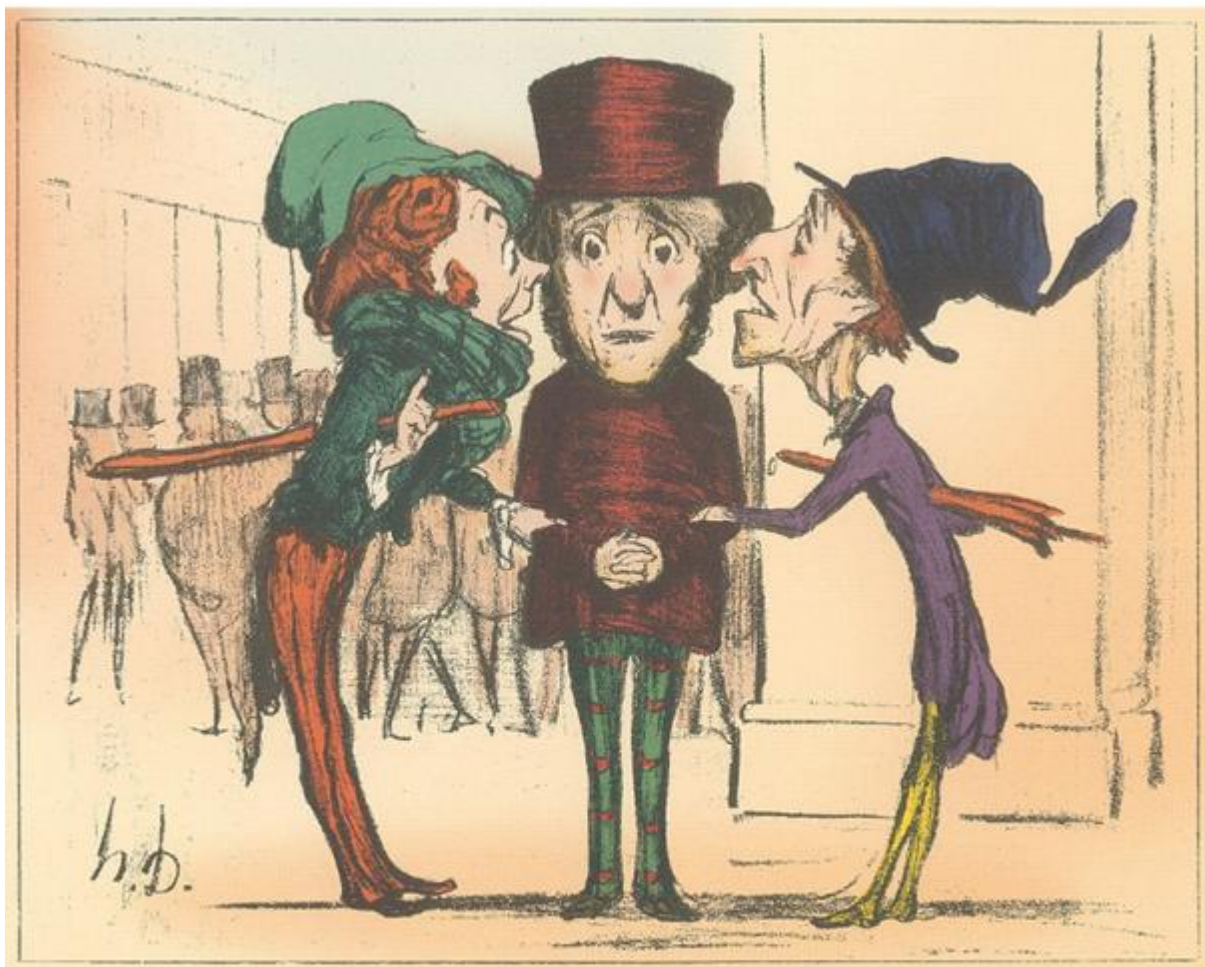


Falkenstein Fonds - 2025



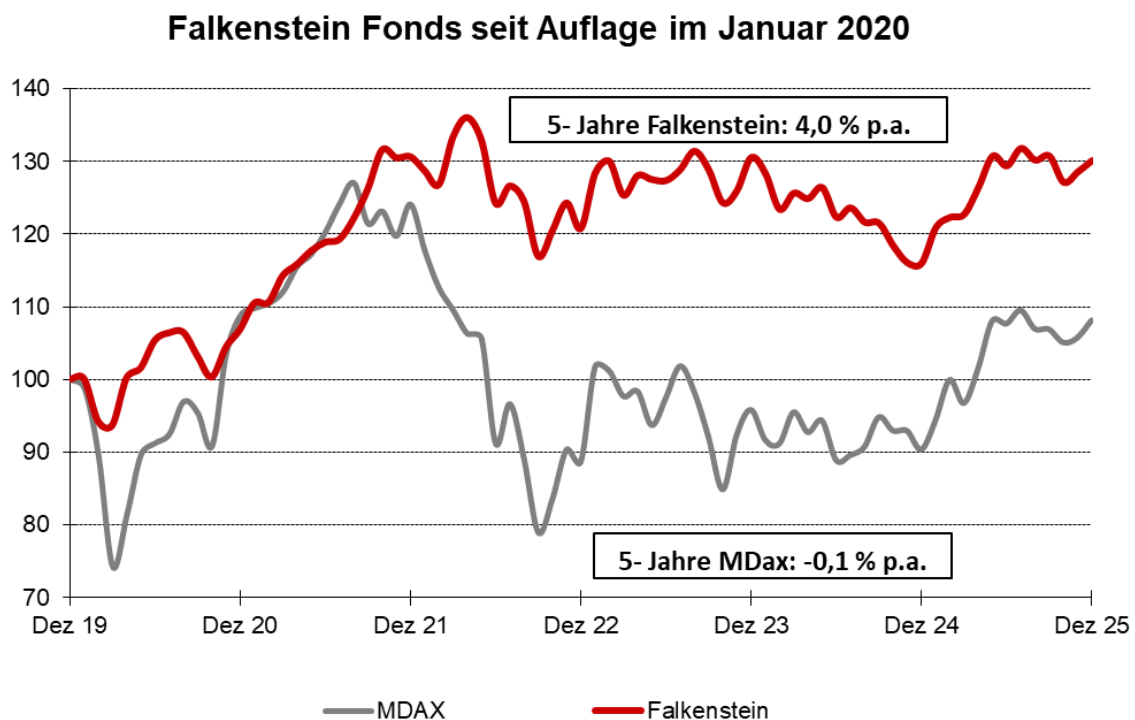
To buy or not to buy: That is the question

