

DER FONDS ANALYST

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

Nr. 12 vom 27. Mai 2024
Erscheinungsweise: 14-tägig
24. Jahrgang

Liebe Leserinnen und Leser,

zum Jahreswechsel 2023 verließen die Fondsmanager René Kerkhoff und Maximilian-Benedikt Köhn den Finanzdienstleister DJE.

Beide machten sich mit der Fondsboutique Köhn & Kerkhoff selbständig und legten am 17.10.2023 den **K&K - Wachstum & Innovation (WKN A3ERMG)** auf. Die Vita und die bisherigen Erfolge der beiden können sich mehr als sehen lassen: Köhn studierte an der Universität Köln (BSc in VWL sowie BSc in BWL) und absolvierte seine Masterstudien (2 x MSc) in São Paulo, Lissabon sowie London. Außerdem: Promotion im Bereich Behavioral Finance. Des Weiteren war er im Investmentbanking bei der Commerzbank und bei den „Big Four“ tätig (Deloitte & EY). Von 2016 bis 2022 war er Analyst und Portfoliomanager bei der DJE Kapital AG, hauptverantwortlich für die Bereiche HealthCare und Chemicals sowie verantwortlicher Fondsmanager für den Fonds „DJE – Europa“ und Co-Portfoliomanager für den Fonds „DJE – Mittelstand & Innovation“. Kerkhoff studierte Betriebswirtschaftslehre (BSc) mit Schwerpunkt Finanzwissenschaft an der Steinbeis Hochschule. Außerdem war er im Bereich Equity Research der Baader Bank AG tätig. Zuletzt war er von 2017 bis 2022 Analyst und Portfoliomanager bei der DJE Kapital AG und dort hauptverantwortlich für die Bereiche Technologie, Internet, Software und E-Commerce sowie verantwortlicher Fondsmanager für den Fonds „DJE – Mittelstand & Innovation“ und Co-Portfoliomanager für den Fonds „DJE – Europa“.

Seit Januar 2023 sind beide Gründer und Geschäftsführer der Köhn & Kerkhoff GmbH mit Sitz in Pullach.

Das Fondsvolumen des DJE Mittelstand & Innovation konnte in der Spitze von ca. 80 Mio. Euro (2018) auf bis zu rund 250 Mio. Euro gesteigert werden. Beide Manager verwalteten in Summe direkt bis zu rund 3,5 Mrd. Euro (Fonds + direkte Aktien/Anleihen-Empfehlungen) und die Summe an Meetings lag historisch bei mehr als 300 jährlich; davon waren die Hälfte Management-

Meetings. Der in der Vergangenheit erreichte Track-Rekord macht Lust auf mehr: Die Performance lag bei mehr als 10 % p.a. bzw. +120 % innerhalb 3,5 Jahren bis zum Ukraine-Konflikt. Mehrfache Auszeichnungen (Refinitiv Lipper Award, Morningstar 5 Sterne etc.) unterstreichen die bisherigen Erfolge.

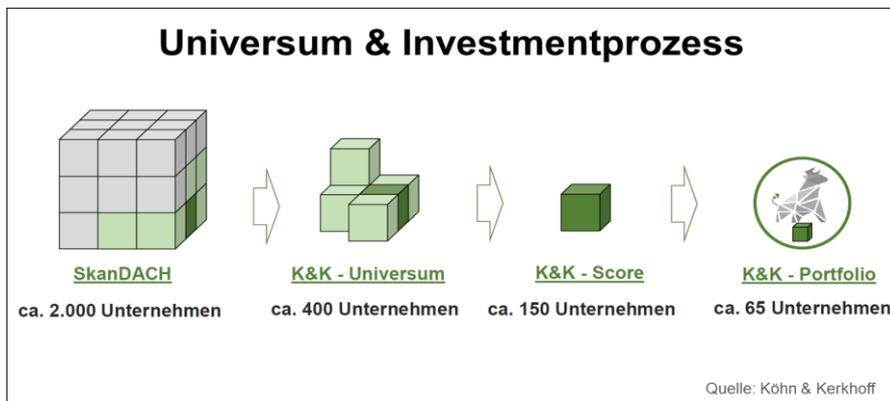
Was bewegt zwei erfolgreiche Fondsmanager, einen etablierten Asset-Manager zu verlassen, um eine eigene Fondsboutique zu gründen?

