

Intrinsic Fonds (ISIN DE000A2N68Z3)

Jahresbericht 2025 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des Intrinsic Fonds betrug im Jahr 2025 nach allen Gebühren +3,9%. Damit lag der NAV zum 30.12.2025 bei 200,4€. Der DAX erzielte im Jahr 2025 eine Rendite von +23,0%. Seit Auflage des Intrinsic Fonds am 29.03.2019 erzielte der Fonds eine annualisierte Performance nach allen Gebühren von +10,8%. Der DAX legte im selben Zeitraum um durchschnittlich +11,8% pro Jahr zu.

Der Jahresbericht 2025 des Intrinsic Fonds gibt zunächst einen Überblick zur Portfoliostruktur und der Performance. Anschließend erläutere ich anhand der größten Positionen, wie die Unternehmen frühzeitig in die nächste Wachstumsphase investieren – ohne dass sich diese Entscheidungen sofort in Ergebnissen zeigen. Dasselbe Prinzip prägt auch meinen Research-Prozess. Das erste afrikanische Investment des Intrinsic Fonds verdeutlicht, dass es mitunter Jahre braucht, bis Unternehmensbesuche in neue Geographien zu Ergebnissen führen. Es vergingen zwölf Jahre, bis ich trotz regelmäßiger Unternehmensbesuche in Südafrika mit Argent Industrial eine überzeugende Investmentgelegenheit finden konnte. Die dezentrale Unternehmensführung, eine ausgezeichnete Kapitalallokation und ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 5 waren Gründe, die Aktien des Unternehmens zum Kauf zu empfehlen.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick zum 30.12.2025

Portfoliostruktur

NAV zum 30.12.2025	200,4€
Zahl der Investments	12
Gewichtung größtes Investment	16,4%
Gewichtung fünf größte Investments	64,4%
Gewichtung Kasse	0,0%

Alphabetische Auflistung der fünf größten Einzelpositionen des Intrinsic Fonds

(im Halbjahresbericht 2024 finden Sie eine Übersicht der Investmentthesen zu den fünf Unternehmen)

Argent Industrial

Fomento Económico Mexicano (FEMSA)

Hostelworld

Nu Holdings (Nubank)

VEF

Performanceüberblick

Zeitraum	Intrinsic (1)	Dax (2)	Delta ¹ (1)-(2)
2019 (9 Monate)	9,2%	15,0%	-5,8%
2020	25,2%	3,6%	21,7%
2021	24,5%	15,8%	8,7%
2022	-35,0%	-12,4%	-22,6%
2023	47,1%	20,3%	26,8%
2024	18,5%	18,9%	-0,4%
2025	3,9%	23,0%	-19,1%
Seit Auflage	100,4%	112,5%	-12,1%
Seit Auflage p.a.	10,8%	11,8%	

Innerhalb der fünf größten Portfoliopositionen gab es 2025 eine Veränderung. Die südafrikanische Industrieholding Argent Industrial zählt mittlerweile zu den fünf größten Portfoliopositionen, während MercadoLibre nur noch das sechstgrößte Investment des Intrinsic Fonds darstellt. Mit knapp 10% Gewichtung bleibt MercadoLibre jedoch weiterhin eine Kernposition. Die operative Entwicklung der Unternehmen war überwiegend erfreulich. Im letzten Quartal wuchsen die Umsätze durchschnittlich um 20% und die Gewinne um 13% gegenüber dem Vorjahr.² Meine Erwartung ist, dass die Unternehmen ihre Gewinne noch lange mit hohen Wachstumsraten steigern können und ich blicke daher optimistisch auf die kommenden Jahre.

Viele der Beteiligungen eint, dass sie frühzeitig in die nächste Wachstumsphase investieren und somit die Basis für steigende Gewinne legen. Daniel Ek, Gründer von Spotify bringt diese langfristige Perspektive in Bezug auf die Kernkennzahl des Unternehmens, Lifetime Value, treffend auf den Punkt:

„Our approach has always been and will continue to be the focus on creating lifetime value rather than optimizing for quarter-to-quarter performance. Lifetime value is such a powerful metric because it inherently captures the balance and trade-offs between chasing short-term opportunities and driving longterm strategic initiatives. It really acknowledges that not every decision will yield immediate returns and that our progress is not always linear. Many of the initiatives driving today's strong user and subscriber growth were started several quarters or sometimes even years ago. And the exact timing of when these efforts flow into tangible results can vary, sometimes that's within our control and sometimes not.“ - Daniel Ek, Q2 2025

¹ Rundungsdifferenzen sind möglich.