Reproduction of a drawing by Honoré Daumier from the Arnhold and S. Bleichroeder Holdings, Inc. Collection

BRIEF AN DIE INVESTOREN DES FALKENSTEIN FONDS

Liebe Investoren,

der Net-Asset-Value (NAV) des Falkenstein Fonds (Falkenstein) stieg im Jahr 2025 um 12,2%. In den letzten sechs Jahren seit Auflage im Januar 2020 legte der Fonds um insgesamt 30% zu, während deutsche Nebenwerte gemessen am MDAX um 8% stiegen. Beides ist eine recht ernüchternde Entwicklung, die sich auch in unserer primären Kenngröße - der 5-Jahres Rendite - niederschlägt. Der Falkenstein Fonds erzielte eine 5-Jahres-Rendite von 4,0% p.a. während der MDAX rückläufig mit -0,1% p.a. ist. Damit liegt der Fonds im Durchschnitt der letzten fünf Jahren deutlich unterhalb unserer langfristigen Zielrendite in Höhe von 10,0% p.a., was alles andere als zufriedenstellend ist. Dies gilt besonders vor dem Hintergrund, dass deutsche Standardwerte gemessen am DAX in den letzten fünf Jahren eine durchschnittliche Rendite von 12,3% p.a. erreichten.



Aber wie Warren Buffett so schön sagte: „A bull market is born on pessimism, grows on skepticism, matures on optimism, and dies on euphoria.“ In den letzten Jahren mussten sich deutsche Nebenwerteinvestoren über zu viel Optimismus und Euphorie sicherlich keine Sorgen machen, von daher blicken wir dann doch etwas optimistisch in die Zukunft.

Auf unsere Überlegungen zur Zielrendite des Fonds und die Historie von Falkenstein gehen wir im *Beipackzettel* am Ende dieses Briefes näher ein. Dort ist auch eine Darstellung der langfristigen Rendite der „Falkenstein-Philosophie“ zu finden. Über die letzten 16 Jahre, also seit Beginn des Jahres 2010, wurde eine durchschnittliche jährliche Rendite in Höhe von 10,7% p.a. erzielt, während sowohl Dax als auch MDAX auf 9,2% p.a. kommen.

Portfolioüberblick

Den größten positiven Performancebeitrag im Geschäftsjahre 2025 (bezogen auf den durchschnittlichen NAV des Fonds in Höhe von 34 Mio. Euro) leisteten die Aktien von Hochtief mit ca. 3,3%, gefolgt von Bilfinger mit ca. 2,6% und United Internet mit ca. 1,5%. Den größten negativen Performancebeitrag lieferte Redcare mit ca. -1,9%, gefolgt von Energiekontor mit ca. -0,9% und Evotec mit ca. -0,8%.

Falkenstein Fonds

31. Dezember 2025

Unternehmen	Kurs (EUR)	Stücke	Marktwert (EUR)	Anteil (%)
Sondersituationen			4.478.250	20,2%
Deutsche Wohnen	20,70	80.000	1.656.000	7,5%
Zooplus	260,00	5.060	1.315.600	5,9%
Evotec	5,45	150.000	817.500	3,7%
Clearvise	1,45	475.276	689.150	3,1%
Value Investments			16.141.521	72,7%
Naturenergie	34,80	50.000	1.739.761	7,8%
Westwing	11,50	150.000	1.725.000	7,8%
Bilfinger	107,40	15.000	1.611.000	7,3%
United Internet	27,68	50.000	1.384.000	6,2%
Fresenius	48,98	27.500	1.346.950	6,1%
Henkel	65,00	20.000	1.300.000	5,9%
Energiekontor	35,75	35.000	1.251.250	5,6%
Fuchs	30,00	40.000	1.200.000	5,4%
Hochtief	337,00	3.000	1.011.000	4,6%
K+S	12,42	80.000	993.600	4,5%
Ionos	26,75	35.000	936.250	4,2%
Talanx	113,80	6.008	683.710	3,1%
Zalando	25,34	25.000	633.500	2,9%
Redcare	65,10	5.000	325.500	1,5%
Barbestand			1.575.018	7,1%
Vermögen			22.194.790	100,0%
Verbindlichkeiten			20.000	0,1%
NAV			22.174.790	99,9%

Im Folgenden beschreiben wir die drei größten Sondersituationen und die drei größten Value Investments des Falkenstein Fonds.

Sondersituationen

Zwei der drei größten Sondersituationen im Fonds befanden sich bereits letztes Jahr in den Top-3 des Portfolios, Deutsche Wohnen und Zooplus. Wir skizzieren diese deshalb nur kurz und beschäftigen uns etwas länger mit Evotec, auch wenn sich das Unternehmen irgendwo im Niemandsland zwischen Sondersituation und normalen Investment befindet.

Deutsche Wohnen

Deutsche Wohnen ist spezialisiert auf die Bewirtschaftung und Entwicklung von Wohnimmobilien in Deutschland. Der Hauptfokus der Gesellschaft liegt auf Metropolregionen wie Berlin, Frankfurt und Leipzig. Seit dem Jahr 2021 hält Vonovia 87% der Aktien der Deutschen Wohnen.

Im September 2024 gaben Vonovia und Deutsche Wohnen bekannt, Gespräche über die Aufnahme eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (BGAV) aufzunehmen. Der BGAV wurde im Dezember 2024 abgeschlossen und der Hauptversammlung im Januar 2025 vorgelegt. Als jährliche Ausgleichzahlung („Garantiedividende“) ist ein Betrag von EUR 1,03 je Aktie vorgesehen, womit sich bei einem Jahresschlusskurs von EUR 20,70 eine Dividendenrendite von 5,0% ergibt. Alternativ gibt es die Möglichkeit Deutsche Wohnen-Aktien in 0,7947 Vonovia-Aktien zu tauschen.

