



# Investorenupdate Q4 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

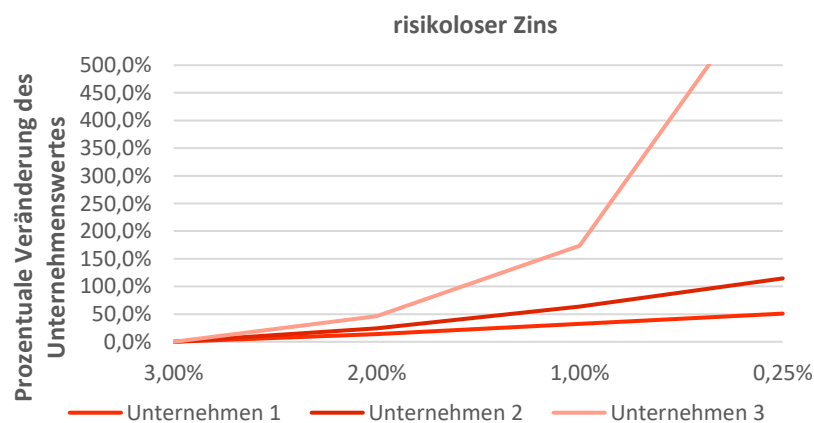
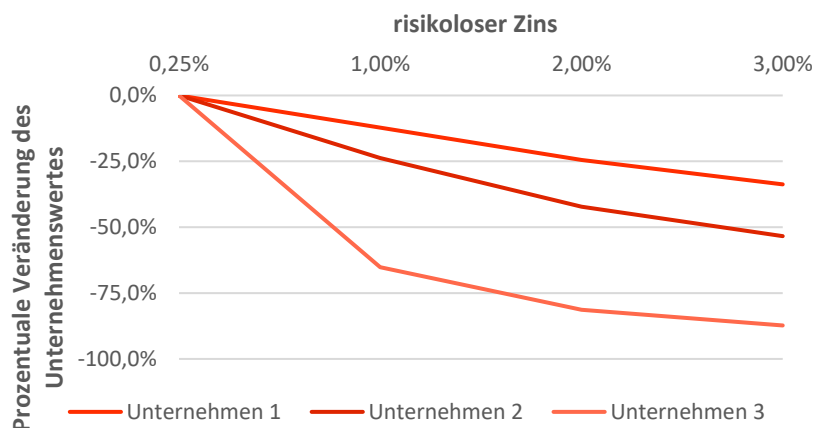
### Wachstum

- 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 vierten Quartal 2023 zur Verfügung stellen. Nach dem sehr schwachen dritten Quartal konnte im vierten Quartal ein deutlicher Turnaround erzielt werden, der im November mit dem bislang erfolgreichsten Monat seit Fondsaufgabe einen Höhepunkt fand. Ausgelöst wurde dies durch eine positive Aktienmarktentwicklung im November aufgrund niedriger als erwarteter Inflationsdaten, die zu verstärkten Zinssenkungserwartungen in diesem Jahr geführt haben. Gerade Wachstumswerte sowie Small & Micro Caps, die wiederum wie in unserem Fall, Unternehmen mit einem überdurchschnittlichen Wachstum sind, sind besonders Zinssensitiv. Ein sinkender Leitzins im Jahresverlauf wäre daher aus unserer Sicht ein klar stimulierender Katalysator für eine positivere Aktienkursentwicklung unserer Werte sowie eine verstärkte Rückkehr von Investoren in das Segment. Mit der sehr positiven Monatsperformance von >16% in allen drei Tranchen im November hat sich gezeigt, wie schnell das Sentiment drehen und mit welcher Dynamik eine Gegenbewegung erfolgen kann. Investoren sollten unseres Erachtens daher nicht zu lange mit einem Investment bei Nebenwerten zögern.

Modelltheoretisch haben wir einmal in den beiden nachfolgenden Grafiken dargestellt, welche Auswirkungen eine Veränderung des Zinssatzes auf den Unternehmenswert von Firmen mit unterschiedlichen Wachstumsraten (U1: 2,0% / U2: 5,0% / U3: 7,0%) hat.



Quelle: Tigris Capital GmbH (eigene Berechnungen auf Basis des CAPM-Modell)

Die schwache Entwicklung kleiner Unternehmen zeigt sich auch beim Blick auf die Entwicklung des Scale All Share (keine offizielle Benchmark des Fonds), der eine gewichtete Marktkapitalisierung von rund 420 Mio. € aufweist (gewichtete Marktkapitalisierung der Fondsunternehmen: ~280 Mio. €). Dieser verzeichnete 2023 ein Minus von 3,6% und verdeutlicht damit die Zurückhaltung von Investoren. Zum Vergleich: Der SDAX, dessen gewichtete Marktkapitalisierung bei knapp 2 Mrd. € liegt, verzeichnete 2023 ein Plus von 17,1%. Dies zeigt die Divergenz zwischen größer kapitalisierten Unternehmen im SDAX sowie Unternehmen, die kleiner sind und sich folglich unterhalb des SDAX bewegen. Mittelfristig blicken wir weiter positiv auf das Marktsegment und sehen unverändert viele Chancen bei den Unternehmen. Ein Antizyklisches Handeln sollte sich daher mit Blick auf mehrere Jahre auszahlen. Dies wird auch beim Blick auf den von uns errechneten fairen Wert pro Anteil deutlich, der nach wie vor hohes Potenzial aufzeigt.

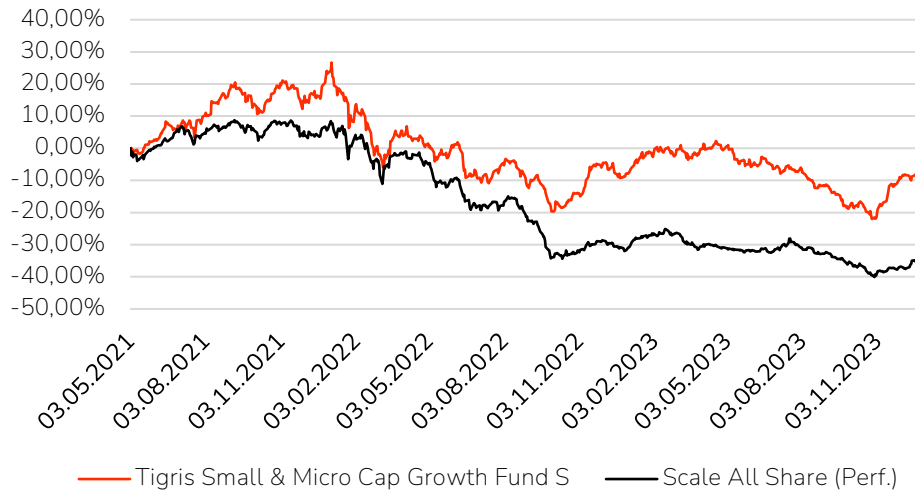
Erwähnen möchten wir an dieser Stelle zudem noch unser Engagement beim Portfoliounternehmen SHS Viveon AG, an der der Fonds mit rund 5% beteiligt ist. Auf der Ende November nachgeholten Hauptversammlung, deren Tagesordnung insbesondere die Neuwahl von Aufsichtsratsmitgliedern beinhaltete, konnten wir zwei Branchenexperten – eine Person aus dem Software Sales & eine aus der Softwareentwicklung – als Kandidaten vorschlagen, die mit jeweils >90% erfolgreich als neue Aufsichtsratsmitglieder gewählt wurden. Durch die Impulse der beiden Experten im Aufsichtsrat erwarten wir uns positive Effekte auf die zukünftige Geschäftsentwicklung des Unternehmens, nachdem die vergangenen Jahre nicht zufriedenstellend verliefen. Die sehr gute Marktposition und Reputation des Unternehmens, zusammen mit der vielversprechenden Kundenbasis und der Skalierbarkeit als Softwareunternehmen sollten im Erfolgsfall wieder zu einer deutlichen Ergebnisverbesserung führen.

