das EBIT erhöhte sich dagegen um 44,0% auf 1,0 Mio. € respektive 89,3% auf 3,5 Mio. €. Zur Einordnung: der negative Währungseffekt im EBIT betrug im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal 2,0 Mio. € und im ersten Halbjahr 4,2 Mio. €. Für das Gesamtjahr 2023 hat der Vorstand seine bislang qualitativ formulierte Prognose nun in einen quantitativen Ausblick gefasst und erwartet eine Umsatzsteigerung von 173,4 Mio. im vergangenen Geschäftsjahr auf 190-200 Mio. € bei einem EBIT von 5-10 Mio. €. Für das kommende Geschäftsjahr wird ein weiterer Umsatzanstieg auf 210-220 Mio. € prognostiziert und zugleich soll sich die EBIT-Marge um 1-2 Prozentpunkte verbessern. Nach dem Abschluss des Pflichtangebots durch den Großaktionär hält dieser nun einen Anteil von 63,83% an SNP. Daraufhin wurde auf einer außerordentlichen Hauptversammlung Ende September der Verwaltungsrat wie von ihm bereits länger gewünscht auf eine Aufsichtsratsstruktur umgestellt. In dem Zusammenhang wurden zwei neue Aufsichtsratsmitglieder gewählt, wovon ein Mitglied bei der SAP arbeitet. In den kommenden Monaten bis Jahresende will die Gesellschaft nun auch ihre Investor-Relations Aktivitäten wieder verstärkt aufnehmen. Da wir vom Potenzial der Gesellschaft unverändert überzeugt sind, haben wir im Zuge des Übernahmeangebots keine Aktien eingereicht und lediglich den Bestand leicht reduziert, um die Gewichtung unter der 5% Marke zu halten.

**Unternehmen:** GFT Technologies SE

**Branche:** IT / Software

**Kurs per 30.09.2023:** 26,38 €

**Marktkapitalisierung:** 694,6 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 30,83 €

**Entwicklung seit Kauf:** -14,4%

Nachrichten

Nach einem guten Jahresauftakt hat sich die positive Geschäftsentwicklung im zweiten Quartal bei GFT Technologies weiter fortgesetzt, wenngleich etwas verhaltener als geplant. Im zweiten Quartal erzielte GFT einen Umsatzanstieg von 9,3% auf 200,9 Mio. €, wobei auch die übernommene Gesellschaft targens im zweiten Quartal erstmals konsolidiert wurde und zum Umsatz beigetragen hat. Zum Halbjahr ergab sich ein Umsatzanstieg von 9,6% auf 391,6 Mio. € wovon rund 7% auf organisches Wachstum zurückzuführen sind. Das bereinigte EBIT reduzierte sich im zweiten Quartal um 8,0% auf 14,9 Mio. €, zum Halbjahr ergab sich ein Anstieg von 3,6% auf 31,2 Mio. €. Allerdings war das Ergebnis im ersten Halbjahr durch negative Währungseffekte belastet. Bereinigt um diese Effekte ergab sich ein Anstieg von etwa 11% für die erste Jahreshälfte. Der Auftragsbestand hat sich aufgrund der Tatsache, dass Kunden im Vergleich zum Vorjahr kurzfristiger agieren, um 7,1% auf 332,9 Mio. € reduziert. Aufgrund der verhaltenen Umsatzentwicklung im zweiten Quartal und des leicht rückläufigen Auftragsbestands hat der Vorstand die Jahresprognose leicht reduziert. Für den Umsatz wird nun eine Größenordnung von 810-820 Mio. € (alt: 850 Mio. €) und für das bereinigte EBIT eine Spanne von 74-76 Mio. € (alt: 80 Mio. €) prognostiziert. Für die Zukunft strebt GFT weiterhin an doppelt so schnell wie der zugrunde liegende Markt zu wachsen.