Im zweiten Halbjahr 2025 wurde ein Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindungshöhe eingeleitet. Dadurch bleibt die Möglichkeit des Umtausches voraussichtlich mehrere Jahre bestehen. Die Frist wird zwei Monate nach der Bekanntgabe der Beendigung des Spruchverfahrens im Bundesanzeiger enden. Während dieser Phase erhält der Aktionär die Ausgleichszahlung und hat die Möglichkeit, Aktien der Deutsche Wohnen in Vonovia Aktien in obengenanntem Verhältnis zu tauschen.

Zooplus

Zooplus ist der führende E-Commerce Betreiber im Bereich Heimtierbedarf in Europa. Das Unternehmen wurde 1999 gegründet und ist gemessen an aktiver Kundenbasis und Umsatz in diesem Marktsegment im Online-Handel Europas Marktführer. Im Jahr 2024 steigerte Zooplus seinen Umsatz um 6,2% auf EUR 2,85 Mrd. Auch über einen längeren Betrachtungszeitraum ist die Umsatzentwicklung ansprechend. Zwischen 2019 und 2024 betrug das durchschnittliche Umsatz-Wachstum 13,3% p.a. In der gleichen Periode wurde die bereinigte EBITDA-Marge von 0,8% im Jahr 2019 auf 3,6% im Jahr 2024 mehr als vervierfacht.

Nach einer längeren Übernahmeschlacht, während derer sich die beiden Private Equity Investoren Hellman & Friedman und EQT gegenseitig überboten, vereinigten sie im Herbst 2021 die Kräfte und übernahmen knapp 90% der Aktien von Zooplus für EUR 480 je Aktie. Es folgte ein Delisting-Erwerbsangebot zu ebenfalls EUR 480. Am 17. Januar 2022 gaben die Investoren bekannt, sich rund 97% des Grundkapitals von Zooplus gesichert zu haben. Im weiteren Verlauf führte Zooplus in den Jahren 2022, 2023 und 2024 kleinere

Kapitalerhöhungen durch, die jeweils vollständig durch die Private Equity Investoren zu Kursen von EUR 480, EUR 495 und EUR 550 je Aktie gezeichnet wurde.

Seit dem Delisting werden die verbleibenden knapp 3% der Aktien des Streubesitzes von Zooplus - bei allerdings geringer Liquidität - weiter an der Börse Hamburg gehandelt. Nach einem initialen Kursverfall von EUR 480 auf EUR 180 und einer leichten Erholung im Jahr 2024, schwankte der Aktienkurs im Jahr 2025 zwischen EUR 230 und EUR 270, was wir als günstig erachten.

Zugegebenermaßen fand die Übernahme im Jahr 2021 auf der Basis einer ambitionierten Bewertung statt. So entsprach der Kaufpreis von rund EUR 3,4 Mrd. dem 1,6-fachen Umsatz bzw. dem rund 50-fachen EBITDA des Jahres 2021. Natürlich war der Gewinn durch die seinerzeit niedrige Marge gering. Es war aber auch damals schon wahrscheinlich, dass Zooplus eine deutlich höhere nachhaltige Ertragskraft hat, vor allem wenn es dem Unternehmen gelänge, den seinerzeit noch niedrigen Eigenmarkenanteil signifikant zu steigern.

Durch den Kursverlust einerseits und das dynamische Gewinnwachstum andererseits relativierte sich die Bewertung von Zooplus in den letzten Jahren deutlich. Auf Basis unserer Prognosen für das Jahr 2027 notiert Zooplus aktuell zu einem Umsatz-Multiple von 0,4x und einem EBITDA-Multiple von 7x - ein Bruchteil der obigen Werte zum Zeitpunkt der Übernahme. Und auch der US-Wettbewerber und potenzielle Übernehmer Chewy handelt auf deutlich höheren Multiples: EV/Umsatz 2027 von 1,0x und EV/EBITDA 2027 von 15x. Über den dicken Daumen bedeutet dies, dass Chewy - wenn sie die eigenen Multiples zahlen würden - Zooplus im Bereich EUR 500 bis EUR 600 je Aktie erwerben könnte.

Interessanterweise hat der EQT-Partner Johannes Reichel in einem am 16. April 2024 in der Börsen-Zeitung veröffentlichten Interview „Zooplus ab 2025 ins Schaufenster“ gestellt. „Entweder wir verkaufen Zooplus an einen der Konkurrenten, die dafür in Frage kommen“, sagte Reichel. „Oder es wird ein IPO.“ Die spannende Frage für uns ist, wie vor, oder im Rahmen eines Weiterverkaufs mit den Minderheitsaktionären umgegangen wird.

Evotec

Evotec befindet sich unseres Erachtens in einer „halben“ Sondersituation und einer vollen Restrukturierung. Das Unternehmen ist ein Dienstleister für die Biotech- und Pharmabranche, der als Outsourcing-Partner präklinisches Research anbietet (CRO – Contract Research Organization) und als Auftragsproduzent für Biosimilars (CDMO – Contract Development and Manufacturing Organization) tätig.

Wie viele andere Dienstleister im Bereich Biotech und Pharma, befindet sich Evotec in einem verlängerten Post-Covid Blues. Anders als andere Unternehmen der Branche ist Evotec jedoch in den letzten Jahren in eine existentielle Schieflage geraten. Dies lag zum einen daran, dass gerade das Outsourcing von frühphasigem Research in den letzten Jahren branchenweit erheblich zurückgefahren wurde und Evotec zu spät mit Anpassungen reagierte. Zum anderen

hat Evotec seit 2022 die Verschuldung hochgefahren, um damit Investitionen im mittleren dreistelligen Millionen-Bereich für den Aufbau der Biosimilar-Produktion zu finanzieren.