„Unser Beweggrund war der, dass wir unserer Leidenschaft, dem Stockpicking bei kleinen Nebenwerten, folgen wollten. Auch die Fokussierung auf nur ein Produkt war uns ein wichtiges Anliegen. Bei DJE waren wir ja weltweite Sektoranalysten sowie Fondsmanager, und da konnte man sich natürlich nicht so stark fokussieren. Und klar, unternehmerisches Handeln und für sich selbst bzw. für die eigene Firma zu arbeiten ist natürlich auch sehr angenehm“, so Kerkhoff.

Wir haben also hier zwei erfolgreiche Fondsmanager, die in bestimmten Sektoren (Köhn: Healthcare, Kerkhoff: Technologie) eine besondere Expertise aufweisen.

Ohne einem Blick auf das aktuelle Portfolio vorgreifen zu wollen: Der Fokus wird dementsprechend auf diesen beiden genannten Sektoren liegen, was sich in der Allokation widerspiegelt. Woher aber kommen die Investmentideen, die nicht aus einem der beiden Bereiche stammen? Dazu Maximilian Köhn: „Ja, der Technologie- und Healthcare-Sektor werden bei uns im Durchschnitt zusammen ca. 50 % des Portfolios ausmachen. Wir screenen allerdings ständig den Markt nach Ideen, egal aus welchem Bereich. Es handelt sich um eine Kombination aus der klassischen Top-down Analyse sowie der Bottom-up Analyse. Und natürlich spielt hier das Netzwerk, welches wir uns über die Jahre hinweg, auch bei DJE aufgebaut haben, eine entscheidende Rolle. Oftmals schauen wir uns aber auch große Trends an und analysieren dann, welche Unternehmen davon profitieren können. Wir kommen teilweise aber auch von der anderen Seite, sprich von den operativen Zahlen der Unternehmen, welche z.B. von hohen F&E-Investitionen, Patenten, Marktanteilgewinnen langfristig profitieren können. Aktuell sehen wir aufgrund der relativ niedrigen Bewertung und der weiterhin sehr guten Wachstumsperspektiven bei ausgewählten Unternehmen einmaliges Kurspotenzial, und dies in allen Sektoren!“ Aber nicht nur die besondere Expertise spricht dafür, die

Universum & Investmentprozess



beiden Sektoren höher zu gewichten. Denn insbesondere in diesen Bereichen finden die Manager spannende Investmentideen, und vor allem handelt es sich um nichtzyklische Branchen.

Wie eingangs erwähnt, legen die Fondsmanager großen Wert auf Unternehmensbesuche.

Doch welchen Mehrwert sehen Kerkhoff und Köhn in den zahlreichen Unternehmensbesuchen? Denn es gibt einige Manager-Kollegen, die davon nichts halten, da Unternehmenslenker im Gespräch sowieso nie etwas Negatives berichten, um eine etwaige Investition nicht zu gefährden. Bringen Besuche wirklich einen Mehrwert und sind keine vergeudete Zeit? Was erfährt man mehr im Vier-Augen-Gespräch? Kerkhoff: „Wichtig ist es, dass man von dem jeweiligen Gesprächspartner einen ‚Track-Record‘ hat, welchen man dann auswerten kann, sodass man nicht voreingenommen ist. So weiß man, wie das

Management in verschiedenen Phasen reagiert und wie dieses zu deuten ist. Das kann man sich aber nur mit einer jahrelangen Gesprächshistorie aufbauen. Zusätzlich stehen wir dem Management als ‚Sparringspartner‘ zur Verfügung und diskutieren dadurch auch verschiedene Szenarien in der operativen Entwicklung des Unternehmens. Wir versuchen auch mit der zweiten Managementebene zu sprechen, um ein breiteres Bild vom Unternehmen zu erkennen. So geben z.B. Werksbesichtigungen einen anderen Blick auf aktuelle Lagerbestände und Auslastungen. Wir haben einige Unternehmen im Portfolio, welche gar nicht von Analysten gecovert werden, und somit brauchen wir natürlich auch die Infos aus erster Hand, um unser eigenes Modell zu bauen. Abseits von den klassischen Management-Meetings, ist es aber auch wichtig, die einzelnen Produkte und Dienstleistungen eines Unternehmens zu verstehen.“

Mit ihrem neuen Fonds setzen die beiden Manager den geografischen Schwerpunkt auf Skandinavien und die DACH-Region.