**Unternehmen:** pferdewetten.de AG

**Branche:** Glücksspiel

**Kurs per 30.09.2023:** 12,20 €

**Marktkapitalisierung:** 59,0 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 19,11 €

**Entwicklung seit Kauf:** -36,2%

Nachrichten

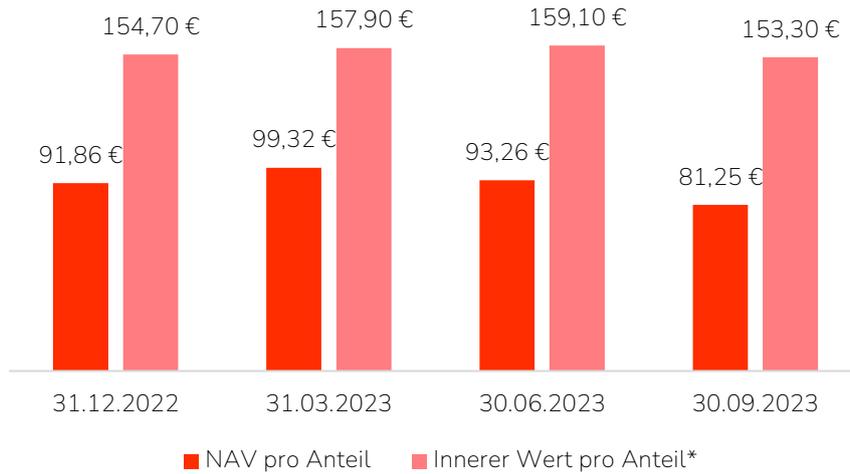
Nachdem sich das Retailgeschäft in der Sportwette bislang deutlich langsamer als erwartet entwickelt hat, hat sich dies im zweiten Quartal nun deutlich beschleunigt. Während im ersten Quartal lediglich sechs neue Shops eröffnet wurden ergab sich im zweiten Quartal mit 38 Neueröffnungen eine deutliche Steigerung. Im Juli konnten weitere 13 neue Shops eröffnet werden, sodass nach sieben Monaten 67 Shops eröffnet waren. Damit liegt die Gesellschaft nahezu auf Plan. Für das Gesamtjahr werden 104 Neueröffnungen erwartet, sodass bei linearer Hochrechnung per Ende Juli 71 Shops eröffnet sein müssen. Folglich hat sich auch das Wettvolumen im Retailbereich im zweiten Quartal deutlich gesteigert gegenüber dem ersten Quartal. Dies machte sich auch in den Umsatzerlösen der Gruppe bemerkbar. So erhöhten sich diese um 11,1% gegenüber dem ersten Quartal, insbesondere aber um 91,4% gegenüber dem Vorjahresquartal. Für das erste Halbjahr ergab sich ein Umsatzanstieg von 32,2% auf 10,3 Mio. €. Weiterhin negativ

war dagegen das Ergebnis. Das EBITDA lag mit -2,6 Mio. € im zweiten Quartal und -3,6 Mio. € zum Halbjahr aufgrund der Kostenbelastungen aus dem Aufbau des Retailgeschäfts jeweils im roten Bereich. Im zweiten Halbjahr soll sich dies durch die Neueröffnungen und die zunehmende Fixkostendeckung verbessern. Für das Gesamtjahr erwartet das Management daher lediglich das untere Ende der Prognosespanne von -2,3 bis -3,3 Mio. € im EBITDA. Im kommenden Jahr plant die Gesellschaft dann die Rückkehr in die Gewinnzone und ein EBITDA von 4,3 Mio. €. Bereits heute habe pferdewetten.de schon >140 weitere Franchisepartner unter Vertrag, die in den kommenden Monaten genehmigt werden sollen. Bis Ende 2024 sind daher insgesamt 222 Shops geplant. Mittelfristig strebt man 400 Shops an. Darüber hinaus sollen auch eigene Shops betrieben werden. Die ersten drei Shops wurden in diesem Zusammenhang zur Jahresmitte bereits übernommen. Derzeit befindet sich der Vorstand in Verhandlungen über eine deutlich größere Zahl von Shops für den Eigenbetrieb. Gelingt dies, würde dies zu einer deutlichen Ergebnissteigerung führen. Aufgrund der deutlichen Fortschritte in der Retailsportwette blicken wir nach wie vor positiv auf den Investment-Case und sehen die Rückkehr in die Gewinnzone im Jahr 2024 als möglichen Wendepunkt für den Aktienkurs. Für eine eventuelle Aufstockung warten wir jedoch noch die kommenden Monate ab, um eine höhere Visibilität für die Jahresprognose sowie die weitere Entwicklung im Retailgeschäft zu bekommen.

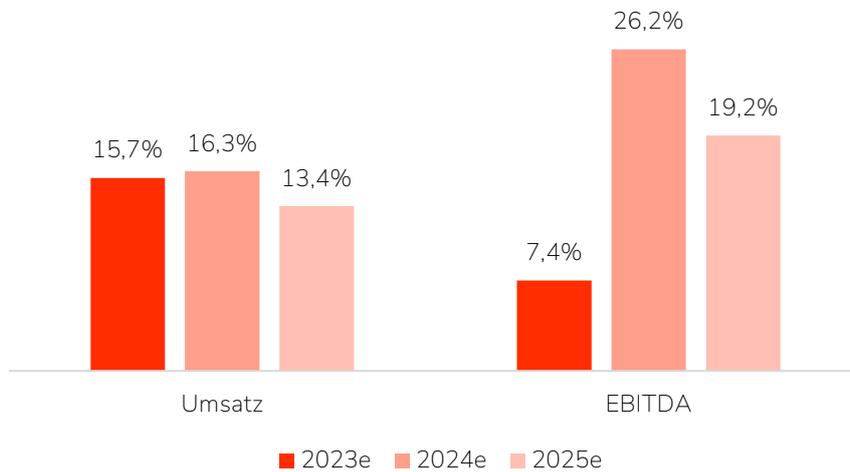
### Aktuelle Bewertung

Wie bereits im Investorenupdate für das zweite Quartal erstmalig dargestellt, zeigen wir nachfolgend, wo der aus unserer Sicht derzeit faire innere Wert der Unternehmen im Fonds liegt. Dieser basiert auf den von uns ermittelten fairen Werten für jedes Unternehmen im Verhältnis zur Gewichtung am jeweiligen Stichtag und unter Berücksichtigung der Liquiditätsquote. Fondskosten sind in dieser Kalkulation unberücksichtigt, weshalb dieser Wert ausschließlich als Indikation dienen soll. Es zeigt sich jedoch, dass sich der Wert im Vergleich zum 31.12.2022 nicht wesentlich verändert hat und unverändert sehr deutlich oberhalb des aktuellen Fondspreises liegt. Jedoch hat sich im Vergleich zu Ende Dezember die Differenz zum NAV pro Anteil von 68,4% auf 88,7% per Ende September erhöht. Dies macht deutlich, dass die Aktienkursentwicklungen des abgelaufenen Quartals weiterhin nicht die operativen und fundamentalen Entwicklungen der Unternehmen widerspiegeln und attraktive Chancen bieten.

Darüber hinaus zeigt sich, dass die Wachstumsaussichten der im Fonds enthaltenen Unternehmen weiterhin sehr gut sind und auch für die beiden kommenden Jahre zweistelliges Wachstum erwartet werden kann. Zudem sollte sich ab 2024 das Ergebnis wieder überproportional erhöhen können, wenn die Unternehmen aus ihrer gestiegenen Kostenbasis herauswachsen. Dies schlägt sich auch in den Bewertungen nieder, die auf Basis der kommenden beiden Jahre deutlich sinken und aus unserer Sicht äußerst attraktiv erscheinen. Allerdings können auch wir nicht sagen, wann diese Potenziale gehoben werden. Wir sind allerdings überzeugt, dass sich diese mittelfristig positiv in den Kursen niederschlagen werden. Ein Treiber könnten aus unserer Sicht jedoch sinkende Leitzinsen sein, die ab dem kommenden Jahr, vor allem in den USA, realistisch erscheinen.