Die unangenehme Kombination aus Verschuldung, operativen Verlusten, Verwerfungen im Management und nachhaltiger Marktschwäche, führten zu einem Kursverlust der Aktie von EUR 45 Ende des Jahres 2021 auf unter EUR 6 im Verlauf des Jahres 2024. Dies machte eine Restrukturierung unabdingbar und rief darüber hinaus sowohl Private Equity als auch strategische Investoren auf die Bühne.

Im November 2024 überschritt der Private Equity Investor Triton die 5% Schwelle und meldete am 8. November 2024 einen Stimmrechtsanteil von 9,99%. Kurz danach veröffentlichte Evotec, im Rahmen einer Adhoc, dass sie „ohne vorherige Kontaktaufnahme vom börsennotierten US-Biotechnologieunternehmen Halozyme Therapeutics Inc. eine unverbindliche Interessenbekundung bezogen auf ein an die Aktionäre der Gesellschaft gerichtetes Übernahmeangebot mit einem Angebotspreis von EUR 11,00 je Aktie“ erhalten hat.

Etwa eine Woche später hat Evotec dann „die Erklärung der Halozyme Therapeutics Inc. vom 22. November 2024 zur Kenntnis genommen, wonach diese ihr unverbindliches Angebot zur Übernahme der Evotec für 11,00 EUR je Aktie in bar zurückgezogen hat.“ Seitdem ist in Bezug auf Triton und Halozyme nichts weiter passiert. Eine andere Veränderung im Aktionärskreis ist jedoch erwähnenswert. Die Investmentholding von Novo Nordisk hat Anfang Dezember 2025 ihre 5,3% Restposition (hatten initial über 8%) zu EUR 5,10 veräußert. An wen die Aktien verkauft wurden, ist nicht bekannt.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass innerhalb der letzten 14 Monate ein Finanzinvestor (Triton) eine knapp 10%-Position zwischen EUR 6 und EUR 7 aufgebaut hat, ein anderer (Novo Nordisk) eine 8%-Position zwischen EUR 5 und EUR 6 abgebaut hat und ein Strategie (Halozyme) kurzfristiges Interesse am kompletten Unternehmen zu EUR 11 hatte. Passt alles nicht so ganz zusammen, aber das Unternehmen ist „in play“, wie man so schön sagt.

Und was macht die Restrukturierung? Über verschiedene kurzfristige Programme versucht das Management die Kostenbasis um EUR 60 Mio. p.a. im Jahr 2025 zu drücken, mit voller Wirksamkeit im Jahr 2026. Hinzu kommt ein längerfristiges Programm, das auf weitere 50 Mio. p.a. abzielt.

In Bezug auf die Verschuldung war der Verkauf der europäischen Biosimilar-Produktion in Q4 2025 an Sandoz ein großer Schritt - vermutlich ist Evotec damit per Jahresende 2025 schuldenfrei. Ein Up-Front Payment führt zu einem direkten Mittelzufluss von etwa EUR 300 Mio. Darüber hinaus erhält Evotec über die nächsten drei oder vier Jahre Product Development Erstattung von geschätzt EUR 200 Mio. (geschätzte EBITDA Marge 20%) und Meilensteinzahlungen in Höhe von rund EUR 50 Mio. (geschätzte EBITDA Marge 100%). Eine letzte Kaufpreis-Komponente stellen Royalties auf die Umsätze von bis zu zehn gemeinsam entwickelten Biosimilars dar. Als wilde Schätzung könnten wir uns zum Beispiel 3% Royalties auf Peak Sales von mehr als EUR 3 Mrd. vorstellen, was einem risikoadjustierten Wert von etwa EUR 300 Mio. entsprechen könnte. Alles in allem könnte der Sandoz-Deal einen Wert

von knapp EUR 700 Mio. haben (EUR 300 Mio. + EUR 40 Mio. + EUR 50 Mio. + EUR 300 Mio.).

Interessanterweise hat Evotec quasi ein Spiegelbild der europäischen Biosimilar-Produktion noch einmal in den USA stehen, in einem etwas weiter fortgeschrittenen Stadium und Umsätzen in einer ähnlichen Größenordnung. Und das bringt uns dann zu Bewertungsüberlegungen für Evotec nach einer erfolgreichen Restrukturierung.

Nehmen wir an, Evotecs US-Biosimilars-Produktion ist auch EUR 700 Mio. wert. Hinzuzurechnen sind dann noch die Sandoz Royalties mit einem risikoadjustierten NPV von ca. EUR 300 Mio., so dass Evotecs verbleibende Antikörper-Produktion einen Wert von etwa EUR 1 Mrd. haben könnte.

Evotecs Kerngeschäft, die CRO Aktivitäten befinden sich zugegebenermaßen gerade in einem sehr schwierigen Fahrwasser. Aber davon ausgehend, dass die Kostensenkungsmaßnahmen greifen und sich der Markt in der nächsten Zeit erholt, ist ein Umsatz von mehr als EUR 600 Mio. bei EBITDA Margen größer 15% vorstellbar. Zum Vergleich, im Jahr 2025 liegt der CRO-Umsatz vermutlich etwas oberhalb EUR 500 Mio. und Evotecs 2028 EBITDA-Guidance zielt in Richtung 20%. Da Wettbewerber mit zweistelligen EBITDA Multiples notieren, ließe sich hieraus ein Unternehmenswert der CRO-Aktivitäten größer EUR 1 Mrd. ableiten.

Zusätzlich gibt es noch eine Pipeline von klinischen und präklinischen Medikamenten-Kandidaten, deren Bewertung jedoch nicht ganz einfach ist. Worum handelt es sich hier? Evotec hat in verschiedenen Partnerschaften in den letzten Jahren mehr als 100 Medikamenten-Kandidaten entwickelt, von denen rund 60% aktuell verpartnert sind. Sechs Kandidaten sind in der klinischen und sieben in der präklinischen Phase der Entwicklung. Rund 90 befinden sich in der Discovery-Phase. Während der präklinischen und klinischen Entwicklung erhält Evotec Meilensteinzahlungen. Wenn es ein Medikamenten-Kandidat an dem Markt schafft, erhält Evotec Royalties in Abhängigkeit von den Produkt-Umsätzen.