### Entwicklung des Fonds (aufgeteilt nach Tranchen)

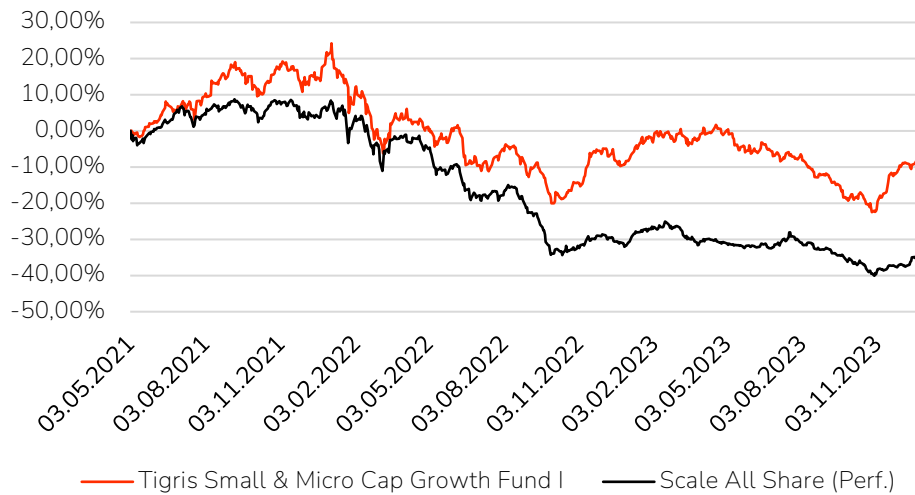
Neben den zuvor beschriebenen Effekten verzeichneten IT-Werte im vergangenen Jahr vermehrt eine unterdurchschnittliche Kursentwicklung, die wiederum im Fonds übergewichtet sind. Zur Veranschaulichung: von den 28 IT- / Software-Unternehmen im CDAX erzielten lediglich 11 ein Kursplus (inkl. Dividende). In Summe verzeichneten diese 28 Werte im Durchschnitt ein Minus von 0,5% im Jahr 2023.

| <i>Periode</i>                   | <i>R-Tranche</i> | <i>I-Tranche</i> | <i>S-Tranche</i> |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| <i>Seit Auflage (03.05.2021)</i> | -9,84%           | -7,60%           | -7,00%           |
| <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>             | -8,12%           | -7,56%           | -7,43%           |
| <i>2023</i>                      | -0,20%           | 0,75%            | 0,97%            |
| <i>Q4 2023</i>                   | 13,71%           | 13,93%           | 14,03%           |

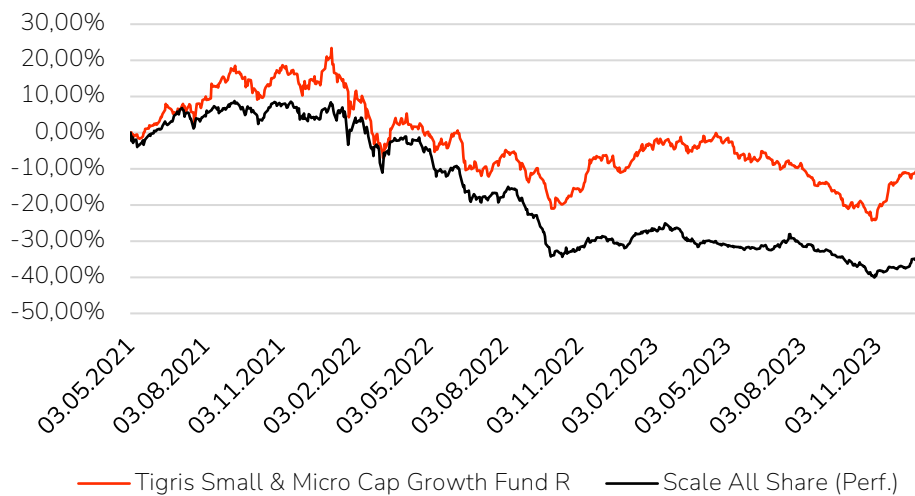
\*Daten per 31.12.2023, Quelle: HANSAINVEST INFORMATIONSPORTAL (HIP)



Quelle: Ariva.de, Darstellung Tigris Capital GmbH, Zeitraum: 03.05.2021-31.12.2023



Quelle: Ariva.de, Darstellung Tigris Capital GmbH, Zeitraum: 03.05.2021-31.12.2023



Quelle: Ariva.de, Darstellung Tigris Capital GmbH, Zeitraum: 03.05.2021-31.12.2023

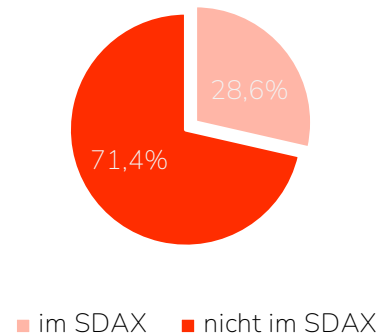
Vermögensaufstellung (per 31.12.2023)

Per Ende Dezember befanden sich 21 Unternehmen im Fonds. Zugleich wurde im Fonds eine Liquiditätsposition aufgebaut, um handlungsfähig zu bleiben.

| <b>Position</b>          | <b>Anteil</b> | <b>Branche</b>         | <b>Δ Q4</b> |
|--------------------------|---------------|------------------------|-------------|
| LIMES SCHLOSSKLINIKEN AG | 6,68%         | Gesundheit             | ↓           |
| PVA TEPLA AG             | 6,09%         | Halbleiter             | ↓           |
| EASY SOFTWARE AG         | 6,02%         | IT / Software          | ↓           |
| GFT TECHNOLOGIES SE      | 5,44%         | IT / Software          | ↓           |
| ALLGEIER SE              | 4,65%         | IT / Software          | ↓           |
| ECKERT & ZIEGLER AG      | 4,47%         | Medizintechnik         | ↓           |
| CENIT AG                 | 4,40%         | IT / Software          | ↓           |
| SNP SCHNEID.-NEUREIT. SE | 4,33%         | IT / Software          | ↓           |
| ADESSO SE                | 4,28%         | IT / Software          | ↓           |
| NYNOMIC AG               | 4,27%         | Technologie            | ↑           |
| STEMMER IMAGING AG       | 4,19%         | Technologie            | ↓           |
| ENDOR AG                 | 4,19%         | Gaming                 | ↑           |
| YOC AG                   | 4,17%         | Media                  | ↓           |
| AMADEUS FIRE AG          | 4,15%         | Personaldienstleistung | ↓           |
| SUESS MICROTEC SE        | 4,01%         | Halbleiter             | ↓           |
| FABASOFT AG              | 3,64%         | IT / Software          | ↓           |
| TECHNOTRANS SE           | 3,44%         | Technologie            | ↓           |
| PFERDEWETTEN.DE AG       | 3,05%         | Glücksspiel            | ↓           |
| INIT INNOVATION SE       | 2,75%         | IT / Software          | Neuaufnahme |
| SHS VIVEON AG            | 1,75%         | IT / Software          | -           |
| SBF AG                   | 0,44%         | Verkehrstechnologie    | ↓           |
|                          |               |                        |             |
| Bankguthaben             | 13,59%        |                        |             |

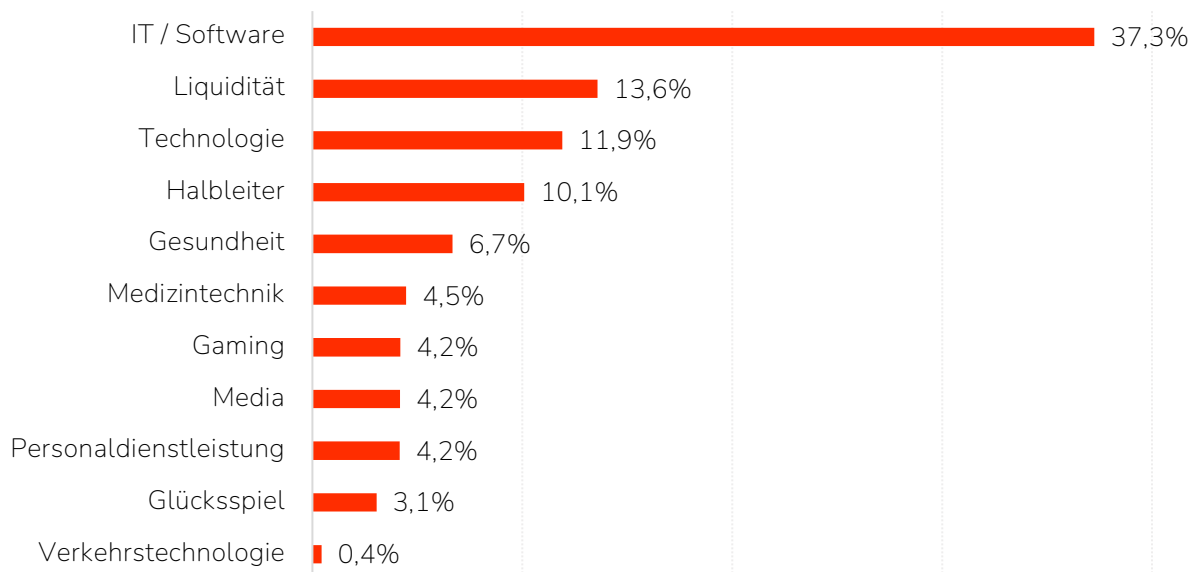
### Anteil der Unternehmen im SDAX (per 31.12.2023)

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. Derzeit befinden sich lediglich 6 Portfoliounternehmen im SDAX. Gegenüber dem 30.09.2023 hat sich damit keine Veränderung ergeben.