Warum gerade diese Regionen? Dabei spielt unter anderem die Nähe zu den Unternehmen eine Rolle, die zahlreichen Unternehmensbesuche haben wir ja zuvor bereits beschrieben. Außerdem handelt es sich bei der SkanDACH-Region um die europäischen Länder mit dem höchsten Innovationsgrad und der höchsten Anzahl an Hidden Champions pro Einwohner. Die beiden Herren haben ein Renditeziel klar definiert, sie möchten mindestens 10 % p.a. über einen Zyklus für ihre Anleger erzielen. Dies ist zwar recht ambitioniert, bei früheren Mandaten ist dies jedoch bereits gelungen, und sie konnten seit Auflage eine Rendite von 30 % erwirtschaften. Der Fokus liegt auf Small- und Mid-Caps, eine fixe Mindest-Marktkapitalisierung gibt es nicht. Eine taktische Kassehaltung ist im Normalfall nicht vorgesehen, genauso wenig wie der Einsatz von Derivaten zur Absicherung. Ausnahmen bilden Sondersituationen, in denen man durchaus einen größeren Cash-Anteil aufbaut oder Short-Futures einsetzt. Normalerweise liegt die Investitionsquote allerdings bei mehr als 95 %. Die Investitionen erfolgen losgelöst von einer Benchmark; damit können die beiden erfahrenen

Stockpicker frei agieren und dadurch einen Mehrwert für ihre Investoren erzielen. Nun gibt es ja beileibe nicht wenige Fonds, die in europäische Small- und Mid-Caps investieren. Worin unterscheidet sich also dieser Fonds von seinen zahlreichen Mitbewerbern? Kerkhoff und Köhn nennen in diesem Zusammenhang beispielsweise „Skin in the Game“, d.h. sie sind beide selbst signifikant in ihrem eigenen Fonds investiert. Zudem konnten sie mit Jan Beckers von BIT Capital einen bekannten Investor für ihre Strategie gewinnen. Die Nähe zu den jeweiligen

Managements sowie der beschriebene Fokus auf die Sektoren Technologie sowie Healthcare und die Länder aus der SkanDACH-Region sind weitere Unterscheidungsmerkmale. Erwartet wird eine Turnover-Ratio von 50 % bis 70 %. Einen speziellen Nachhaltigkeitsfilter oder einen Ausschluss bestimmter Branchen gibt es nicht, allerdings ist das Portfolio durch die Allokation von gründer- bzw. familiengeführten Unternehmen bereits sehr nachhaltig aufgestellt. Als Informationsquellen werden die Research-Ressourcen vieler großen



Häuser und Banken in Skandinavien sowie Deutschland und der Schweiz genutzt.

Den Kern des Auswahlprozesses bildet ein Scoring-Modell:

Im Rahmen der Analyse werden fünf verschiedene Faktoren (qualitativ und quantitativ) analysiert und ausgewertet. Es handelt sich um Unternehmensfaktoren (z.B. Geschäftsmodell, Wettbewerbsvorteil), Bewertungen (u.a. Umsatz- und Gewinnwachstum), Management (Fluktuation auf C-Level), Sentiment & Momentum, Liquidität & Sicherheit (tägliches Handelsvolumen und Marktkapitalisierung). Diese Faktoren werden benotet (0 bis 10) und je nach Gesamt-Score erfolgt die finale Einschätzung (Kauf, Neutral oder Verkauf). Dazu Maximilian Köhn: „Der Analyseprozess ist klar definiert. Einer der wichtigsten Parameter ist hier der Kontakt und Austausch mit dem Management eines Unternehmens. Gleichzeitig spielt hier auch das K&K Scoring-Modell eine wichtige Rolle, denn neben klassischen Bewertungskennziffern (z.B. EV/EBITDA, PEG oder FCF-Yield) sind auch qualitative Faktoren (Managementqualität/Fluktuation auf C-Level) entscheidend“. Üblicherweise werden 65 bis 75 Titel im Portfolio allokiert. „Die Top 10 Werte machen ca. ein Drittel des Gesamtportfolios aus. Dabei sind manche Werte kurzfristig auch über 5 % gewichtet, in der Regel liegt die maximale prozentuale Gewichtung aber bei ca. 3,5 %. Die Anfangsposition eines Titels beträgt ca. 0,75 % und

wird dann sukzessive ausgebaut, zu kleine Gewichtungen von Titeln im Portfolio sind nicht beitragsorientiert, sodass die Mindest-Gewichtung etwa auch diese 0,75 % darstellt“, ergänzt Köhn.