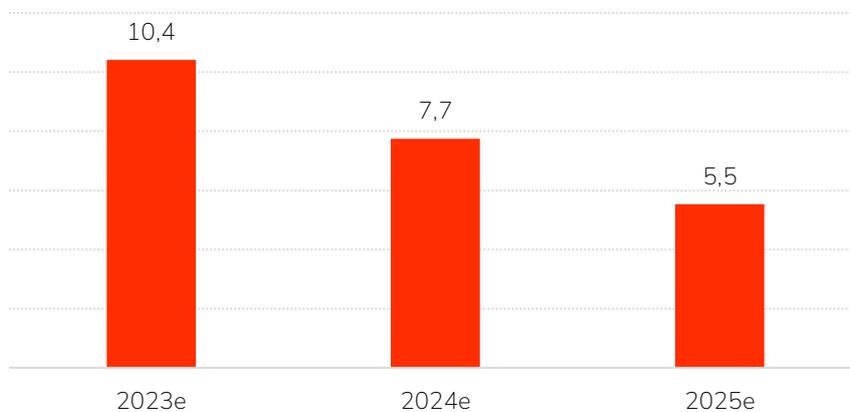


\*Innerer Wert definiert als gewichteter kumulierter Wert des Kurspotenzials der Einzelwerte auf Basis eigener Bewertungsmodelle, Wert berücksichtigt keine zukünftigen Fondsgebühren



Quelle: Schätzungen & Erwartungen Tigris Capital GmbH, Daten per 12.10.2023

### EV / EBITDA



Quelle: Schätzungen & Erwartungen Tigris Capital GmbH, Daten per 12.10.2023

Nachfolgend finden Sie die wichtigsten Kennzahlen zu den im Fonds enthaltenen Unternehmen.

<b>Kennzahl</b>	<b>Mittelwert</b>	<b>Median</b>
Umsatzwachstum 23e	15,7%	11,5%
EBITDA-Wachstum 23e	7,4%	5,8%
EBITDA-Marge 23e	15,5%	12,0%
EBIT-Marge 23e	7,5%	8,0%
EV / EBITDA 23e	10,4	9,1
Return on Capital Employed (ROCE) 23e	54,9%	30,7%
Eigenkapitalrendite (ROE) 23e	15,9%	12,7%
Nettoverschuldung / EBITDA 2022	0,6	0,3
Free Cashflow Rendite 23e	2,7%	3,4%

Quelle: Schätzungen & Erwartungen Tigris Capital GmbH, Daten per 12.10.2023

Ich hoffe wir konnten Ihnen hiermit einen tieferen Einblick in den Tigris Small & Micro Cap Growth Fund sowie unsere Arbeit geben und freuen uns auf Rückmeldungen Ihrerseits. Bei Rückfragen kommen Sie gerne auf mich zurück.

Mit freundlichen Grüßen



Lukas Spang

(Geschäftsführer Tigris Capital GmbH)

## **Rechtliche Hinweise**

Dies ist eine Marketing-Anzeige.

Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt des Tigris Small & Micro Cap Growth Fund [[https://fondswelt.hansainvest.com/uploads/documents/verkaufsprospekt/VKP\\_Tigris\\_Small\\_MicroCap\\_Growth\\_01\\_01\\_2023.pdf](https://fondswelt.hansainvest.com/uploads/documents/verkaufsprospekt/VKP_Tigris_Small_MicroCap_Growth_01_01_2023.pdf)], das Basisinformationsblatt [<https://fondswelt.hansainvest.com/de/fonds/details/1491>] und das Factsheet [[https://fondswelt.hansainvest.com/uploads/documents/fs\\_retail/BI\\_DE000A2QDSH1\\_retail\\_2023\\_08\\_11\\_de.pdf](https://fondswelt.hansainvest.com/uploads/documents/fs_retail/BI_DE000A2QDSH1_retail_2023_08_11_de.pdf)], bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen

Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen.

Bei den dargestellten Szenarien handelt es sich um eine Schätzung der zukünftigen Wertentwicklung, die auf Erkenntnissen aus der Vergangenheit über die Wertentwicklung dieser Anlage und/oder den aktuellen Marktbedingungen beruht und kein exakter Indikator ist. Wie viel Sie tatsächlich erhalten, hängt davon ab, wie sich der Markt entwickelt und wie lange Sie die Anlage/das Produkt halten

Herausgeber: Tigris Capital GmbH, Oskar-von-Miller-Ring 20, 80333 München, handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 3 Abs. 2 WpIG) im Rahmen und der Anlageberatung gem. §2 Abs. 2 Nm. 3 und 4 WpHG ausschließlich auf Rechnung und unter Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH tätig.

Datum: 13. Oktober 2023.