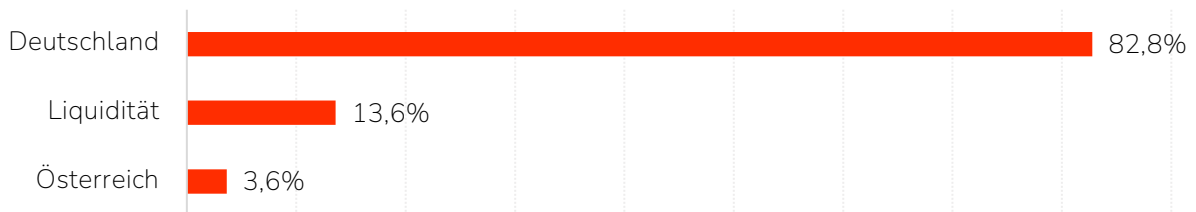
### Sektoren (per 31.12.2023)

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 Januar 2024) ein Wachstum von 4,6% (2023e: -5,4%) im Bereich IT-Hardware, von 9,4% (2023e: 9,6%) im Bereich Software und von 4,8% (2023e: 5,1%) im Bereich IT-Services. Gartner (Stand Oktober 2023) erwartet für das weltweite Wachstum Zuwächse in diesen Bereichen von 4,8% (2023e: -10,0%), 13,8% (2023e: 12,9%) sowie 10,4% (2023: 7,3%). Da es sich jedoch nicht um eine Technologiestrategie handelt, kann sich dieser Anteil im Fonds zukünftig auch wieder ändern.



### Regionen (per 31.12.2023)

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 befindet sich seitdem auch ein Titel aus Österreich im Fonds.



### Allokation (per 31.12.2023)

Wie bereits zuvor beschrieben, wurde im vierten Quartal Liquidität zur höheren Handlungsfähigkeit aufgebaut. Viele Aktien haben sich im vierten Quartal sehr positiv entwickelt, weshalb gewisse Rückschlagsgefahren bestehen, die wir dann wiederum zur erneuten Reduzierung der Liquiditätsposition nutzen würden. Ungeachtet dessen sehen wir trotz der weiterhin bestehenden makro- und geopolitischen Unsicherheiten unverändert vielversprechende Potenziale bei den im Fonds enthaltenen Unternehmen.



### Positions-Veränderungen Q4 2023

Mit Blick auf das Portfolio wurde weiterhin auf eine hohe Umschlagshäufigkeit, d.h. den häufigen Kauf und Verkauf von Positionen verzichtet. Bei zwei Aktien im Fonds gab es Aufstockungen, bei einem Großteil der Werte wurden Reduzierungen vorgenommen.

Verkauft wurde im vierten Quartal die EQS Group AG infolge des Übernahmeangebots durch Thoma Bravo, einem der weltweit größten Softwareinvestoren. Die Private-Equity Gesellschaft hatte Mitte November ein öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb aller Aktien zu einem Preis von 40,00€ je Aktie angekündigt. Wir haben dies genutzt, um die erzielten Gewinne zu realisieren. Zudem lag der Preis von 40,00€ je Aktie über dem zuletzt von uns ermittelten Kursziel von 37,00€.

Neu aufgenommen wurde im vierten Quartal die INIT Aktie, einem Anbieter von IT-Lösungen für den öffentlichen Nahverkehr. Das Unternehmen kennen wir bereits seit mehreren Jahren und erachten die Zukunftsaussichten als sehr vielversprechend. Der öffentliche Nahverkehr

bekommt weltweit eine zunehmende Bedeutung und muss daher weiter ausgebaut werden. Dafür benötigt es intelligente Softwaretools, die einerseits die Steuerung der Busse und Bahnen ermöglicht, andererseits Funktionen wie Echtzeitfahrpläne oder Fahrgastzählung. Zuletzt hat INIT im Oktober den Zuschlag für ein elektronisches Fahrgeldmanagementsystem in Atlanta mit einem Auftragsvolumen von >100 Mio. USD erhalten, der die führende Position des Unternehmens in diesem Bereich aufzeigt. In der Vergangenheit hatte INIT bereits andere Großaufträge in den USA (z.B. Houston) erhalten und ist nach Deutschland inzwischen die zweitwichtigste Region.

| <b>Aufstockungen</b> | <b>Reduzierungen</b>     |
|----------------------|--------------------------|
| ENDOR AG             | ADESSO SE                |
| NYNOMIC AG           | ALLGEIER SE              |
|                      | AMADEUS FIRE AG          |
|                      | CENIT AG                 |
|                      | EASY SOFTWARE AG         |
|                      | ECKERT & ZIEGLER AG      |
|                      | FABASOFT AG              |
|                      | GFT TECHNOLOGIES SE      |
|                      | LIMES SCHLOSSKLINIKEN AG |
|                      | PFERDEWETTEN.DE AG       |
|                      | PVA TEPLA AG             |
|                      | SBF AG                   |
|                      | SNP SCHNEID.-NEUREIT. SE |
|                      | STEMMER IMAGING AG       |
|                      | SUESS MICROTEC SE        |
|                      | TECHNOTRANS SE           |
|                      | YOC AG                   |

| <b>Neu aufgenommen</b> | <b>Vollständig verkauft</b> |
|------------------------|-----------------------------|
| INIT INNOVATION SE     | EQS GROUP AG                |

### Tops und Flops Q1-Q4 & Q4 2023

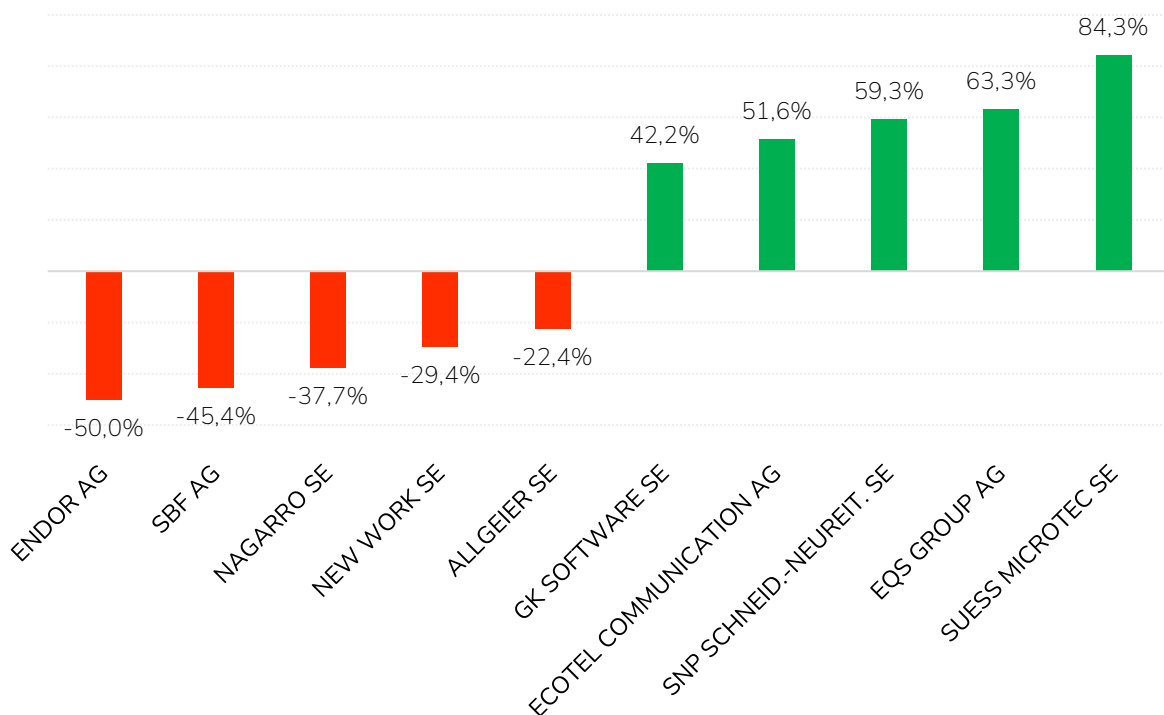
Die Entwicklung der Einzelwerte war im zurückliegenden Jahr gemischt und im vierten Quartal vorwiegend positiv.



Positiv hervorstechen konnte die EQS Aktie, die von dem Übernahmeangebot, welches 52,7% über dem Schlusskurs des Vortages lag, profitierte. Bei der Süss Microtec Aktie waren Investoren vom Verkauf des nicht mehr strategischen Geschäftsbereichs Mikrooptik zu einem Transaktionswert von 75,5 Mio. €, der zudem 2023 defizitär war, äußerst begeistert. Dies konnte auch den Malus überwiegen, dass das Unternehmen aufgrund von Verzögerungen bei Ausfuhrgenehmigungen nach China zuvor seine Jahresprognose senken musste. Gleichzeitig profitiert Süss stark von Neuaufträgen im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz. Technotrans konnte einen Großauftrag in einem neuen Geschäftsbereich vermelden. Die Pva Tepla Aktie profitierte von einer sehr positiven Geschäftsentwicklung im dritten Quartal und einer sequenziellen Verbesserung des Auftragseingangs. Die GK Software Aktie war nach dem Übernahmeangebot durch Fujitsu Anfang März bereits in Q1 verkauft worden. Bei der ecotel Aktie konnten wir im April nach der sehr positiven Kursentwicklung im Anschluss an die Ankündigung der Sonderdividende für 2022 im Februar ebenfalls einen hohen Kursgewinn realisieren.