Evotec prognostiziert einen kumulierten Umsatz der Pipeline von über EUR 16 Mrd. in den nächsten zwanzig Jahren, wobei diese Zahl nicht risikoadjustiert ist. Bis 2028 plant das Unternehmen mit Meilensteinzahlungen von bis zu EUR 500 Mio. und bis 2030 mit bis zu EUR 1,2 Mrd., wobei zu berücksichtigen ist, dass beide Zahlen ebenfalls nicht risikoadjustiert sind.

Wieviel die Pipeline wert ist, ist schwer abzuschätzen. Stark vereinfachend könnten man EUR 20 Mio. für die klinischen, EUR 10 Mio. für die präklinischen und EUR 2 Mio. für die Discovery Projekte veranschlagen. Damit ergäbe sich in Summe ein Wert der Pipeline in Höhe von knapp EUR 400 Mio.

Die drei Teile von Evotec würden sich somit auf rund EUR 2,4 Mrd. summieren, je EUR 1 Mrd. für die verbleibende Biosimilar-Produktion und die CRO-Aktivitäten, sowie EUR 400 Mio. für die Pipeline. Wir gehen davon aus, dass Evotec durch die Up-Front Komponente des Sandoz-Deals in etwa schuldenfrei ist. Die EUR 2,4 Mrd. entsprächen etwa EUR 13,50 je Aktie, was sich mit einem Kurs per Jahresende 2025 von EUR 5,45 vergleicht.

Nachbesserungsrechte

Zum Abschluss des Sondersituationen-Abschnitts geben wir noch einen kurzen Überblick über die Nachbesserungsrechte des Falkenstein Fonds. Diese entstehen, wenn nach einem Squeeze-Out in einem Spruchverfahren die Höhe der vom Großaktionär gezahlten Abfindung überprüft wird. Die Nachbesserungsrechte werden im NAV des Fonds nicht berücksichtigt, können aber, so eine Erhöhung der Abfindungszahlung beschlossen wird, durchaus werthaltig sein. Im Jahr 2025 kamen keine neuen Nachbesserungsrechte hinzu.

Nachbesserungsrechte

Unternehmen	Squeeze Out	Stückzahl	Kurs vor SO	Abfindung	Volumen	Prämie/Stück	Prämie in %	Prämie ges.
Gesamt					6.281.459			301.963
Stada	06.11.2020	32.061	102,00	98,61	3.161.535	3,39	3,4%	108.687
Axel Springer	23.02.2021	33.000	65,00	60,24	1.987.920	4,76	7,9%	157.080
AGOSI	16.09.2021	8.850	132,00	127,91	1.132.004	4,09	3,2%	36.197

Value-Investments

Naturenergie

Mit 54 Wasserkraftwerken am Oberrhein und im Wallis verfügt Naturenergie über 654 MW Leistung und produziert pro Jahr rund 3.000 GWh Strom, von denen etwa 2.000 GWh frei vermarktet werden. Grob vereinfachend bedeutet dies, dass ein um 1 EUR/MWh höherer Strompreis das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von Naturenergie um 2 Mio. Euro erhöht.

Die Aktionärsstruktur ist nicht uninteressant. ENBW hält 67% der Aktien und die Genfer SIG 15%, der Streubesitz beträgt rund 18%. Durch diese Aktionärsstruktur ist eine Sondersituation im Bereich des Möglichen. Unser Hauptaugenmerk liegt jedoch auf einem positiven Marktumfeld für Wasserkraft und der günstigen Bewertung der Gesellschaft. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2025 mehr als EUR 4,50 je Aktie verdient, bei einem aktuellen Kurs von rund EUR 35. Da Naturenergie schon seit 2021 zu den Kernpositionen des Fonds gehört, möchten wir für eine detailliertere Beschreibung auf die Briefe der Vorjahre verweisen.

Westwing

Westwing wurde im Jahr 2011 gegründet. Initial hatte das Unternehmen ein klassisches E-Commerce Geschäftsmodell rund um das Thema Home & living. Über den „Westwing Club“ wurden Drittmarken in größerer Stückzahl deutlich rabattiert an die Kunden verkauft. In den letzten Jahren wurden die Club-Aktivitäten jedoch zu Gunsten der „Westwing Collection“

zurückgefahren. Die Westwing Collection wird als Eigenmarke positioniert und zeichnet sich durch höhere Preispunkte in größeren Baskets mit deutlich besserer Profitabilität aus. Den Anteil der Collection am Gesamtumsatz konnte Westwing seit 2022 von 41% auf 63% in 2025 steigern. Um das Markenimage der Collection zu unterstützen wurden in den letzten Jahre neun Westwing-Stores eröffnet, davon sieben im Jahr 2025. Nach einer Softwareumstellung fällt es Westwing inzwischen auch deutlich leichter, neue Märkte zu erschließen. So wurden im Jahr 2025 Webshops in zehn neuen Ländern eröffnet, womit Europa mehr oder minder abgedeckt ist. Als wesentliches Land fehlt lediglich Großbritannien.

Interessanterweise ist im Zeitraum 2022 bis 2025 der Umsatz des Unternehmens jedoch nicht wesentlich gewachsen. Im Geschäftsjahr 2022 lag er bei EUR 431 Mio. und im Jahr 2025 erzielte das Unternehmen EUR 449 Mio. Dieser geringe Anstieg erklärt sich dadurch, dass im gleichen Maße wie die Westwing Collection wuchs, der Westwing Club zurückgefahren wurde. In Zahlen ausgedrückt ist in den letzten acht Quartalen der Collection-Umsatz um 19% im Durchschnitt gewachsen, während der Club-Umsatz um durchschnittlich 15% sank. Wir gehen davon aus, dass der Westwing Club innerhalb der nächsten Quartale auf einem nachhaltigen Niveau angekommen sein wird, während die Westwing Collection weiter dynamisch wachsen sollte. Auf Konzernebene könnte sich dies in ein zweistelliges Umsatzwachstum in den nächsten Jahren übersetzen.