² Gewichtet nach Portfoliogröße, für VEF habe ich die Bruttogewinnentwicklung gewählt.

Im Folgenden gebe ich einen Überblick, was das für unsere größten Beteiligungen bedeutet. FEMSA hat in den vergangenen Jahren mehrere Wachstumsinitiativen angestoßen, die sich bald positiv auf die Resultate auswirken sollten. Besonders relevant sind zwei Projekte bei OXXO: Die Expansion nach Brasilien verläuft erfolgreich und OXXO betreibt dort mittlerweile über 600 Geschäfte. FEMSA hat im September 2025 die Anteile des bisherigen Joint-Venture-Partners Raizen übernommen. Ich erwarte hier für viele Jahre attraktive Wachstumsraten bei hohen Kapitalrenditen. Zudem ist OXXO seit der Übernahme von Delek im Jahr 2024 auch in den USA aktiv und passt sein OXXO-Konzept derzeit an Nordamerika an. Die USA könnten den adressierbaren Markt für OXXO nochmals deutlich vergrößern. Neben Reinvestitionen wird FEMSA 2025 und 2026 insgesamt etwa 15% seiner Marktkapitalisierung in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen ausschütten.

Hostelworld leitete im vergangenen Jahr drei zentrale strategische Schritte ein. Erstens ebnete das Unternehmen im November mit dem „Social Pass“ den Weg zur Monetarisierung seines sozialen Netzwerks: Für fünf Euro pro Woche können Reisende nun auch ohne Buchung Zugang zu den Chatgruppen erhalten, die bisher den Buchenden vorbehalten waren. Zweitens übernahm Hostelworld den Event-Aggregator OccasionGenius und integriert damit Veranstaltungen wie Festivals, Märkte, Konzerte oder lokale Workshops in über 500 Städten weltweit in die eigene Plattform. Durch die Übernahme legt Hostelworld zudem den Fokus der Aggregation auf Städte, in denen sie selbst die höchsten Umsätze erzielen. Drittens erweitert Hostelworld seit Ende 2025 die Buchungsoptionen um Budget Unterkünfte. In kleineren Städten sind Hostels oft schnell ausgebucht, wodurch Hostelworld bislang potenzielle Umsätze verloren gehen. Parallel dazu kaufte das Unternehmen 3% seiner Aktien zurück und führt dieses Rückkaufprogramm fort.

MercadoLibre bleibt auf einem beeindruckenden Wachstumspfad und wuchs das 27. Quartal (!) in Folge um mehr als 30%. Seit Jahren nutzt das Unternehmen seine Marktführerschaft, um Gewinne konsequent in eine bessere Kundenerlebnis zu reinvestieren. So senkte MercadoLibre Ende Mai in Brasilien den Mindestbestellwert für eine kostenlose Lieferung von 79 auf 19 brasilianische Real (rund 3 Euro). Das belastet kurzfristig die Profitabilität, erhöht aber auch die Bestellfrequenz und Kundenbindung. Entsprechend beschleunigte sich das Wachstum der verkauften Produkte in den letzten zwei Quartalen von 25% auf 42%. Der Aktienkurs stand zuletzt unter Druck, weil Wettbewerber wie Amazon oder Shopee ihre Investitionen in Brasilien ausweiten. Ich beobachte die Entwicklung genau, sehe bislang jedoch keine Veränderung der Investmentthese. MercadoLibre hat wiederholt bewiesen, dass es das beste Kundenverständnis in Lateinamerika besitzt - in Mexiko behauptet es sich seit Jahren erfolgreich als Marktführer im Wettbewerb mit Amazon.