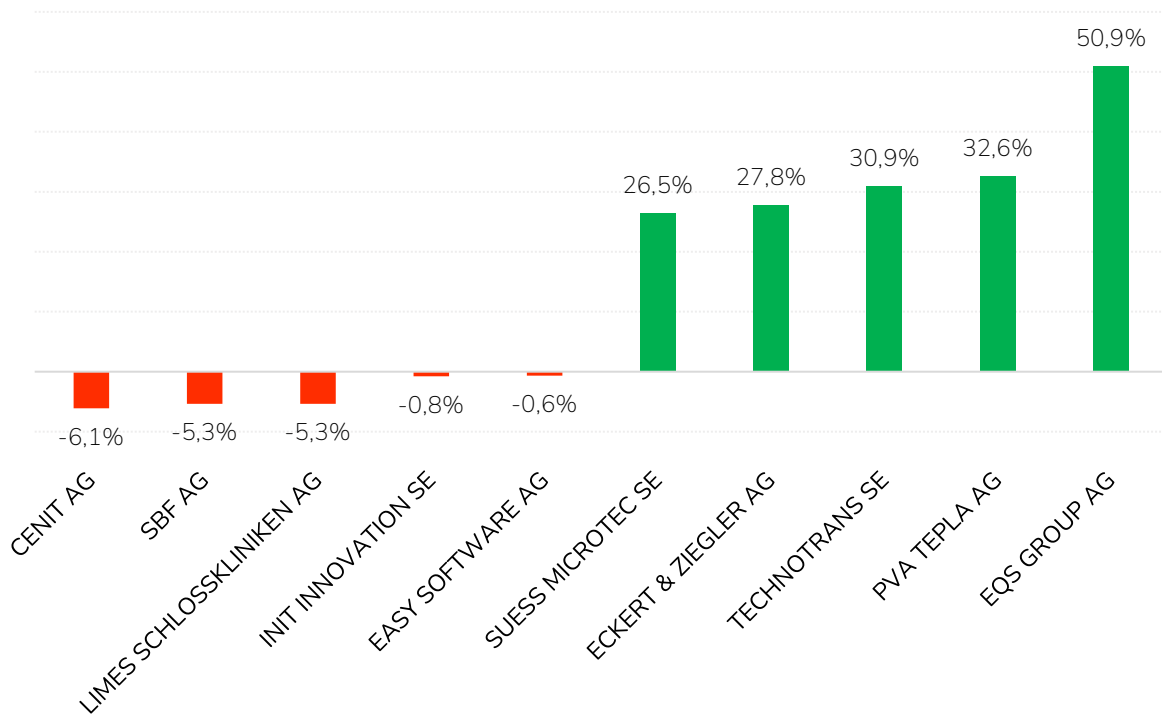
Die Aktien von Nagarro und New Work hatten wir bereits im dritten Quartal verkauft. Die Endor Aktie konnte sich aufgrund positiver Geschäftserwartungen für 2024 von den Tiefs spürbar erholen, wenngleich auf Jahressicht weiter ein deutlicher Verlust zu Buche stand. Die SBF Aktie haben wir aufgrund eines nicht den Erwartungen entsprechenden Geschäftsverlaufs seit Kauf zu Jahresbeginn vollständig verkauft. Genauere Details zu den Gewinnern und Verlierern des vierten Quartals finden Sie ab S. 11.

### Wertentwicklung Q1-Q4 2023



\*Wertentwicklungen bei Nagarro, New Work, GK Software, ecotel & EQS jeweils bezogen auf den gewichteten Verkaufskurs, Angaben inkl. Dividenden im Jahr 2023.

## Wertentwicklung Q4 2023



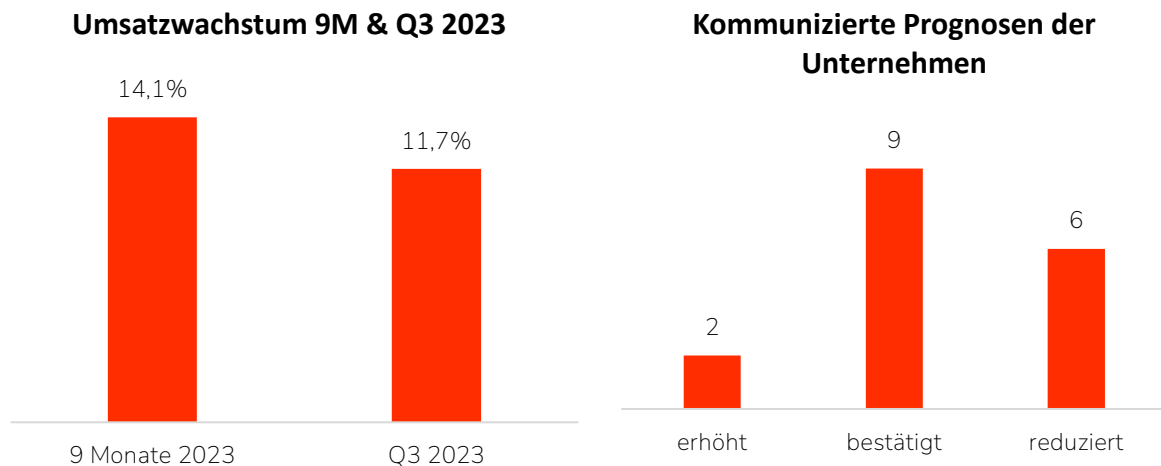
\*Wertentwicklungen bei INIT & EQS bezogen auf den gewichteten Kauf- bzw. Verkaufskurs.

### Quartalszahlen im Überblick

Der Blick auf die Resultate der ersten neun Monate 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. 20f zu sehen ist.

Das EBITDA war in Summe in den ersten drei Quartalen leicht über dem Vorjahresniveau (+0,3%). Dies ist aber unter anderem auf saisonale Effekte zurückzuführen, da vor allem IT- und Softwarefirmen aber auch Unternehmen aus dem Technologiebereich zumeist ein stärkeres zweites Halbjahr mit Schwerpunkt auf dem vierten Quartal aufweisen, die Kosten hingegen schon in der ersten Jahreshälfte aufgebaut werden. Im dritten Quartal verzeichneten die Unternehmen, die Zahlen berichtet haben, ein leichtes Plus von 2,7% 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 ausgelegt haben. Hinsichtlich der Ausblicke für das Gesamtjahr können wir feststellen, dass sich diesbezüglich zuletzt 17 Unternehmen zu

ihrer Prognose geäußert haben. Von diesen haben 2 Unternehmen – Pva Tepla sowie SNP – die Prognose erhöht. Beide gehören zu den Top-10 Werten des Fonds. 9 Unternehmen haben ihre Prognose bestätigt, 6 Firmen mussten ihre Prognose reduzieren. Unter die Top-10 entfielen dabei jedoch nur 2 Firmen – adesso sowie Allgeier. Hierbei muss jedoch auch wiederum differenziert werden. Während adesso seine Umsatzprognose bestätigt hat, wurde die Ergebnisprognose aufgrund einer zu geringen Auslastung reduziert. Bei Stemmer wurde der Umsatzausblick gesenkt, die Ergebnisprognose jedoch am unteren Rand bestätigt.



### Unternehmensmeldungen

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

| <b>Unternehmen:</b> Cenit AG  |   |
|---|---|
| <b>Branche:</b> IT / Software   |   |
| <b>Kurs per 31.12.2023:</b> 12,25 €   | <b>Marktkapitalisierung:</b> 102,5 Mio. € |
| <b>Kaufkurs (Mischkurs):</b> 13,85 €  | <b>Entwicklung seit Kauf:</b> -11,6%      |
| <u>Nachrichten</u>  |   |
| <p>Cenit konnte im dritten Quartal über eine gute Geschäftsentwicklung berichten. Der Umsatz erhöhte sich um 9,3% auf 45,84 Mio. € und war sowohl durch organisches Wachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich als auch durch in diesem Jahr getätigte Übernahmen geprägt. Für die ersten 9 Monate stand ein Umsatzanstieg von 15,1% auf 113,31 Mio. € zu Buche, welcher jedoch zusätzlich durch die im Vorjahr erfolgte Übernahme der ISR positiv beeinflusst war. Das EBIT erhöhte sich im dritten Quartal um 35,3% auf 1,98 Mio. € und in den ersten drei Quartalen um 78,1% auf 4,60 Mio. €. Dies beinhaltete jedoch zwei gegensätzliche Effekte. Einerseits ergab sich ein positiver Einmaleffekt im 9-Monatszeitraum aus dem Verkauf der japanischen Tochtergesellschaft (0,87 Mio. €) auf der anderen Seite führten erhöhte Abschreibungen auf Kaufpreiszahlungen zu einer Belastung des EBIT, wobei die negativen Effekte leicht</p> |   |

überwogen haben dürften. Die Jahresprognose mit einem Umsatzanstieg auf rund 180 Mio. € (2022: 162,15 Mio. €) sowie einem EBIT i.H.v. etwa 9,5 Mio. € (2022: 6,31 Mio. €) wurde bestätigt. Für dieses Jahr befinden sich weiterhin einige Unternehmen in der M&A-Pipeline, die im Falle einer Realisierung zu einem zweistelligen Umsatzbeitrag führen könnten. Dies ist zugleich auch notwendig, um das avisierten Umsatzziel von 300 Mio. € bis 2025 zu erreichen. Auf der anderen Seite liegt der Fokus in diesem Jahr verstärkt auf der Realisierung von Synergien sowie der Hebung von Skalierungseffekten. Dies ist ebenfalls notwendig, um die EBIT-Marge bis 2025 von derzeit 3,5% (Q1-Q3) bzw. 4,3% (Q3) auf die angestrebte Zielgröße von 8-10% zu steigern. Hierzu soll auch ein deutlicher Ausbau der Softwareumsätze beitragen, die zuletzt von einem verstärkten Wechsel von Lizenzverkäufen hin zu mehrjährigen SaaS-Verträgen gebremst wurden.