K&K – Wachstum & Innovation	
WKN	A3ERMG
Aufliedatun	17.10.2023
Fonduolun	ca. 20 Mio. Euro
Verantwrtlich	Köhn & Kerkhoff GmbH
Peergruou	Aktien Europa Nebenwerte (ohne Großbritannien)
Kontakt	https://koehnungkerkhoff.de/

Die Branchen- und Länderallokation sind das Ergebnis des Stockpickings. Die beiden Manager sind recht frei, was die Zusammensetzung des Portfolios betrifft, es gibt diesbezüglich keine Grenzen. Als Orientierungswert kann man 40 % Deutschland, 40 % Skandinavien und 20 % Schweiz (+ restliche) ansetzen.

Die sog. Small-Cap-Prämie (vs. Large-Caps) ist bekanntermaßen dahingeschmolzen.

Viele Marktteilnehmer sehen insbesondere in Zinssenkungen den Trigger, der dann den Small-Caps wieder zu alter Stärke verhilft und die Underperformance vs. Large-Caps auflösen wird. Inwieweit ist das Portfolio des **K&K - Wachstum & Innovation** zinssensibel und was muss passieren, damit die Small-Caps aus dem Dornröschen-Schlaf endlich erwachen (oder ist das evtl. bereits im Gange?!)? Dazu Kerkhoffs Einschätzungen: „Teilweise erwachen die Small-Caps schon aus dem Dornröschenschlaf, aber nur punktuell. Der breite Markt ist noch im Schlaf. Zinssenkungen sind natürlich einer der Trigger, zumal unsere Strategie eher einen Growth-Ansatz verfolgt und von Zinssenkungen entsprechend profitieren würde. Interessant ist: Historisch betrachtet sind 12 Monate nach der ersten Zinssenkung die Small-/Mid-Caps um knapp 15 % besser gelaufen als die Large-Caps. Wichtig ist auch, dass das Sentiment für Nebenwerte wieder zurückkommt. Denn langfristig haben – selbst mit den letzten 2 Jahren Underperformance – Nebenwerte die Large-Caps massiv outperformt.“

Wie gehen Kerkhoff und Köhn damit um, dass Deutschland bzw. Europa derzeit nicht unbedingt einen guten Ruf hat?

Wieviele der Umsätze erwirtschaften die allokierten Unternehmen evtl. außerhalb Europas, um nicht nur auf Europa angewiesen zu sein? René Kerkhoff: „Ca. ein Drittel der Umsätze unserer Unternehmen werden außerhalb der EU erwirtschaftet. Nun werden aber zum ersten Mal in der Historie wahrscheinlich

die Zinsen in der EU vor denen in den USA gesenkt. Dies könnte europäischen Aktien stärkeren Rückenwind geben, die USA sind auch schon sehr gut gelaufen. Regional betrachtet finden wir vor allem Skandinavien weiter interessant. Hier sollten sich die ersten Zinssenkungen sehr schnell positiv auf das konjunkturelle Umfeld auswirken. In Skandinavien ist der größte Teil der privaten Immobilienfinanzierungen variabel verzinst, wodurch die ersten Zinssenkungen einen sofort spürbaren Effekt auf das reale Einkommen der Bevölkerung haben.“ Zu den Top-Ten-Positionen gehören (per 23.05.) Hypoport (3,2 %), Mensch & Maschine (3,1 %), GN Store Nord (3 %), Bonesupport Holding (2,9 %), CeoTronics (2,8 %), Theon International (2,6 %), Zealand Pharma (2,5 %), Envipco (2,3 %), All for One (2,2 %) oder auch die Newron Pharmaceutical mit einer Gewichtung von 2,1 %. Mit Mittelzuflüssen von jüngst rund 6,5 Mio. Euro wurde bereits jetzt schon die 20 Mio. Euro Marke geknackt.

Fazit:

René Kerkhoff und sein Kollege Maximilian-Benedikt Köhn knüpfen mit ihrem neuen Fonds nahtlos an ihre Erfolgsgeschichten an. Vom Start weg kann man ihre Handschrift und Expertise erkennen, und wir sind sehr zuversichtlich, dass wir noch einiges von den beiden erwarten dürfen. Auch die Schlagzeile, die die Manager gerne einmal über ihren Fonds lesen würden, ist aus unserer Sicht realistisch. Diese lautet: „K&K – Wachstum & Innovation knackt die 100%-Performance seit Auflage“.

Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir herzlichst

„Der Mensch: das einzige Lebewesen, das erröten kann. Es ist aber auch das einzige, das Grund dazu hat.“

Mark Twain

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. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang Verlag: Greiff Research Institut GmbH, Munzinger Str. 5a, D-79111 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Markus Kaiser • 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.