Nubank investiert derzeit massiv in die geographische Expansion. Während Brasilien beeindruckende Kapitalrenditen von über 50% erzielt, haben Mexiko und Kolumbien die Gewinnschwelle noch nicht erreicht, da Nubank dort stark in den Ausbau seines Geschäfts investiert. Besonders Mexiko - mit seinen 130 Millionen Einwohnern - könnte zum nächsten profitablen Wachstumsmarkt werden: Nubank zählt dort über 13 Millionen Kunden (47% Wachstum gegenüber dem Vorjahr), verwaltet Einlagen von mehr als 6 Milliarden US-Dollar und ein Kreditbuch in Höhe von 1 Milliarde US-Dollar. Zudem beantragte Nubank im September 2025 eine US-Banklizenz und erhielt im Januar die vorläufige Genehmigung. Innerhalb der nächsten zwölf Monate muss die amerikanische Unternehmenstochter kapitalisiert werden und nach 18 Monaten muss die Bank laut Vorgaben eröffnet werden. Kurzfristig entstehen Kosten ohne Umsätze, aber langfristig stellt Nubank die Weichen für weiteres Wachstum.

VEF hat in den letzten zwölf Monaten mehrere wichtige Ziele erreicht. Das größte Investment Credits wuchs 2025 ordentlich und nahm im Dezember in einer Finanzierungsrunde 108 Millionen US-Dollar auf – zu einer Bewertung, die 18% über der VEF-internen Bewertung lag. Auch Konfio und besonders Juspay entwickelten sich operativ gut. Durch den Verkauf der Anteile an Gringo und Blackbuck sowie den zwei Teilverkäufen an Juspay flossen insgesamt rund 50 Millionen US-Dollar zu - jeweils am oder über dem NAV und damit als weitere Validierung der NAV-Bewertung. VEF sollte somit dieses Jahr den Rest des ausstehenden Bonds zurückzahlen, weitere Aktien zurückkaufen können und im Verlauf des Jahres auch wieder Kapital für Neuinvestments zur Verfügung haben. Der aktuelle Abschlag zum NAV von rund 50% erhöht - neben des von mir erwarteten NAV-Wachstums - die Attraktivität des Investments.

Dieser kurze Überblick zu den größten Portfoliositionen – die sechs größten Investments stehen gemeinsam für rund 73% des Portfolios – zeigt, wie die Unternehmen Gewinne aus dem Kerngeschäft in zukünftiges Wachstum reinvestieren. So wie diese Unternehmen früh investieren, muss auch ich im Research frühzeitig Grundlagen legen, um neue attraktive Investments auszumachen. Dazu besuche ich beispielsweise regelmäßig Unternehmen in neuen Geographien. Im Jahr 2013 war ich erstmals für Unternehmensbesuche in Lateinamerika – es dauerte allerdings mehrere Jahre, bis ich ein belastbares Verständnis für die dortigen Märkte aufgebaut hatte. Heute ist Lateinamerika mit rund 40% Gewichtung ein zentraler Bestandteil des Intrinsic Fonds. Asien weist im Portfolio hingegen nur eine sehr niedrige Gewichtung auf, obwohl dort in den kommenden Jahrzehnten zahlreiche attraktive Opportunitäten entstehen dürften. Deshalb habe ich in den vergangenen anderthalb Jahren meine Unternehmensbesuche in Asien intensiviert.

Auf der Suche nach neuen Investmentopportunitäten in Asien

Asien ist mit rund fünf Milliarden Menschen, etwa vier Prozent jährlichem Wirtschaftswachstum und hoher Innovationskraft ein faszinierender Kontinent. Mit China, Japan, Südkorea und Indien stammen vier der fünf aktivsten Patentanmelder aus der Region. Viele neue unternehmerische Erfolgsgeschichten dürften in den kommenden Jahrzehnten in diesen Ländern aufgebaut werden. Deshalb war ich in den letzten 18 Monaten für Unternehmensbesuche und Konferenzen zweimal in Indien (Mumbai und Bangalore), sowie in Hongkong und Beijing. Im Oktober habe ich zudem vier Wochen von Seoul aus gearbeitet und zahlreiche südkoreanische Unternehmen getroffen. Die Dichte an motivierten Unternehmern und spannenden Geschäftsmodellen hat mich beeindruckt.

Kurzfristig erwarte ich nicht, dass Investments aus Asien eine große Rolle im Intrinsic Fonds spielen werden. Der Aufbau eines belastbaren Verständnisses für Unternehmen, Industriestrukturen, und regulatorische Gegebenheiten ebenso wie der Aufbau lokaler Netzwerke zu Investoren und Banken benötigt Zeit. Die Reisen sind dennoch wertvoll. Erstens liefern sie wichtige Referenzpunkte für die bestehenden Beteiligungen des Fonds. Digitale Plattformen in China (zum Beispiel Tencent oder Meituan) und Südkorea (zum Beispiel Coupang oder Kakao) zählen zu den innovativsten Unternehmen weltweit. Erkenntnisse zu deren Geschäftsmodell, Kundenverhalten und Kundenprofitabilität helfen mir, die weitere Entwicklung von MercadoLibre oder Nubank besser einzuordnen. Zweitens treten immer mehr chinesische Unternehmen auf den Weltmarkt und verändern Wettbewerbsdynamiken.

Bei meinem Besuch von Xiaomi in Peking habe ich gesehen, wie ein chinesischer OEM innerhalb von nur vier Jahren ein Elektroauto entwickelt hat, das in Design und Qualität mit den besten Modellen reifer Märkte

konkurrieren kann. Ab 2027 soll der YU7 in Europa zu einem Preis starten, der deutlich unter dem der Wettbewerber liegt. Zudem hatte ich die Gelegenheit, mit dem selbstfahrenden Auto von Baidu durch Peking zu fahren. Über Partnerschaften mit Uber und Lyft dürfte die Technologie 2026 auch nach Europa kommen - zunächst nach Großbritannien. Chinas Ambitionen im Automobilsektor sind enorm und nach diesen Eindrücken erscheint es mir recht klar, dass die europäische Automobilindustrie vor großen Herausforderungen steht.



Eindrücke von meinen Unternehmensbesuchen/Store Visits bei: Baidu, Mixue, Chagee, Popmart, SK hynix, Hybe und Xiaomi

Drittens eröffnen mir die Unternehmensbesuche Zugang zu neuen Geschäftsmodellen. In China trifft eine ausgeprägte Teekultur auf börsennotierte Ketten mit hoher Expansionsgeschwindigkeit: Mixue, ein Niedrigkosten-Franchise, betreibt rund 50.000 Teehäuser, während Chagee im Premiumsegment innerhalb von zwei Jahren von knapp 2000 auf rund 7000 Standorte wuchs - bei einer Ebitmarge von 23%. Beide gerieten zuletzt operativ unter Druck, weil die Online-Lieferplattformen die Nachfrage zunehmend steuern und somit Überrenditen der Teehäuser abschöpfen. Das unterstreicht, wie anspruchsvoll die Beurteilung nachhaltiger Wettbewerbsvorteile in neuen Märkten sein kann. In Seoul hat mich das „Korean Pop“ Label Hybe beeindruckt. Es profitiert vom globalen „K-Pop“-Boom, skaliert seine Erfolgsformel inzwischen auf Märkte wie Japan, USA oder Kolumbien und dürfte dieses Jahr mit der Band BTS die zuschauerstärkste Konzerttour aller Zeiten ausrichten. Ergänzend hat Hybe eine Superfan-Plattform mit über zehn Millionen Nutzern weltweit aufgebaut.

Auch wenn aus diesen Unternehmensbesuchen bislang kein Investment entstand, schärfen sie meinen Blick und erhöhen die Qualität meiner Entscheidungen. Wie derzeit in Asien baue ich seit 2012 auch in Afrika systematisch Wissen und Kontakte auf. In dieser Zeit traf ich Unternehmen in Kenia, Namibia, Ruanda, Uganda sowie regelmäßig in Südafrika. Daraus entstand mit Argent Industrial das erste Afrika-Investment des Fonds und dies ist zugleich ein gutes Beispiel für den langen Vorlauf meines Researchs: 2021 begann meine Analyse, 2023 sprach ich erstmals mit dem Unternehmen, im Jahr 2024 erfolgten mehrere

Managementtreffen in Großbritannien und Südafrika und im Jahr 2025 entwickelte sich Argent zu einer Kernposition im Fonds. Obwohl in Südafrika verwurzelt, stammen heute rund 70% der Gewinne von außerhalb Afrikas. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von 5 bietet eine attraktive Investmentmöglichkeit für den Intrinsic Fonds.

Argent Industrial: Dezentrale Unternehmensführung kombiniert mit rationaler Kapitalallokation

Argent Industrial ist eine südafrikanische Investmentholding mit 24 Beteiligungen in der verarbeitenden Industrie. Operativ agieren die Unternehmen selbstständig, nur die Kapitalallokation wird auf Holdingebene gesteuert. Sie kombiniert Reinvestitionen in den operativen Betrieb, Zukäufe von weiteren Beteiligungen sowie substanzielle Aktienrückkäufe und Dividenden. In den letzten zehn Jahren stiegen die Umsätze jährlich im Schnitt um 4%, der operative Gewinn um 20% und der Gewinn pro Aktie um 33%. Diese Zahlen zeigen bereits, dass sich das Unternehmensprofil von Argent Industrial in den letzten zehn Jahren grundlegend verändert hat. Seit einer Phase mit operativen Problemen in den Jahren 2015 bis 2018 konzentriert sich das Management konsequent auf Beteiligungen mit hohen Kapitalrenditen und realloziert überschüssiges Kapital in Industrieunternehmen außerhalb Afrikas.

Argent Industrial wurde 1993 in Südafrika als Scharrig Industrial Holdings vom niederländischen Unternehmer Teunis Scharrighuisen gegründet. Er ist bis heute Chairman und hält noch 2% der Anteile, das restliche Management besitzt weitere 5% der ausstehenden Aktien. 1994 folgte das Listing an der Johannesburger Börse und im Jahr 1999 wurde das Unternehmen in Argent Industrial umbenannt. Der Name Argent zeigt den Fokus des Unternehmens auf die metallverarbeitende Industrie. Bis ins Jahr 2015 blieb Argent Industrial durch südafrikanische Beteiligungen geprägt und wuchs organisch sowie durch Übernahmen in eine Industrieholding mit rund 100 Millionen Euro Umsatz. Die politischen und wirtschaftlichen Probleme in Südafrika führten 2015 bis 2018 wiederholt zu operativen Schwierigkeiten und damit zu einer grundlegenden Neuausrichtung des Unternehmens.

In dieser Phase stieg der britische Investor Milkwood Capital - dessen Fondsmanager ich von den Berkshire Hathaway Hauptversammlungen in Omaha kenne - bei Argent Industrial ein und veränderte gemeinsam mit dem Management die Beteiligungsstruktur des Unternehmens. Beteiligungen mit niedrigen Kapitalrenditen und ein großer Immobilienbestand wurden veräußert und der Fokus auf die Beteiligungen mit hohen Kapitalrenditen gelegt. Mit den Verkaufserlösen wurden vor allem Beteiligungen außerhalb Afrikas erworben, insbesondere in Großbritannien. Dadurch stieg die Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) von 3% im Jahr 2015 auf heute über 17%. Gleichzeitig wurde die Anzahl der ausstehenden Aktien durch Rückkäufe von 92 Millionen im Jahr 2015 auf heute knapp 54 Millionen Aktien verringert. Die Beteiligungen sind dezentral geführt und werden ermutigt, unternehmerische Entscheidungen zu treffen. Diese unternehmerische Unternehmenskultur hat CEO Treve Henry über viele Jahre aufgebaut.

Die unternehmerische Leitzentrale: Treve Henry

Treve Henry begann 1995 bei einer Argent-Beteiligung im Finanzbereich. Bereits im Jahr 1997 wurde Treve CFO von Argent Industrial und 1998 vom Aufsichtsrat zum CEO ernannt. Treve hat gemeinsam mit COO Fred Litschka³ einen unternehmerischen, nüchternen Managementstil geprägt. Beide kennen sich noch aus ihrem

³ Fred ist seit 2005 im Vorstand von Argent Industrial und wird dieses Jahr in den Ruhestand gehen.