Und wie sieht es auf Seiten der Profitabilität aus? Neben den bereits angesprochenen Sortiments- und Softwareumstellungen lief in den letzten drei Jahren auch ein Restrukturierungsprogramm, über das Kosten auf verschiedenen Ebenen deutlich gesenkt werden konnten. Wir gehen davon aus, dass im Wesentlichen durch diese drei Maßnahmen die bereinigte EBITDA Marge von -2% im Jahr 2022 auf über 9% im Jahr 2025 gesteigert werden konnte. Mittelfristig hat sich das Westwing Management zweistellige Margen vorgenommen, was wir für plausibel und nachvollziehbar halten.

Unseres Erachtens spiegelt sich das sich hieraus ergebende Ergebniswachstumsprofil in der Bewertung des Unternehmens nur unzureichend wider. Per Jahresende 2025 betrug die Marktkapitalisierung bei einem Aktienkurs von EUR 11,50 in etwa EUR 210 Mio. Abzüglich des Nettobarbestands von rund EUR 60 Mio. ergibt sich ein Unternehmenswert von rund EUR 150 Mio. Westwing ist Cash Flow positiv und wir können uns gut vorstellen, dass das Unternehmen im Jahr 2026 ein EBITDA von über EUR 50 Mio. erreichen kann, was einen EBITDA-Multiple von 3x bedeuten würde.

Auch das Westwings Management scheint der Ansicht zu sein, dass die Aktie unterbewertet ist. Die Gesellschaft machte im Q4 2024 ein Rückkaufangebot bei dem knapp 6% der 20,9 Mio. ausstehenden Aktien zu EUR 8,20 erworben wurde. Unter Zurechnung von 4% der Aktien die bereits in den Vorjahren erworben wurden, hält die Gesellschaft aktuell 9,98% eigenen Aktien. Der Großaktionär Rocket Internet hält 6,3 Mio. Westwing Aktien und hat das Rückkaufangebot nicht angenommen. Wenn Westwing die eigenen Aktien einzöge, würde Rocket die 30% Schwelle überschreiten, was ein theoretisch ein Pflichtangebot auslösen würde. Theoretisch deshalb, weil die BAFIN im Dezember 2025 Rocket Internet von der Abgabe eines Pflichtangebots unter bestimmten Bedingungen befreit hat. Alles in allem eine spannende Gemengelage.

Bilfinger

Ein weiterer alter Bekannter ist der Industriedienstleister Bilfinger, der sich seit dem Jahr 2022 im Portfolio des Falkenstein-Fonds befindet. Bilfinger bedient Kunden aus Chemie, Energie, Öl & Gas und Pharma mit Dienstleistungen wie Planung, Engineering und Wartung von Industrieanlagen. 80% des Umsatzes werden in Europa erzielt, weitere Märkte sind im mittleren Osten und in Nordamerika. Ursprünglich haben wir das Bilfinger Investment als unterbewertete Restrukturierungsstory mit - sehr überzeugendem - neuen Management gesehen. Inzwischen hat sich Bilfinger aber durchaus zu einem Wachstumswert gewandelt.

Im Dezember 2025 hat Bilfinger im Rahmen eines Kapitalmarktages neue mittelfristige Ziele bekannt gegeben. Das Umsatzwachstum soll von 2026 bis 2030 durchschnittlich 8% - 10% p.a. betragen, wovon etwa 4% aus Akquisitionen stammen soll. Hierbei ist in erster Linie an die noch unterrepräsentierten Märkte in Nordamerika und im mittleren Osten zu denken, sowie kleinere Ergänzungstransaktionen in Europa.

Über Effizienzprogramme konnte die EBITA Marge seit 2022 bereits von 3,2% auf etwa 5,5% im Jahr 2025 gesteigert werden. Das EBITA-Ziel für das Jahr 2030 beträgt 8% - 9% bei einer Cash Conversion (FCF/EBITA) von über 90%. Wenn das so hinkommt, sollte Bilfinger nach unseren Berechnungen die Akquisitionen aus dem Cash Flow bezahlen können, bei konstanter Dividenden-Ausschüttungsquote von ca. 50%. Gleichzeitig würde sich der Gewinn je Aktie von rund EUR 5,25 im Jahr 2025 bis 2030 mehr als verdoppeln.

Allerdings sind die Erfolge der letzten Jahre und die Wachstumsaussichten auch nicht spurlos am Aktienkurs von Bilfinger vorbeigegangen. Im Vergleich zum Jahr 2022, als die Aktien im Bereich EUR 30 notierten, stellt der Schlusskurs des Jahres 2025 von EUR 107 mehr als eine Verdreifachung dar und es wurden zwischenzeitlich auch noch knapp EUR10 in Form von Dividenden bzw. Sonderdividenden ausgeschüttet. Von der oben angesprochenen Unterbewertung mit den KGVs der Jahre 2023 und 2024 von unter 10x ist Bilfinger inzwischen weit entfernt. Man könnte sogar argumentieren, dass bei einem KGV 2025 von 20x ein wesentlicher Teil von Bilingers Wachstumsaussichten bereits eingepreist ist.

BEIPACKZETTEL

Auf den folgenden Seiten umreißen wir kurz unsere Anlagephilosophie, das Set-up des Falkenstein Fonds und stellen Überlegungen zu einer möglichen Zielrendite an. Für Investoren, die uns seit längerem begleiten, gibt es hier hoffentlich nichts Neues. Besonders möchten wir dem geneigten Leser aber den Disclaimer am Ende des Briefes ans Herz legen.

Anlagephilosophie

Wir beurteilen Unternehmen nach den Grundprinzipien des Value-Investings. Hierbei stehen Konzepte wie „nachhaltige Wettbewerbsvorteile“ und „Sicherheitsmarge“ im Vordergrund. Neben der Value-Komponente zeichnet sich das „ideale“ Falkenstein-Investment durch eine Sondersituation aus – oder eine solche ist perspektivisch vorstellbar.

