

DER FONDS ANALYST

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds
Eine Publikation der Greiff Research Institut GmbH

Nr. 4 vom 3. Februar 2025

Erscheinungsweise: 14-tägig

25. Jahrgang

Liebe Leserinnen und Leser,

Experten sehen ein besseres Umfeld für Europas und Deutschlands „Zwerge“.

Länger schon laufen die Small-Caps den Large-Caps in Sachen Performance hinterher, diese sogenannte Small-Cap-Prämie ist seit geraumer Zeit nicht mehr spürbar. Doch dies könnte sich jetzt ändern. Denn an der Zinsfront ist durch die letzten Zinssenkungen eine Entspannung eingetreten, und weitere Zinssenkungen werden erwartet. Dies, eine rückläufige Inflation und die nach wie vor sehr attraktiven Bewertungen sprechen für die kleinen Unternehmen, die nun die Aufholjagd beginnen könnten. Davon profitieren könnte der **Tigris Small & Micro Cap Growth Fund**.

Der Verantwortliche

Lukas Spang heißt der Gründer der Tigris Capital GmbH. Mit seinem Master in Business Management und seiner Erfahrung in der Branche ist er ein Experte für Nebenwerte, insbesondere aus der DACH-Region. Seit etwas mehr als 10 Jahren analysiert er Small- und Micro-Cap-Unternehmen. Praktische Erfahrungen sammelte er bei einem Investmenthaus sowie einer Privatbank. Zudem war er mehr als sieben Jahre für ein erfolgreiches investierbares Wikifolio-Zertifikat verantwortlich. Wir haben uns im Rahmen der Fondsanalyse mit ihm in Verbindung gesetzt und ihn unter anderem folgendes gefragt: Sehr viele Experten wie Sie glauben daran, dass nun bald die Zeit der Small-Caps anbricht. Ist das nach Jahren der Underperformance der kleinen Unternehmen vs. Large-Caps sinngemäß wie „die Hoffnung stirbt zuletzt“, oder was stimmt Sie positiv, dass der Knoten endlich bald platzt?

Dazu Lukas Spang:

„Am Ende kann dies natürlich niemand mit Gewissheit sagen. Aber die Fakten sprechen zunehmend dafür, dass die Trendwende nicht mehr weit ist. Wenn man sich die Bewertungen für das Kurs-Gewinn-Verhältnis des DAX gegenüber dem SDAX für das kommende Jahr seit 2010 anschaut, so sieht man, dass die Bewertung des SDAX nun spürbar unter dem Durchschnittswert liegt. Außerdem zeigt sich, dass der DAX weitgehend auf dem Durchschnitt seit 2010 notiert, während der SDAX klar unter seinem Durchschnittswert notiert. Dies zeigt sich auch mit Blick auf unser Portfolio seit 2017 bei der Kennzahl Enterprise Value / EBITDA. In Summe dürften die folgenden Punkte dieses Jahr entscheidend für Small Caps sein:

- Die Unternehmen entwickeln sich operativ weiterhin positiv, während die Bewertung historisch niedrig ist – m.E. kein dauerhafter Zustand.
- Die M&A-Aktivitäten sind in den letzten Monaten gestiegen und KPMG hat eine Umfrage zum M&A-Markt in Deutschland gemacht, die für 2025 weiter steigende Aktivitäten ergeben hat. Strategen & PE-Gesellschaften nutzen die aktuellen Kursniveaus.
- Die Bewertungen, die auf Mehrjahrestief sind.
- Die Geopolitik. In Israel scheint nun eine Lösung gefunden worden zu sein. Gelingt das auch für den Ukraine-Konflikt, wäre das sehr positiv für Europa
- Das Wirtschaftswachstum in Deutschland – wichtig ist nun eine neue Bundesregierung, die wieder eine wirtschaftsfreundlichere Politik verfolgt, sodass Deutschland zurück auf den Wachstumspfad gerät. Dann würden auch wieder ausländische Investoren in deutsche Small Caps investieren.
- Die Geldpolitik – weiter sinkende Notenbankzinsen sollten ein positiver Katalysator für Small Caps sein.“

Der Charakter kleinerer Unternehmen

Ganz oft findet Spang kleine Firmen, die in ihrer Nische Marktführer sind und über entsprechend hohes Wachstumspotenzial verfügen. Auch dass viele der Unternehmen noch eigentümergeführt sind, macht die Anlageklasse interessant, da die Gründer zumeist eine langfristige orientierte Strategie verfolgen. Und da kleine Unternehmen auf dem Radar von Analysten nicht so häufig auftauchen, können außerdem gewisse Informationseffizienzen genutzt werden. Aufgrund der niedrigen Kursniveaus sind Small- und Micro-Caps auch beliebte Übernahmeziele für Private Equity und Finanzinvestoren. Damit kann der faire Wert der Unternehmen zum Teil durch Übernahmen erreicht werden.