Studium in Johannesburg, als sie sich ein Zimmer teilten. 2005 überzeugte Treve dann Fred, zu Argent zu kommen und mit ihm das Unternehmen aufzubauen. Bereits in meiner ersten Kommunikation mit Treve wurde der nüchterne Managementstil offensichtlich. Nachdem ich am 27.12.2023 eine E-Mail mit Themen und Fragen für ein Telefonat geschickt hatte, antwortete Treve bereits am nächsten Tag persönlich – knapp und präzise direkt in meiner Mail (siehe unten in rot):

You asked on which topics I would like to learn more. These are a few topics I would like to learn more about:

1. Culture
 - a. How do you see the culture in the Argent Industrial Holding? What are strengths vs weaknesses?
We push the subsidiaries to be entrepreneurial whilst influencing the culture and controlling the systems , cashflow , insurance and capital
 - b. What is the management style towards the subsidiaries? How active, how decentralised? Do you try to add value or leave them by themselves?
The subsidiaries are decentralized and must run themselves , we pay people to run the subsidiaries
 - c. What have been the biggest mistakes in the past (people wise, business wise)?
Business , buying Alan Maskew People , taking too long in tossing a tweet
 - d. Incentivization structure for Management and subsidiaries?
Management and Argent Directors are incentivized on the same schemeit is covered in our annual report
The majority of the subsidiary management have to benefit before the Argent Directors do
2. Capital Allocation
 - a. How do you decide how to use surplus cash?
We are currently looking for an acquisition
 - b. How do you prioritise between internal and external use of surplus cash?
All our internal requirements are already done
 - c. Is there a right amount of subsidiaries? How do you manage potentially increased scale 10 years from now? Whats the right management structure for that?
The current structure would handle it , if not it would require an additional financial accountant , something we continuously train
 - d. If you decide to give back money to shareholders, how do you decide between dividends and buybacks?
We pay back a minimum of 30 percent of our after tax profitswe plan on maintaining the current Dividend ratio , the rest is done via share buy backs
3. Acquisition process
 - a. How do you find deals? Who has the responsibility for the process? How much of process is outsourced?
We don't outsource anything , we have sell side brokers that send us options , all copied would be involved
 - b. How do you set expectations for the acquisitions, who is following up on that?
We work as a team
Maintainable income , PE of 6 post tax , manufacturing with a brand of sorts in an environment where we can control the sales direction
 - c. What has worked well, where have mistakes happened in the past?
Everything has worked out well , within reason however Alan Maskew was a disasterwe did manage to sell it
In addition we have started new Companies and done a few add on's over the years
Currently have Xpanda in the UK and a new start up in France
4. Business
 - a. What are the main KPIs that you manage the holding with? Which of them are most important for the subsidiaries?
We try and target 15% of pre tax profit to turnover
 - b. How transparent are metrics between the subsidiaries, what ways for sharing of best practices are there (or maybe not)?
We share an copy all ...no secrets
 - c. Cyclical in the business?
Depends on the business
5. Geographical focus
 - a. You talk in the Risk Mgt section of the AR 2023 about diversifying away from SA – what are your thoughts on that for the next 5-10 years?
Depends on the opportunitiesSA has a number of challenges , the biggest being BEE (corruption) and the very inefficient legal system
What are worst case scenarios?
We are very hands on so we will handle issues as and when they happen
 - b. What gives you confidence to find good reinvestment opportunities in UK or other geographies? Why should you get the good deals?
The harder we work the luckier we get

Diese Mail zeigt, wie sich Argent Industrials ergebnisorientierte Unternehmenskultur auch in der Kommunikation widerspiegelt. Die Beteiligungen agieren weitgehend eigenständig und die Management Teams werden über direkte Gewinnbeteiligungen vergütet. Argent stellt das erforderliche Wachstumskapital bereit und fordert eine kontinuierliche Weiterentwicklung ein. Überschüssige Cashflows fließen dann in Zukäufe sowie Aktienrückkäufe und Dividenden. Seit 2016 wurden neun Unternehmen zugekauft – insbesondere mit dem Ziel, Umsätze außerhalb Afrikas zu erhöhen. Heute stammen circa 70% der Gewinne aus Regionen außerhalb Afrikas.

Argent Industrials Refokussierung

Im Jahr 2017 signalisiert Treve Henry erstmals im Geschäftsbericht, zukünftiges Kapital außerhalb von Afrika zu allokalieren:

„The groups offshore profit will be, where possible, used to make further investments into offshore brand operations, while local profits and cash generating restructures will be used to reduce the overdraft and buy-back the companies shares.“

Im Jahr 2019 ist die Formulierung dann noch eindeutiger:

„Argent will continue to disinvest out of its South African companies where it believes that funds would be better invested offshore, buy back its own shares and/or return the excess funds to its shareholders.“

Genau das wurde seitdem umgesetzt. Bereits im Geschäftsjahr 2020 wurden über 60% der Gewinne außerhalb Afrikas erzielt und diese Zahl ist seitdem weiter auf etwa 70% gestiegen. Die erste Übernahme nach der Refokussierung war im Jahr 2017 das britische Unternehmen OSA Door Parts.

Bei meinem Besuch von OSA Door Parts in Runcorn nahe Manchester im Jahr 2024 traf ich ein Unternehmen, das exemplarisch für die Investmentphilosophie von Argent Industrial steht: dem Zukauf von metallverarbeitenden Unternehmen, meist mit einer etablierten Marke und einem bestehenden Distributionsnetz. Passend dazu lautet Argents Leitsatz „Inspired by metal, driven by results“. OSA Door Parts fertigt Industrietore, wie zum Beispiel Warenlagertore oder Schnellauftore als kundenspezifische Einzelanfertigungen. Je nach Komplexität kostet eine solches Tor bis zu 10.000 Euro bei Ebitmargen von etwa 20%. Die Übernahme 2016 ergab sich aus einer Sondersituation: Der Eigentümer wollte nach mehreren Verkäufen auch das letzte verbliebene Unternehmen unkompliziert abgeben und verhandelte den Preis nur begrenzt. Der Bewertungsmultiple auf den Nachsteuergewinn lag deshalb bei günstigen 5x. Im Jahr der Übernahme erzielte OSA 400.000 britische Pfund Nachsteuergewinn, im letzten Jahr lag der Gewinn bei etwa einer Million Pfund.

Argent Industrials Portfolio ist über verschiedene Nischen der verarbeitenden Industrie diversifiziert: von Industrietoren (OSA Door Parts), über Industrieleitern (Castor and Ladder), Bremssysteme für Eisenbahnen (New Joules), Sicherheitszäune (Xpanda) bis zu Befüllungslösungen für Flugzeuge (Fluid Transfer). Eine gewisse Konzentration besteht nur im Bereich mobiler Tanklager und Befüllungslösungen, der heute rund 25% des Gewinns ausmacht. Den Einstieg markierte 2018 der Zukauf des britischen Unternehmens Fuel Proof, dessen Tanks beispielsweise auf Baustellen oder zur Energiesicherung verwendet werden. Später folgten mit Fluid Transfer und Flofuel Support zwei weitere britische Unternehmen. Beide wurden 2022 während der Pandemie erworben, als die Geschäftsmodelle temporär unter Druck standen. Argents langfristige Beteiligungsstrategie ermöglichte hier antizyklische Käufe zu attraktiven Preisen.

Seit 2017 hat Argent neun Unternehmen zu einem durchschnittlichen Kaufmultiple von knapp 6x Nachsteuergewinn zugekauft. In den vergangenen fünf Jahren investierte Argent gut 25 Millionen Euro in das bestehende Geschäft und weitere 12 Millionen Euro in Akquisitionen. Auf diese insgesamt 37 Millionen Euro Kapital wurde ein zusätzlicher Nachsteuergewinn von knapp 10 Millionen Euro erzielt. Das entspricht einer Rendite von 26% auf das zusätzlich investierte Kapital. Natürlich war nicht jede Akquisition ein Volltreffer, doch das Team um Treve Henry und Fred Litschka hat über Jahre bewiesen, dass es gleichzeitig eine unternehmerische Kultur innerhalb der Unternehmen verankert und ein gutes Händchen für Zukäufe hat. Wie ist Argent Industrial nun bewertet?

Südafrikanische Börsennotiz bietet eine attraktive Investmentopportunität

Wie entwickelt sich der Aktienkurs eines Unternehmens, das inkrementelle Kapitalrenditen von 26% aufweist, den Gewinn je Aktie in den vergangenen zehn Jahren um 30% pro Jahr steigerte, einen überzeugenden Track Record für Akquisitionen aufweist und die Aktienzahl um 40% reduziert hat? Die Antwort liegt nahe: sehr gut. Argent Industrial erzielte in den letzten zehn Jahren durchschnittlich eine jährliche Kursentwicklung von 23% in südafrikanischen Rand und 19% in Euro zuzüglich hoher Dividendenerträge. Auch der Intrinsic Fonds hat bereits von der guten Kursentwicklung profitiert.⁴ Was bedeutet das jedoch für die heutige Bewertung?

Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Argent Industrial bei heutigen Wechselkursen einen Umsatz von rund 140 Millionen Euro. Der Nachsteuergewinn (nach Minderheitsanteilen) lag bei gut 14 Millionen Euro und dürfte im laufenden - zum 31. März endenden Geschäftsjahr - auf knapp 16 Millionen Euro steigen. Aktuell sind 53,9 Millionen Aktien ausstehend und der Aktienkurs beträgt 33,5 ZAR. Das entspricht einer Marktkapitalisierung von 1,8 Milliarden Rand oder 96 Millionen Euro. Daraus ergibt sich ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von etwa 6. Zusätzlich hält Argent momentan überschüssige Barmittel in Höhe von 20 Millionen Euro. Bereinigt um diesen Kassenbestand liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis nur bei knapp 5. Entscheidend ist jedoch, wie das Management dieses Kapital künftig zu vergleichbar hohen Kapitalrenditen einsetzt. Blicke es ungenutzt auf der Bilanz, wäre ein Bewertungsabschlag gerechtfertigt. Selbst dann wäre ein Gewinnmultiple von 6 aus meiner Sicht allerdings deutlich zu niedrig.

Argent hat in der Vergangenheit gezeigt, dass es Liquidität rational einsetzt. Ich erwarte deshalb, eine jährliche Rendite von über 15% nach Wechselkurseffekten zu erzielen. Diese setzt sich zusammen aus der Einstiegsrendite, einer moderaten Multiple-Expansion und weiter steigenden Gewinnen aus organischem sowie anorganischem Wachstum. Darüber hinaus bestehen mehrere Optionen, die aus einem guten ein sehr gutes Investment machen könnten. Eine Möglichkeit sind fortgesetzte Aktienrückkäufe. Dazu benötigt das Unternehmen weiteres Kapital in Südafrika. Argent Industrial besitzt aus der Historie noch den Stahlhändler Phoenix Steel. Ein Verkauf zum richtigen Zeitpunkt könnte 10 Millionen Euro in die Kasse bringen und weitere Rückkäufe finanzieren. Eine andere Option ist der Wechsel der Börsennotierung nach Europa oder Nordamerika. Dort werden vergleichbare Unternehmen deutlich höher bewertet, was als Katalysator für Argents Bewertung wirken könnte.

Es besteht jedoch keinerlei Zeitdruck. Mit diesem Investment partizipieren wir an der operativen Entwicklung einer Holding mit Beteiligungen in attraktiven Nischen - geführt von intrinsisch motivierten Unternehmern. Also genau die Art von Unternehmen, die ich mit der Investmentphilosophie des Intrinsic Fonds suche. Wenn Sie den Fonds gerne näher kennenlernen möchten, bietet unser jährliches Investorentreffen auf der Godesburg in Bonn-Bad Godesberg eine geeignete Gelegenheit. Gemeinsam mit den Kollegen der Long-Term Group erläutern wir dort unsere Investmentphilosophie und diskutieren ausgewählte Investments aus den jeweiligen Fonds. Wir freuen uns daher, Sie zu unserem jährlichen Investorentreffen am Samstag, den 30. Mai 2026 einzuladen. [Die Anmeldung ist direkt hier möglich](#) und eine persönliche Einladung wird in nächster Zeit folgen.

Ich wünsche Ihnen eine gute erste Jahreshälfte 2026,
Clemens Lotz

⁴ Der durchschnittliche Einstandskurs liegt bei 22,4 ZAR.

Disclaimer:

Dies ist eine Marketing-Anzeige: Bitte lesen Sie den Prospekt des AIF, das Informationsdokument des AIF und das KIID/KID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die CL Capital 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).

English: **This is Marketing advertisement:** Please read the AIF prospectus, the AIF information document, and the KIID/KID before making a final investment decision. CL Capital 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).