**Unternehmen:** SBF AG

**Branche:** Verkehrstechnologie

**Kurs per 31.12.2023:** 4,26 €

**Marktkapitalisierung:** 41,4 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 8,65 €

**Entwicklung seit Kauf:** -50,8%

Nachrichten

Sehr unzufriedenstellend verlief zuletzt die Geschäftsentwicklung bei SBF. Der Umsatz sank in der ersten Jahreshälfte um 4,7% auf 16,88 Mio. € während das EBITDA um 78,3% auf 0,43 Mio. € zurückging. Der Umsatz war hierbei u.a. von Projektverschiebungen auf Kundenseite geprägt. Das Ergebnis dagegen war von einem erhöhten Kostenniveau für Materialeinkauf und einem erhöhten Personalaufwand infolge aktueller Projektanläufe sowie den Projektverschiebungen seitens der Kunden belastet. Da die gestiegenen Beschaffungskosten nur teilweise über die Folgejahre zeitversetzt an die Kunden weitergegeben werden können, ergibt sich ein negativer Ergebniseffekt für die ersten 6 Monate. Weiterhin unter den Erwartungen entwickelte sich der Bereich öffentliche und industrielle Beleuchtung aufgrund einer Investitionszurückhaltung auf Kundenseite. Aufgrund der Entwicklung im ersten Halbjahr hatte das Management die Jahresprognose von >40 Mio. € auf 34-35 Mio. € (2022: 34,84 Mio. €) im Umsatz reduziert. Für das EBITDA wird nunmehr mit einem Wert von ca. 1,0 Mio. € (2022: 2,32 Mio. €) geplant, nachdem zuvor eine EBITDA-Steigerung prognostiziert wurde. Positiv war dagegen die Entwicklung beim Auftragsbestand. Dieser konnte gegenüber dem Vorjahresstichtag um 48,1% auf 42,5 Mio. € gesteigert werden. Auf der anderen Seite kam es zu Verzögerungen beim Abschluss der Übernahme der AMS Software & Elektrotechnik GmbH, welche nun erst zum 01.01.2024 vollkonsolidiert werden soll. Zusammen mit der neuen Gesellschaft soll der Umsatz 2024 dann auf über 50 Mio. € steigern und zu einer EBITDA-Marge von >5% führen. Die Marge liegt damit weiter sehr deutlich unter dem in der Vergangenheit kommunizierten Zielwert von 15,0%. Die unverändert hinter den Erwartungen zurückgebliebene Geschäftsentwicklung im neuen Bereich öffentliche und industrielle Beleuchtung sowie die damit einhergehende Ergebnisbelastung, die zusätzlich von erhöhten Kosten im Bereich Schienenfahrzeuge geprägt war und die daraus resultierende deutlich langsamer als erwartete Umsatz- und Ergebnissteigerung in den Jahren 2023ff hat zu der Entscheidung geführt, im vierten Quartal mit dem Abbau der Position zu

beginnen. Hier war das Management unseres Erachtens zu optimistisch und konnte die im Zeitpunkt des Einstiegs im Sommer 2021 in Aussicht gestellte Entwicklung bislang bei Weitem nicht realisieren. Folglich war für uns der Investment-Case nun nicht mehr intakt. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Quartalsupdates war die Aktie bereits vollständig verkauft.

### Unternehmen: INIT Innovation SE

**Branche:** IT / Software

**Kurs per 31.12.2023:** 30,50 €

**Marktkapitalisierung:** 302,0 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 30,74 €

**Entwicklung seit Kauf:** -0,8%

#### Nachrichten

Die INIT Aktie wurde im November neu in den Fonds aufgenommen. Die Firma und das Management kennen wir bereits seit mehreren Jahren und waren bereits vor Fondsaufnahme schon einmal investiert. Auf dem Eigenkapitalforum Ende November vergangenen Jahres hatten wir mit dem CEO, Gründer und Großaktionär Dr. Greschner ein Gespräch und uns im Nachgang dazu entschieden, die Aktie in den Fonds aufzunehmen. Mitte Oktober hatte INIT bekanntgegeben, dass das Board of Directors von Metropolitan Atlanta Rapid Transit Authority (MARTA) beschlossen habe, INIT den Zuschlag für die Lieferung eines elektronischen Fahrgeldmanagementsystems zu erteilen. Der initiale Auftragswert hat einen Umfang von 119 Mio. USD und kann sich im Rahmen einer Erweiterung über 10 Jahre (Lizenzen, Wartung & Support) auf 245 Mio. € erhöhen. In den kommenden 5 Jahren soll das neue automatische Tarifsystem eingeführt werden. Das Projekt steht auch im Zusammenhang mit der Fußballweltmeisterschaft 2026. Die finale Auftragsentscheidung wird für Ende 2023 bzw. Anfang 2024 erwartet. Da bislang die finale Vergabe noch nicht erfolgt ist, dürfte dies in den kommenden Wochen erfolgen. Auch bezüglich weiterer Großaufträge im dreistelligen Volumenbereich befindet sich INIT derzeit in der Ausschreibungsphase. Durch den weltweiten Ausbau des öffentlichen Nahverkehrs, der durch technische Software-Lösungen wie von INIT immer weiter digitalisiert wird, kann die Gesellschaft von dieser Entwicklung profitieren. Für 2024 und auch 2025 erachten wir zweistellige Wachstumsraten als sehr realistisch an. Zudem plant das Unternehmen die EBIT-Marge mittelfristig weiter auszubauen und in den Bereich von 15% zu steigern.

### Unternehmen: Limes Schlosskliniken AG

**Branche:** Gesundheit

**Kurs per 31.12.2023:** 284,00 €

**Marktkapitalisierung:** 83,3 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 159,59 €

**Entwicklung seit Kauf:** 78,0%

#### Nachrichten

Der Aktienkurs der Limes Schlosskliniken AG war im vierten Quartal weiterhin von den durchwachsenen Halbjahreszahlen belastet, die Anfang September veröffentlicht wurden.

Demnach konnte der Umsatz zwar um 5,6% auf 14,15 Mio. € gesteigert werden, das Ergebnis (EBITDA) war jedoch um 30,3% auf 2,88 Mio. € zurückgegangen. Dieser Rückgang ist insbesondere auf zwei Faktoren zurückzuführen. Erstens haben Sonderaufwendungen i.H.v. 0,34 Mio. € im Zusammenhang mit dem Standort Lindlar, der weiterhin noch nicht eröffnet ist, das Ergebnis belastet. Bereinigt um diesen Effekt hätte das EBITDA bei 3,22 Mio. € (-22,0%) gelegen. Zweitens war Limes mit inflationsbedingten Kostensteigerungen konfrontiert, die erst im Juni durch höhere Preise kompensiert werden konnten. Aufgrund dessen wird mit einer deutlich verbesserten Ergebnisentwicklung in der zweiten Jahreshälfte gerechnet. Im Juli hatte sich Limes mehrheitlich (51%) am Liechtensteiner Clinicum Alpinum, einer Klinik für mentale Erkrankungen wie Depressionen und Stressfolgeerkrankungen, beteiligt. Durch die Konsolidierung der Klinik soll der Umsatz der Limes Gruppe im Jahr 2023 auf ca. 40 Mio. € steigern. Darüber hinaus laufen die Vorbereitungen für die Eröffnung des Standorts am Abtsee im Berchtesgadener Land, der im Sommer 2024 eröffnet werden und dann ca. 50 Behandlungsplätze bieten soll. Im Juni 2023 hatte Limes zuvor bereits seine Beteiligung an der Schweizer Exklusivklinik um 5% auf 56% erhöht. Für die kommenden Jahre erwartet das Management, welches seit Januar nun aus zwei Personen besteht, eine Fortsetzung der positiven Geschäftsentwicklung. Konkret wird bis 2026 unter Einbeziehung der neuen Klinikstandorte am Abtsee und in Liechtenstein eine Verdopplung des Umsatzes und des operativen Ergebnisses (EBITDA) (2022: 30,05 Mio. € Umsatz & 8,65 Mio. € EBITDA) angestrebt. Getrieben wird diese Entwicklung von der zunehmenden Verbreitung psychischer Erkrankungen. Erst Ende Dezember wurde bekannt, dass gemäß Daten der Debeka, dem größten deutschen privaten Krankenversicherer, psychische Erkrankungen die Hauptursache für Berufsunfähigkeit sei.