Ein Überblick

STRATEGIE

Unternehmen:

- Fokus auf **wachstumsstarke Marktführer**
- **Bis 1.0 Mrd. EUR** Marktkapitalisierung (Small & Micro Caps)

Region:

- Fokussierung auf **D-A-CH** Region

METHODE

Auswahl der Werte:

- Fokussiert
- Qualitativ
- Quantitativ
- Bottom-up Ansatz

Bewertungsmethoden:

- **Eigene Prognosen** mit Bewertungsmodellen
- **Laufender persönlicher Kontakt** zu Vorstand & Investor Relations der Unternehmen

Quelle: Tigris Capital

Small- & Micro-Caps aus der DACH-Region

Genau auf diese Assetklasse setzt der **Tigris Small & Micro Cap Growth Fund**. Der Fokus liegt auf wachstumsstarken Marktführern bis zu einer Marktkapitalisierung von 1 Mrd. Euro. Diese sollen überproportionale Wachstumschancen bieten, wobei die Konzentration auf einem strukturellen und von der Konjunktur unabhängigen Wachstum liegt. Bezüglich der Sektoren gibt es keine Favoriten, Biotechnologie wird jedoch unter anderem aufgrund fehlender Expertise ausgeschlossen. Das Anlageuniversum besteht aus etwas mehr als 800 Unternehmen.

Ideengenerierung

Da der Fondsberater Lukas Spang bereits seit mehr als zehn Jahren in diesem Marktsegment aktiv ist, kennt er einen Großteil der Unternehmen. Seine Investmentideen zieht er aus den täglichen News, die über die Unternehmen hereinkommen. Unternehmensberichte, Konferenzen, eigene Recherchen, Gespräche mit den Unternehmen und sein Netzwerk sorgen ebenfalls dafür, Opportunitäten zu erkennen. Wie identifiziert Spang geeignete Portfolio-Kandidaten?

Qualitative und quantitative Analysen

Diese erfolgen auf Basis von Bilanzen, Konferenzen, Berichten sowie der eigenen Datenbank für Small- und Micro-Caps, bevor man dann noch tiefer in die Analyse eintaucht: Hier werden hauseigene Modelle und Schätzungen genutzt sowie ein Fragenkatalog an den Vorstand entworfen. Unter anderem gibt es ein eigenes DCF-Modell, das hier Anwendung findet, und es werden Geschäfts-, Markt- und Wettbewerbsanalysen durchgeführt. Darüber hinaus wird generell sehr viel Wert auf direkten Kontakt zu den Unternehmen gelegt; so finden beispielsweise regelmäßig Meetings mit Mitgliedern des Vorstands statt. Zudem spricht man mit Kunden der Unternehmen, mit Wettbewerbern, Investoren oder auch anderen Analysten (soweit dies möglich ist).

Die Kaufentscheidung

Ob eine Position bei Kauf hoch gewichtet oder in mehreren Tranchen aufgebaut wird, hängt von der Liquidität und der Situation ab. Weist eine Aktie eine niedrige Liquidität aus, dauert es in aller Regel eine gewisse Zeit, bis die gewünschten Stücke eingesammelt sind. Bei einer liquidierten Aktie kann es auch mal ganz schnell gehen, wenn die Überzeugung da ist, kurzfristig die Position voll aufzubauen. Ein weiterer Punkt ist das Sentiment. Ist dieses eher schwach, wird normalerweise sukzessive aufgebaut. Ist davon auszugehen, dass die Aktie davor ist zu steigen, wird progressiver aufgebaut. Damit ein Titel überhaupt gekauft wird, muss das mögliche Kurspotenzial bei mindestens 50 % liegen. Und wenn man sich das aktuelle Potenzial anschaut, bekommt man ein besseres Gefühl für die aktuellen Bewertungen: Sollten sich die Kurse aller derzeit 19 allokierten Positionen zu ihrem fairen Wert bewegen, so entspräche dies einem Kurspotenzial von etwa 85 %.