Ein entscheidender Aspekt von Sondersituationen ist, dass sie häufig eine Art zusätzliches Sicherheitsnetz bieten, wie zum Beispiel die Abfindungs- und Ausgleichszahlungen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Sondersituationen können aber auch Ereignisse sein, die eine bestehende Unterbewertung auflösen oder Anlass einer Neubewertung sind. Unternehmensübernahmen oder Veränderungen im Aktionärskreis stehen beispielhaft für derartige Ausgangslagen.

Das Verhältnis von Value-Investments und Sondersituationen ist veränderlich im Zeitablauf und sehr situationsabhängig. Typischerweise sind wir zu 75% in marktnäheren Value-Titeln investiert, wobei jedoch die Einordnung, ob ein Investment noch marktnah oder schon eine Sondersituation ist, häufig schwerfällt.

Der Zeithorizont der Value-Investments ist langfristig. Bei Sondersituationen agieren wir opportunistisch. Dabei kann der Zeithorizont durchaus auch mehrere Jahre betragen, ist erfahrungsgemäß aber meist deutlich kürzer als bei den Value-Investments.

Im Normalfall ist unser Ziel-Portfolio konzentriert und besteht selten aus mehr als 25 Positionen. Insbesondere auf der Sondersituationsseite beschäftigen wir uns überwiegend mit Investments im deutschsprachigen Raum, was in erster Linie mit einem besseren Verständnis der deutschen Kapitalmarktgesetzgebung zusammenhängt.

Set-up

Die hier umrissene Strategie haben wir von 2009 bis 2019 in der Sparta AG, einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft erfolgreich und unabhängig umgesetzt. Im Jahr 2019 wurde die Gesellschaft von einem Wettbewerber übernommen, der eine andere strategische Zielsetzung verfolgte. Im Jahr 2020 haben wir als Folgevehikel den TGV Falkenstein Fonds zusammen mit unseren Partnern bei der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren als Teilgesellschaftsvermögen (TGV) aufgelegt. Dieses TGV wurde dann im Jahr 2025 zur Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH überführt und dabei in einen „normalen“ Fonds (Publikums-AIF) – den Falkenstein Fonds – umgewandelt. Zu Beginn des Jahres 2026

hat Christoph beschlossen, sich aus dem Fonds-Beratungsgeschäft zurückzuziehen. so dass der Fonds zukünftig ausschließlich von Martin beraten wird.

Im Vergleich zu einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft hat ein Fonds einige Vorteile, die vor allem auf der steuerlichen Seite zu sehen sind. Auch ist die Kapitalaufnahme im Fonds wesentlich einfacher als in einer börsennotierten Aktiengesellschaft. Dies bringt jedoch quasi spiegelbildlich die Problematik von Mittelabflüssen zur Unzeit mit sich, die in unseren Augen den größten Nachteil von offenen Fonds darstellen. In ruhigen Börsenzeiten stellt ein Mittelabfluss durch die Rückgabe von Fondsanteilen kein Problem dar. Wenn Aktien günstig und kaufenswert erscheinen, weil gerade einmal wieder Krise ist und der Markt verrücktspielt, kann ein Mittelabfluss einen Nachteil für diejenigen Investoren bedeuten, die investiert bleiben. Plötzlich kann der Fonds nicht kaufen, sondern muss im schlimmsten Fall eigentlich kaufenswerte Aktien kurzfristig verkaufen, um den Mittelabfluss zu bedienen.

Ein weiterer Aspekt ist, dass Sondersituationen im Endstadium recht große Positionsgrößen in verhältnismäßig illiquiden Werten verlangen. Auch solche Positionen sind wesentlich komfortabler, wenn das arbeitende Kapital „sicher“ ist. Bei der Konstruktion und Übertragung des Falkenstein Fonds wurde versucht, diesen allgemeinen Nachteil von Fonds weitestgehend zu beseitigen. Hierzu wurde insbesondere eine 30-tägige Ankündigungsfrist für Verkäufe eingeführt.

Zielrendite

Die Überlegungen, die hinter unserer langfristigen Zielrendite von 10% p.a. stehen, sind die folgenden: Mit „normalen“ Investments in deutsche Aktien sollten in einem langjährigen Durchschnitt Renditen in Höhe von etwa 7% bis 8% p.a. zu erzielen sein, zumindest war das in der Vergangenheit der Fall. Deutsche Sondersituationen taxieren wir auf 4% bis 5% p.a. Bei einer 50:50 Gewichtung des Portfolios müssten mit unserem Ansatz im Durchschnitt also rund 6% p.a. vor Kosten und Steuern zu erzielen sein. Nach Kosten und Steuern wäre dann in etwa von einer „Marktrendite“ in der Größenordnung von 4% bis 5% p.a. im längerfristigen Durchschnitt auszugehen.

Mit der langfristigen Zielrendite von 10% p.a. wollen wir also rund das Doppelte der „Marktrendite“ erzielen. Uns ist bewusst, dass dies ein recht ambitionierter Anspruch ist. Unserer Ansicht nach könnte es jedoch auch zukünftig möglich sein, im langfristigen Durchschnitt zweistellige Renditen mit der Falkenstein-Philosophie zu erzielen. Ein unterstützender Faktor sollte unser Fokus auf Small- und Mid-Caps, auch wenn das in den Jahren 2022 – 2025 ein deutlicher Nachteil war. Wir sind aber weiterhin davon überzeugt, dass im langfristigen Durchschnitt Nebenwerte aufgrund niedrigerer Markteffizienz einen Vorteil gegenüber Standardwerten haben sollten. Auf der Sondersituationsseite sind unseres Erachtens die Märkte noch weniger effizient, so dass auch hier das Erzielen von Überrenditen möglich erscheint. Leider werden auch Sondersituation-Investments nicht einfacher, da andere, zum Teil sehr finanzstarke Marktteilnehmer, in dieses Segment drängen.