**Unternehmen:** Easy Software AG

**Branche:** IT / Software

**Kurs per 31.12.2023:** 15,50 €

**Marktkapitalisierung:** 99,8 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 13,47 €

**Entwicklung seit Kauf:** 15,1%

Nachrichten

Der Aktienkurs von Easy Software war im vierten Quartal zwar leicht rückläufig, hatte jedoch in den Vormonaten gegen den Trend zulegen können und verzeichnet auf Jahressicht ein leichtes Plus von 4,0%. Neuigkeiten gab es vom Unternehmen dahingehend, dass nach der Übernahme durch Battery Ventures im Jahr 2020 nun die erste M&A-Transaktion unter dem neuen Management umgesetzt wurde. Demnach wurde mit der Beta Systems AG, die ebenfalls börsennotiert ist, ein Kaufvertrag zur Übernahme der PROXESS GmbH geschlossen. Das Gesamtvolumen umfasst einen Wert von 14,9 Mio. €. Gemäß den zuletzt veröffentlichten vorläufigen Zahlen von Beta Systems hat die zu übernehmende Gesellschaft im per 30.09.2023 abgeschlossenen Geschäftsjahr einen Umsatz von 10,7 Mio. € sowie ein EBITDA i.H.v. 1,3 Mio. € erzielt. Die EBITDA-Marge von 12,1% dürfte damit leicht oberhalb der für Easy Software im Jahr 2023 erwarteten EBITDA-Marge (ca. 11,0-11,5%) liegen. Laut Angaben von Easy Software würden Kunden und Partner von einem erweiterten Produktportfolio sowie einer Cloud- und KI-Strategie

aus einer Hand profitieren. Easy eröffne sich mit dem Zukauf mehr Marktanteile, neue Marktsegmente, zusätzliche Branchenexpertise sowie ein diversifiziertes Portfolio mit verstärkter Innovationskraft. Proxess hat rund 2.800 Kunden, die Großteils aus den Bereichen Einzel- und Serienfertigung, Möbeleinzelhandel, SHK-Großhandel und Logistik kommen. Aufgrund des erfolgten Delistings – ein Börsenhandel ist weiterhin über die Börse Hamburg möglich – ist der Informationsgehalt auf den Jahresbericht und die Jahreshauptversammlung begrenzt. Auf dieser waren wir Anfang Juli und hatten dort zahlreiche Fragen zur Geschäftsentwicklung gestellt. Positiv war für uns dabei, dass in den ersten 5 Monaten der Cloud-Umsatz um 20% gegenüber dem Vorjahreszeitraum gesteigert werden und ein EBITDA von 2,4 Mio. € erzielt werden konnte. Aufgrund der Tatsache, dass der Großaktionär lediglich 78,38% der Anteile hält und damit weiterhin kein Squeeze-out Verfahren möglich ist (>90% notwendig), ist die Aktie für uns eine strategische Position, um zukünftig gegebenenfalls einen höheren Verkaufspreis erzielen zu können. Operativ befindet sich Easy derzeit auf einem guten Weg, der nun durch die Proxess Übernahme wie geplant auch anorganisch verstärkt wird.

**Unternehmen:** Süss Microtec SE

**Branche:** Halbleiter

**Kurs per 31.12.2023:** 27,70 €

**Marktkapitalisierung:** 529,6 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 17,45 €

**Entwicklung seit Kauf:** 58,7%

Nachrichten

Der Aktienkurs von Süss Microtec verzeichnete im vierten Quartal eine regelrechte Achterbahnfahrt. Nachdem das Unternehmen Ende Oktober die Umsatz- und Ergebnisprognose aufgrund von Verzögerungen in der Ausfuhrgenehmigung nach China senken musste, führte der Verkauf des nicht strategischen Geschäftsbereichs Mikrooptiks zu einem deutlichen Stimmungsumschwung bei Aktionären. Von den Verzögerungen bei den Ausfuhrgenehmigungen nach China sind aber auch andere Unternehmen wie beispielsweise Trumpf betroffen, wengleich sich dies laut Medienberichten Mitte Dezember entspannt habe. Demnach hätten der Zoll und das Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) ihre Prüfungsverfahren bei Genehmigungen für Lieferungen von Maschinentechologie nach China deutlich ausgeweitet, weshalb es zu Verzögerungen in der Umsatzrealisierung bei Süss Microtec kam. Im dritten Quartal konnte Süss zwar seinen Umsatz im fortgeführten Geschäft um 13,0% auf 69,98 Mio. € steigern, verzeichnete allerdings einen deutlichen EBIT-Rückgang von 76,9% auf 1,26 Mio. € aufgrund der bereits produzierten, aber noch nicht ausgelieferten Anlagen. Für die ersten 9 Monate ergab sich ein Umsatzanstieg von 21,8% auf 202,34 Mio. € sowie eine EBIT-Steigerung von 45,1% auf 12,80 Mio. €. Der untere Umsatzkorridor für die Prognose wurde aufgrund der Auslieferungsverzögerungen um 20 Mio. € auf 300 Mio. € reduziert. Der obere Prognoserand blieb mit 340 Mio. € unverändert. Die Prognose für die EBIT-Marge wurde dagegen deutlich von 9-11% auf 4-8% reduziert. Dies war darüber hinaus auch darauf zurückzuführen, dass der Bereich Mikrooptiks, welcher sich bereits in der ersten Jahreshälfte sehr schwach entwickelt und Verluste erzielt hatte, nicht wesentlich verbessern konnte. Erfreulicherweise konnte das Unternehmen dann jedoch Anfang

November bekanntgeben, dass eine Vereinbarung zum Verkauf dieses Geschäftsbereichs mit einem chinesischen Käufer geschlossen werden konnte. Das Transaktionsvolumen belaufe sich auf 75,5 Mio. € und beinhalte die Übernahme aller Anteile an der Tochtergesellschaft sowie die Ablöse der Finanzschulden. Mögliche Probleme bei der Genehmigung des Verkaufs sieht das Management jedoch nicht, da die zu verkaufende Tochtergesellschaft ein Schweizer Unternehmen ist. Damit fokussiert sich Süss Microtec zukünftig vollständig auf seine Stärken als Zulieferer der Halbleiterbranche. Der Auftragseingang entwickelte sich auf einem weiterhin sehr hohen Niveau ordentlich. Zwar war der Auftragseingang im dritten Quartal für das fortgeführte Geschäft um 21,1% auf 103,00 Mio. € rückläufig, wenngleich die Book-to-Bill ratio mit 1,47 deutlich >1 lag. Für die ersten drei Quartale ergab sich ein Rückgang des Auftragseingangs des fortgeführten Geschäfts von 18,6% auf 281,20 Mio. € und mit 1,39 ebenfalls ein B-2-B klar >1, welches damit auf weiteres zweistelliges Wachstum hindeutet. Der Auftragsbestand erhöhte sich folglich um 14,2% auf 414,70 Mio. € und umfasst bereits ein höheres Volumen als der für das Jahr 2025 – auch unter Berücksichtigung des Mikrooptik Verkaufs – angestrebte Umsatz. Positiv war auch der Fakt, dass bis Ende Oktober Auftragseingänge im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz von ~100 Mio. € erhalten werden konnten. Diese werden ab dem kommenden Jahr vom Standort in Taiwan, der derzeit deutlich ausgebaut wird, ausgeliefert, sodass auch für 2024 ein weiteres Wachstum zu erwarten ist.

**Unternehmen:** Eckert & Ziegler AG

**Branche:** Medizintechnik

**Kurs per 31.12.2023:** 41,30 €

**Marktkapitalisierung:** 859,5 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 41,09 €

**Entwicklung seit Kauf:** 0,5%

Nachrichten

Der Aktienkurs von Eckert & Ziegler hat sich im dritten Quartal von den Tiefs erholen können und notiert nun wieder auf dem Niveau von Ende März / Anfang April, als die Aktie mit einem zweistelligen Verlust auf die Jahresprognose reagierte. Dies war für uns seinerzeit die Gelegenheit, bei Eckert & Ziegler einzusteigen. Nach dem ersten Halbjahr dürfte es zudem gewisse Bedenken hinsichtlich der Erreichbarkeit der Jahresprognose gegeben haben, die ebenfalls zu einer Schwäche in der Aktie geführt hatten. Mit den veröffentlichten Q3-Zahlen konnte das Management diese Sorgen jedoch zu Nichte machen. Demnach erhöhte sich der Umsatz im dritten Quartal um 13,0% auf 65,91 Mio. €, sodass für die ersten 9 Monate ein Umsatzanstieg von 10,9% auf 183,88 Mio. € resultierte. Insbesondere der strategisch wichtige Bereich Radiopharmazeutika konnte den Umsatz um 26,5% auf 66,1 Mio. € steigern und belief sich somit bereits auf 35,9% vom Konzernumsatz. Das Nettoergebnis konnte im dritten Quartal deutlich um 29,9% auf 9,38 Mio. € gesteigert werden, infolgedessen sich der Rückgang im Nettoergebnis für die ersten drei Quartale auf 6,4% (20,29 Mio. €) reduzierte. Folglich wurde die Jahresprognose mit einem Nettoergebnis von 25 Mio. € (2022: 29,28 Mio. €) sowie einem Umsatz von 230 Mio. € (2022: 222,26 Mio. €) bestätigt. Darüber hinaus konnte Eckert & Ziegler weitere strategische Fortschritte bekanntgeben. So wurde mit POINT Biopharma ein Liefervertrag



für Lutetium-177 mit einem Volumen von >100 Mio. € und einer Laufzeit von 10 Jahren vereinbart. Darüber hinaus wurden weitere Liefer- und Reservierungsvereinbarungen mit Ablaze Pharmaceuticals (Lu-177) sowie PharmaLogic (Ac-225) geschlossen. Des Weiteren wurde in China mit einem lokalen Partner ein Joint-Venture zur Herstellung und der Vermarktung von Radioisotopen für die Krebsdiagnostik und -therapie gegründet. Schließlich haben Vorstand und Aufsichtsrat beschlossen, die Tochtergesellschaft Pentixapharm abzuspalten und entweder zusammen mit einer Kapitalerhöhung an die Börse zu bringen oder an einen Finanzpartner zu verkaufen. Gerade in den USA waren zuletzt wieder verstärkte M&A-Transaktionen im Biotech-Umfeld zu beobachten. Pentixapharm hat hierbei sowohl eine Pipeline im onkologischen (z.B. Lymphdrüsenkrebs) als auch nicht onkologischen (z.B. Bluthochdruck) Bereich. Ein finaler Beschluss soll im ersten Quartal dieses Jahres erfolgen. Dies wird einerseits durch die Ergebnisbelastung von Pentixapharm das Ergebnis von Eckert & Ziegler verbessern, andererseits positioniert sich Eckert & Ziegler klar als Lieferant im Bereich Radioisotope. Dies ist sowohl ein positiver Aspekt für Investoren als auch für Kunden von Eckert & Ziegler.

**Unternehmen:** Technotrans SE

**Branche:** Technologie

**Kurs per 31.12.2023:** 21,80 €

**Marktkapitalisierung:** 150,6 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 27,28 €

**Entwicklung seit Kauf:** -20,1%

Nachrichten

Nach der Gewinnwarnung im August konnte Technotrans mit einem guten dritten Quartal sowie einem lange erwarteten Großauftrag in einem neuen Geschäftsbereich verlorenes Anlegervertrauen zurückgewinnen. Im dritten Quartal erhöhte sich der Umsatz um 6,1% auf 66,80 Mio. €, sodass nach 9 Monaten ein Umsatzanstieg von 12,7% auf 199,26 Mio. € zu Buche stand. Wachstumstreiber waren weiterhin die Bereiche Energy Management (+87%), Laser & Machine Tools (+13%), Print (+12%) sowie Plastics (+8%). Der Bereich Healthcare & Analytics war aufgrund einer Konsolidierung der Kundenbestände im zweiten Quartal um 21% unter Vorjahr im Umsatz. Nach einem Ergebnisrückgang von 23,5% im zweiten Quartal verlief das EBIT im dritten Quartal mit 4,16 Mio. € (-1,5%) auf Vorjahresniveau. Für die ersten drei Quartale ergab sich ein leicht niedrigeres EBIT von 10,06 Mio. € (-3,5%). Die EBIT-Marge erhöhte sich im dritten Quartal wieder deutlich auf 6,2%, nachdem sie im zweiten Quartal auf 3,7% gefallen war. Für die ersten drei Quartale lag die EBIT-Marge damit bei 5,1%. Insbesondere in der ersten Jahreshälfte waren Sonder- und Einmalbelastungen angefallen, die sich im dritten Quartal nicht wiederholten. Zudem wurden zu Beginn der zweiten Jahreshälfte Preiserhöhungen umgesetzt. Die angepasste Umsatz- und Ergebnisprognose wurde folglich bestätigt. Im Umsatz wird weiterhin der obere Bereich der Spanne von 255-265 Mio. € erwartet und bei der EBIT-Marge ein Wert von 5,0-6,0%. Zudem wurde die Mittelfristprognose für 2025, die einen Umsatz von 265-285 Mio. € sowie eine EBIT-Marge von 9,0-12,0% vorsieht, bestätigt. Dies sei auch von einem umfassenden Strategie Review mit einer Beratungsgesellschaft untermauert worden. Ende November konnte dann ein Großauftrag über die Serienfertigung energieeffizienter Kühlsysteme für Hochleistungsserver (HPC-Server) von einem

amerikanischen Kunden erhalten werden. Der Auftrag mit einem Volumen im einstelligen Mio. € Bereich soll dabei der Einstieg in diesen stark wachsenden Markt und der Beginn einer langfristigen Kooperation mit perspektivisch steigendem Auftragsvolumen sein. Die Technotrans Systeme sind dabei sowohl für den Einsatz in neu gebauten Datenzentren als auch zur Nachrüstung in bestehenden Serverparks geeignet.

**Unternehmen:** Pva Tepla AG

**Branche:** Halbleiter

**Kurs per 31.12.2023:** 20,40 €

**Marktkapitalisierung:** 443,7 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 19,21 €

**Entwicklung seit Kauf:** 6,2%

Nachrichten

Sehr deutlich erholen konnte sich der Aktienkurs der Pva Tepla AG im vierten Quartal, nachdem sich dieser seit der Umplatzierung des Großaktionärs Anfang März 2023 im Abwärtstrend befand. Auslöser des Turnarounds waren dabei die Q3-Zahlen. Der Umsatz stieg im dritten Quartal um 26,7% auf 64,47 Mio. € und dadurch in den ersten 9 Monaten um 46,0% auf 191,16 Mio. €. Angetrieben wurde das Wachstum dabei sowohl vom Halbleiter- als auch vom Industriebereich. Noch deutlich positiver entwickelte sich das operative Ergebnis (EBITDA), welches im dritten Quartal um 66,4% auf 11,72 Mio. € stieg und nach 9 Monaten um 76,3% auf 29,15 Mio. €. Folglich hat das Management seine Prognose für 2023 beim Umsatz (240-260 Mio. €) und EBITDA (36-40 Mio. €) am oberen Ende bestätigt. Nach einem saisonal schwächeren zweiten Quartal im Auftragseingang (43,21 Mio. €) erhöhte sich dieser im dritten Quartal wieder deutlich auf 72,66 Mio. €, wenngleich dies 14,5% unter dem sehr starken Vorjahreswert lag. Für die ersten drei Quartale stand ein Auftragseingang von 177,61 Mio. € (-7,2%) zu Buche. Der Auftragsbestand war zwar mit 13,6% stärker rückläufig, beläuft sich mit 297,32 Mio. € aber weiterhin auf mehr als einen ganzen Jahresumsatz. Im Februar dieses Jahres wird Pva seine vorläufigen Zahlen für 2023 veröffentlichen und plant dann nicht nur einen Ausblick für 2024 bekanntzugeben, sondern auch einen neuen Mittelfristausblick. Im Mai soll dann ein Kapitalmarkttag am Hauptstandort stattfinden. Viele Marktteilnehmer scheinen nach wie vor skeptisch bezüglich der weiteren Wachstumsperspektiven, gerade über 2024 hinaus, zu sein. Die CEO hat jedoch in verschiedenen Gesprächen und auch den letzten Conference Calls betont, dass sie für das weitere Wachstum der Gesellschaft positiv gestimmt sei. Wir erwarten daher eine vielversprechende Mittelfristprognose im Februar, die weitere Kursimpulse liefern sollte. Der größte Kunde im Bereich Kristallzuchtanlagen, Siltronic, hat bereits im Dezember für den relevanten Bereich der 300mm Chips ein Wachstum von 6,0% p.a. bis 2028 sowie weitere Kapazitätserweiterungen im Rahmen der Marktnachfrage in Aussicht gestellt. Hiervon würde Pva u.a. entsprechend profitieren. Der globale Halbleitermarkt soll nach Schätzungen von IDC 2024 um rund 20% wachsen, nachdem im vergangenen Jahr eine Konsolidierung (-12%) stattgefunden hat. Von diesem positiven Sentiment sollte Pva ebenfalls profitieren können.

**Unternehmen:** EQS Group AG

**Branche:** IT / Software

**Verkaufskurs:** 40,00 €

**Marktkapitalisierung:** 401,0 Mio. €

**Kaufkurs (Mischkurs):** 32,06 €

**Entwicklung seit Kauf:** 24,8%

#### Nachrichten

Eines der Highlights im vierten Quartal war Mitte November das Übernahmeangebot für die EQS durch Thoma Bravo, einem der weltweit größten Softwareinvestoren. Demnach bietet der Private Equity Investor allen Aktionären einen Preis von 40,00€ je Aktie und zeichnet gleichzeitig eine Kapitalerhöhung im Umfang von 10% zu ebenfalls diesem Kurs. Im Rahmen dessen hat sich Thoma Bravo bereits durch Investorenvereinbarungen rund 60% der Aktien gesichert. Darüber hinaus wurde mit dem Gründer, zweitgrößten Aktionär und CEO Achim Weick vereinbart, dass dieser einen Teil seiner EQS-Beteiligung in die neue Holdingstruktur reinvestiert.