Die Verkaufsentscheidung

Im positiven Fall wird ein Titel reduziert, wenn das eigene Kursziel nur noch 10 % Potenzial aufweist. Parallel dazu werden dann noch einmal alle Annahmen überprüft und nachgeschaut, ob in den nächsten 4 Wochen positive Kurskatalysatoren zu erwarten sind. In steigende Kurse wird dann sukzessive verkauft und die Position abgebaut, soweit dem nichts entgegensteht bis auf null Prozent. Im negativen Fall hängt ein Verkauf immer von der operativen Entwicklung ab: Ist der Investment-Case noch der gleiche wie zum Zeitpunkt des Kaufs? Haben sich die Annahmen verändert beziehungsweise verschlechtert und führen

zu sie einer geringeren fairen Bewertung, wodurch das Potenzial sinkt? Wenn diese Fragen jeweils mit „ja“ beantwortet werden und das Unternehmen in diesem Zusammenhang seit dem Kauf auch bereits operativ enttäuscht hat, wird der Titel verkauft.

Das Risikomanagement

Nicht nur, aber insbesondere im Bereich der Small- und Micro-Caps ist ein funktionierendes Risikomanagement unerlässlich. Im Falle des **Tigris Small & Micro Cap Growth Fund** beginnt es beim Liquiditätsmanagement: In der Regel wird immer ein gewisser Puffer (knapp 8 % per Ende 2024) gelassen, um handlungsfähig zu bleiben, sprich mögliche Anteilsrückgaben bedienen zu können. Zudem ist ein enges Monitoring der Unternehmen (regelmäßige Updates mit dem Management) wichtig, um mögliche Veränderungen frühzeitig zu erkennen und darauf reagieren zu können. Bei der Gewichtung der einzelnen Positionen schaut man, dass das Portfolio aus einer gesunden Mischung aus liquiden und weniger liquiden Werten zusammengesetzt ist. Konkret bedeutet dies, in Summe keine zu hohe Gewichtung von illiquiden Werten einzugehen (zum Beispiel in den Top 5 nicht nur illiquide Werte) sowie bei den Gewichtungen grundsätzlich die Liquidität der Titel zu berücksichtigen.

Die Peergroup

Was man mit Blick auf etwaige Chartvergleiche wissen sollte: Der **Tigris Small & Micro Cap Growth Fund** wird in der Peergroup „Small & Mid Cap Europa“ geführt, was nicht wirklich der Portfoliostruktur entspricht: Zum einen kommen etwa 90 % der Portfoliotitel aus Deutschland, und zum anderen liegt die gewichtete Marktkapitalisierung der Portfolio-Unternehmen bei rund 315 Millionen Euro. Der Anteil der sogenannten Micro-Caps (<100 Millionen Euro) betrug per Ende November 2024 knapp 23 %, circa 70 % waren in Small-Caps und rund 7 % in der Kasse investiert. Diese Zahlen sind keine Ausnahme, sondern historisch betrachtet eher die Regel. Daher hinkt der Vergleich mit der Peergroup etwas.

Die Herausforderungen

Seit Auflage des Fonds musste Spang den Fonds in einem überaus schwierigen Marktumfeld für den europäischen Small-Cap-Sektor manövrieren. Was hat im Fonds funktioniert und was nicht? Dazu der Fondsberater: „Die Antwort ist vielschichtig. Anfangs, bis Ende 2021, funktionierten IT- und Technologie-Werte sehr gut. Diese Unternehmen konnten gut wachsen, ihre Margen

Tigris Small & Micro Cap Growth Fund	
WKN	A2QDSH
Auflagedatum	03.05.2021
Fondsvolumen	5,65 Mio. Euro (31.12.2024)
Verantwortlich	Tigris Capital
Peergroup	Aktien Europa Nebenwerte
Kontakt	https://tigris-capital.de/

steigern, und die Kurse konnten bis Ende 21 eigentlich nur eine Richtung. Die meisten Small-Caps aus diesem Bereich haben da auch ihre All-time-Highs. Seitdem funktionieren diese Bereiche,

die ja einen sehr wesentlichen Teil in der Fonds-Gewichtung ausmachen, nicht mehr so gut, obwohl laut Marktstudien von Gartner und Bitkom die Wachstumsraten in diesen Märkten weiterhin sehr gut sind. Was gut funktioniert hat, aber das ist natürlich nicht planbar, ist das Thema Übernahmen. Mit in Summe 8 Übernahmeangeboten seit Fondsaufgabe konnte diese Komponente 13,2 % zur Fonds-Performance beitragen.