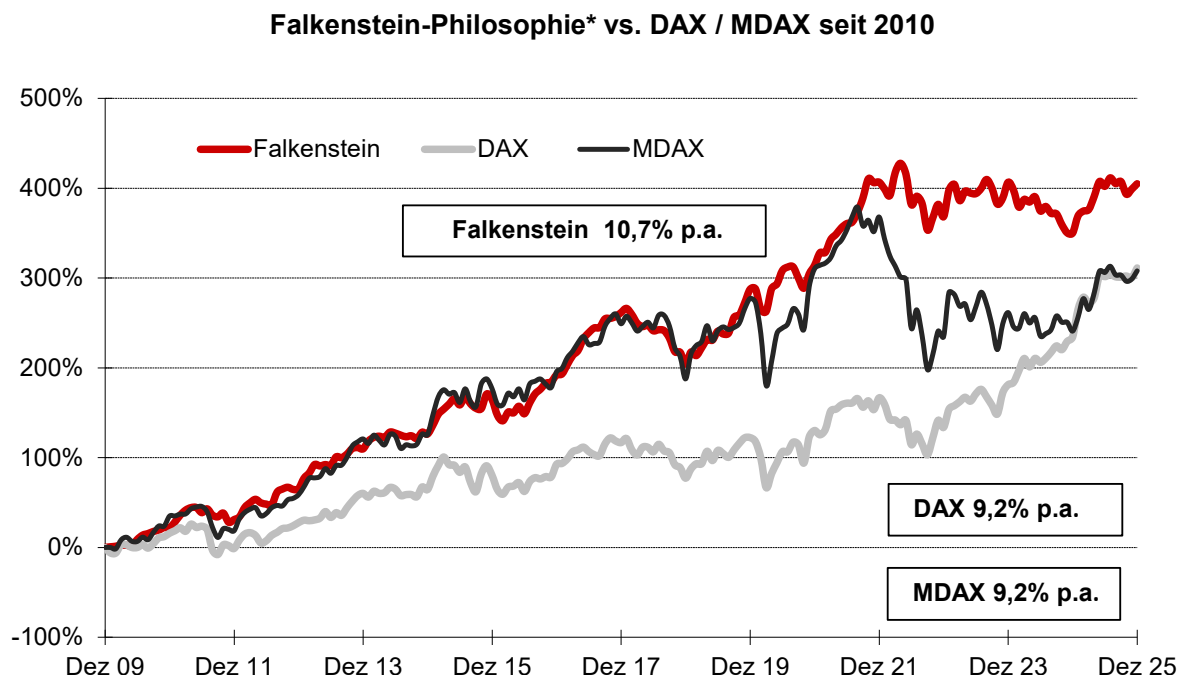
Wir vergleichen unsere langfristige Durchschnittsrendite gerne mit der Gesamtentwicklung deutscher Aktien (z.B. gemessen am DAX und MDAX). Wichtig ist jedoch, dass uns diese

Indizes nicht kurzfristig als „Benchmark“ dienen. Wir errechnen keinen „Tracking-Error“ und versuchen erst recht nicht, diesen zu optimieren oder gar zu minimieren, indem wir Portfoliogewichtungen nahe der Benchmark vornehmen. Auch andere Kennzahlen wie Volatilität, Beta-Faktoren und ähnliche vernachlässigen wir.

Es wird immer Jahre geben, in denen die Falkenstein-Philosophie dem Direktinvestment in den DAX, dem MDAX oder einem anderen Aktienindex unterlegen ist. Dies gilt vermutlich insbesondere für Jahre mit dynamischen Aufwärtsbewegungen, schon allein deshalb, weil der Sondersituationsanteil des Portfolios in steigenden Märkten wahrscheinlich der Performance des Indizes hinterherläuft. In Seitwärtsbewegungen oder Krisenjahren sollte unser Ansatz dafür aber deutlich besser abschneiden.

Seit dem Jahr 2010 konnte wir mit der Falkenstein-Philosophie eine Rendite von 10,7% p.a. erzielen, während sowohl DAX als auch MDAX bei 9,2% p.a. liegen. Während bis 2021 deutsche Nebenwerte die Nase deutlich vorne hatten, hat der DAX seit 2022 ebenso deutlich aufgeholt, wie der Chart unten verdeutlicht.

Das unterdurchschnittliche Abschneiden des Falkenstein Fonds gegenüber dem DAX seit dem Jahr 2023 ist wenig zufriedenstellend, führt aber nicht dazu, dass wir unseren Fokus auf Nebenwerte im Allgemeinen und die Falkenstein-Philosophie im Besonderen grundsätzlich in Frage stellen. Es ist aber völlig klar, dass ein aktiv verwalteter Fonds – wie der Falkenstein Fonds – im längerfristigen Vergleich eine Rendite oberhalb der Marktindizes erzielen muss. Andernfalls würden Anleger mit einem einfachen Investment in „den Markt“ besser abschneiden als mit dem Falkenstein Fonds, was weder sie noch uns zufrieden stellen würde.



* Geschätzte historische Rendite der Falkenstein Philosophie, abgeleitet von 2010 bis 2019 anhand der Entwicklung des wirtschaftlichen Reinvermögens der Sparta AG mit investiertem Eigenkapital zwischen 25 Mio. und 100 Mio. Euro. Seit 2020 anhand der Entwicklung des Falkenstein Fonds.

Disclaimer

Dies ist eine Marketing-Anzeige: Bitte lesen Sie den Prospekt des AIF und das Basisinformationsblatt, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die Falkenstein Management GmbH ist im Rahmen der Anlageberatung gem. § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG ausschließlich auf Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg tätig. Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG und verfügt über die erforderlichen Erlaubnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen.

This is marketing advertisement: Please read the AIF prospectus and the KID before making a final investment decision. Falkenstein Management GmbH operates within the scope of investment advice pursuant to § 2 (2) No. 4 WpIG exclusively on behalf and under the liability of NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg. NFS is a securities institution pursuant to § 2 (1) WpIG and holds the necessary licenses from the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin).

Hamburg, im Januar 2025

Dr. Martin Possienke

Christoph Schäfers