Zuvor hatte EQS gute Q3-Zahlen veröffentlicht. Der Umsatz im fortgeführten Geschäft stieg in den ersten 9 Monaten um 14,9% auf 50,61 Mio. € (Q3: +13,7% auf 16,88 Mio. €), während sich das operative Ergebnis (EBITDA) sehr deutlich um 111,5% auf 5,79 Mio. € respektive 48,8% auf 2,32 Mio. € erhöht hat. Deutlich beschleunigt hatte sich im dritten Quartal die Neukundengewinnung, angetrieben durch den Gesetzbeschluss in Deutschland und weiteren EU-Ländern zur Umsetzung des Hinweisgeberschutzgesetzes. Demnach konnten in den ersten 9 Monaten 1.395 (+98,7%) neue Kunden gewonnen werden und im dritten Quartal 665 (+170,3%). Der neu hinzugewonnene, jährliche Umsatz (Neu-ARR) stieg in den ersten drei Quartalen um 36,8% auf 7,58 Mio. € und im dritten Quartal um 50,3% auf 2,99 Mio. €. Der Free Cashflow war mit 4,56 Mio. € (Vj. 0,49 Mio. €) ebenfalls sehr deutlich über Vorjahr.

Das Übernahmeangebot wurde zum Anlass genutzt, die Gewinne in der Position zu realisieren und die Aktie vollständig zu verkaufen.

## Aktuelle Bewertung

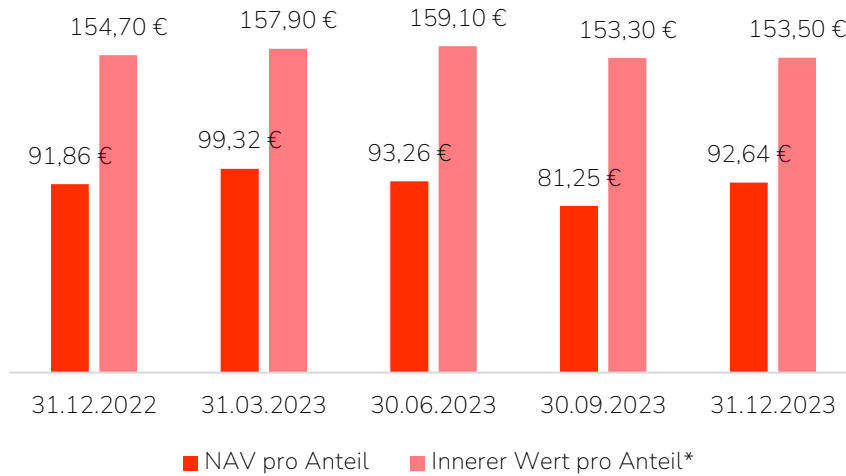
Nachfolgend zeigen wir, wo der aus unserer Sicht derzeit faire innere Wert der Unternehmen im Fonds liegt. Dieser basiert auf den von uns ermittelten fairen Werten für jedes Unternehmen im Verhältnis zur Gewichtung am jeweiligen Stichtag und unter Berücksichtigung der Liquiditätsquote. Fondskosten sind in dieser Kalkulation unberücksichtigt, weshalb dieser Wert ausschließlich als Indikation dienen soll. Es zeigt sich, dass sich der Wert im Vergleich zum 31.12.2022 und Vorquartal nicht wesentlich verändert hat und unverändert sehr deutlich oberhalb des aktuellen Fondspreises liegt. Im Vergleich zum NAV pro Anteil liegt dieser 65,7% höher. Dies macht deutlich, dass die fundamentalen Bewertungen trotz der sehr positiven Aktienkursentwicklungen im vierten Quartal unverändert deutliches Potenzial aufweisen und attraktive Chancen bieten. Im Vergleich zum 30.09.2023 stehen einem positiven Effekt aus dem EQS-Verkauf nochmals leicht erhöhte Zinssätze in den DCF-Modellen sowie die höhere Liquiditätsquote entgegen.

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 diesem Jahr 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 wesentlicher Treiber bleibt aus unserer Sicht dabei weiterhin eine Senkung des Leitzinses.

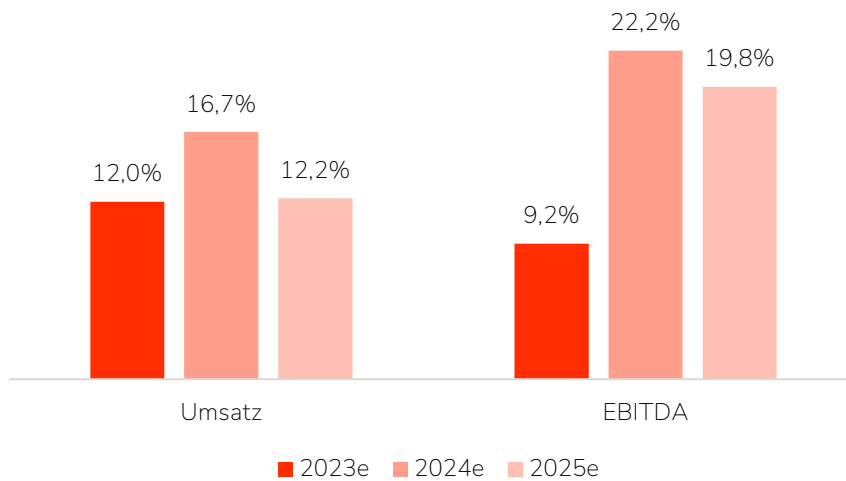
Nachfolgend finden Sie die wichtigsten Kennzahlen zu den im Fonds enthaltenen Unternehmen.

| <b>Kennzahl</b>                       | <b>Mittelwert</b> | <b>Median</b> |
|---------------------------------------|-------------------|---------------|
| Umsatzwachstum 24e                    | 16,7%             | 18,2%         |
| EBITDA-Wachstum 24e                   | 22,2%             | 28,4%         |
| EBITDA-Marge 24e                      | 13,8%             | 13,6%         |
| EBIT-Marge 24e                        | 10,0%             | 9,6%          |
| EV / EBITDA 24e                       | 7,9               | 7,9           |
| Return on Capital Employed (ROCE) 24e | 61,9%             | 47,9%         |
| Eigenkapitalrendite (ROE) 24e         | 19,5%             | 16,1%         |
| Nettoverschuldung / EBITDA LTM        | 0,7               | 0,8           |
| Free Cashflow Rendite 24e             | 4,6%              | 4,7%          |

Quelle: Schätzungen & Erwartungen Tigris Capital GmbH, Daten per 09.01.2024

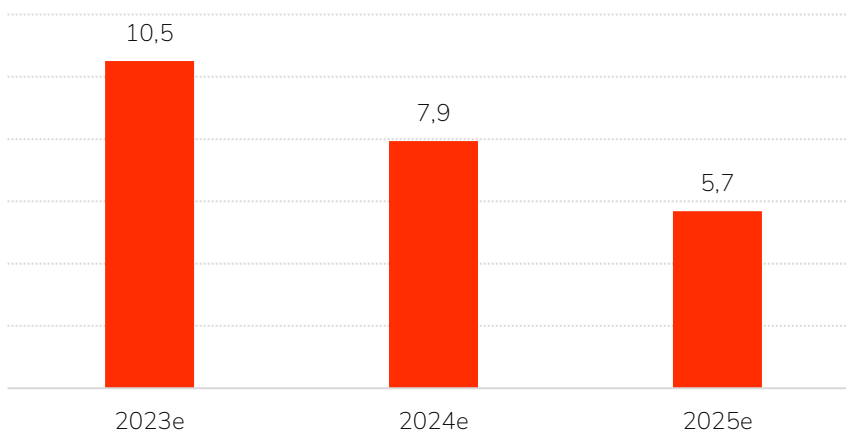


\*Innerer Wert definiert als gewichteter kumulierter Wert des Kurspotenzials der Einzelwerte auf Basis eigener Bewertungsmodelle, Wert berücksichtigt keine zukünftigen Fondsgebühren



Quelle: Schätzungen & Erwartungen Tigris Capital GmbH, Daten per 09.01.2024

### EV / EBITDA



Quelle: Schätzungen & Erwartungen Tigris Capital GmbH, Daten per 09.01.2024

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

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'L. Spang', written in a cursive style.

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 Anlageberatung und Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpIG) erbringen wir als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 3 Abs. 2 WpIG ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg (NFS). Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG. Unsere Tätigkeit bei der Anlageberatung und Anlagevermittlung wird der NFS zugerechnet.

Dies ist eine Marketingmitteilung. Sie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Bitte lesen Sie vor einer Anlageentscheidung die verbindlichen Verkaufsdokumente, die Ihnen Ihr Berater oder der jeweilige Emittent auf Anfrage zur Verfügung stellt.

Frühere Wertentwicklungen lassen nicht auf zukünftige Renditen schließen. Wertpapiergeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken, insbesondere dem Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals, behaftet.

Diese Marketingmitteilung unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben.

Herausgeber: Tigris Capital GmbH, Oskar-von-Miller-Ring 20, 80333 München

Datum: 10. Januar 2024.