Ansonsten sehen wir seit Anfang 2022 nur Einzelthemen, die mal gut funktionieren, oder weniger gut. Es hat sich seit Anfang

2022 gezeigt, nur wenn die Zahlen und Ausblicke richtig gut sind, sind auch die Kurse über einen längeren Zeitraum als ein paar Tage gestiegen. Zahlen die ‚okay‘ waren, haben oftmals nicht ausgereicht.“

Das Portfolio

Unter den Top Ten per Ende 2024 tauchen Namen auf wie beispielsweise Eckert + Ziegler, Adesso, Limes Schlossklinik, Konton, Exasol, Init Innovation oder auch All For One Group. Technologie war mit knapp 58 % der mit Abstand am höchsten gewichtete Sektor, gefolgt von Industrie mit rund 8 %, Gesundheitswesen und Telekommunikation mit jeweils circa 6,5 %. Bei den Regionen war Deutschland per 31.12.2024 mit rund 83 % am stärksten vertreten. Findet der Fondsberater in Europa noch ausreichend kleine Unternehmen, die günstig bewertet sind und gleichzeitig ein hohes Kurspotenzial bieten? Die Stimmung innerhalb Europas ist ja nicht gerade rosig, so jedenfalls der Eindruck. Dazu Lukas Spang: „Klares Ja. Da der Fonds ja auch fokussiert agiert mit 20–30 Werten, brauchen wir keine 70 Unternehmen zu finden, die unseren Ansprüchen entsprechen. Gleichzeitig hoffe ich aber natürlich auch darauf, dass in diesem Jahr nun wieder auch kleinere Unternehmen den Weg an die Börse finden. Diesbezüglich waren die vergangenen 3 Jahre sehr mau.“

Das mögliche Kurspotenzial

Angenommen, die Portfoliotitel erreichen ihre faire Bewertung: Über welches Kurspotenzial sprechen wir dann? „Per 31.12.2024 liegt dieser von uns ermittelte faire Wert bei 154,10 Euro je Fondsanteil. Hierbei muss jedoch berücksichtigt werden, dass das eine c.p. Betrachtung ist, d.h. ohne weitere Fondskosten. Dementsprechend ergibt sich ein Kurspotenzial von 83,1 % per Ende Dezember 2024“, so Spang. Bis jetzt konnte sich dieses noch nicht wirklich entfalten, und so liegt der Fonds über die letzten 12 Monate bei -7,6 % und über 3 Jahre bei -28,5 %.

Fazit:

Wer es gerne dynamischer mag und den Small- und Micro-Caps ein Comeback zutraut, findet mit dem Fonds ein geeignetes Vehikel, um diese Assetklasse im Portfoliokontext abzubilden. Auch wenn die Ergebnisse dies derzeit nicht widerspiegeln: Wenn sich das vorhandene Kurspotenzial entfaltet, wird der Fonds seinen Investoren wieder mehr Freude bereiten.

Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir herzlichst

„Mit dem Wissen wächst der Zweifel.“

Johann Wolfgang von Goethe

Michael Bohn

Markus Kaiser

Werner Lang

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds. Herausgeber ist die Greiff Research Institut GmbH, ein Analyseinstitut für fondsbasierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang, Markus Kaiser Verlag: Greiff Research Institut GmbH, Munzinger Str. 5a, D-79111 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang • HRB 715980 • USt.-Id.-Nr.: DE815685325 • Tel. 0761/76 76 95 0, Fax: 0761/ 76 76 95 59. Der Abonnementpreis beträgt EUR 29,50 inkl. MwSt. pro Monat inkl. Versandkosten

Disclaimer: Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des jeweiligen Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahestehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenkonflikt im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Optionsscheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Verlag von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei.