

## 8. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)  
im Zeitraum 01.10.2018-31.12.2018

Köln, 07. Januar 2019

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

wir danken Ihnen sehr für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Anhand unserer Quartalsberichte möchten wir Ihnen einen Einblick in unser Vorgehen und unsere Denkweise ermöglichen. Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung, unsere Kontaktdaten finden Sie am Ende des Berichtes.

Die monatliche Entwicklung des NAVs des *SQUAD Aguja Opportunities I* seit Auflage am 05.12.2016:

In %	Jan.	Feb.	Mär.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Jahr
2016												1,62	1,62
2017	1,17	1,53	1,80	2,03	2,68	-0,07	0,67	-1,30	2,38	1,28	0,91	0,44	14,31
2018	0,66	-2,60	-3,50	0,77	0,25	-1,08	1,83	-0,38	0,24	-5,80	-0,49	-2,05	-11,72

Die Allokation am 31.12.2018, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	70%	Deutschland:	43%
davon Aktien mit Anleihecharakter:	28%	Restl. Europa:	34%
Anleihen:	22%	Nordamerika:	14%
davon Hybridanleihen:	5%	Asien:	0%
davon Wandelanleihen:	7%	Sonstiges:	1%
davon Senior Anleihen:	11%	Kasse:	8%
Kasse:	8%		
Derivate:	0%		

Stand: 31.12.2018, Quelle: Axxion S.A.

*Disclaimer: Bei den in diesem Bericht besprochenen Titeln handelt es sich um ehemalige und aktuelle Fondsinvestments. Dies dient lediglich Informationszwecken und stellt in keinster Weise eine Kaufempfehlung dar. Quelle für Kursangaben und Wertentwicklungen im Text ist - soweit nichts anderes genannt wird - Bloomberg.*

### Rückblick: Verlauf des letzten Quartals und Positionierung

#### Marktumfeld:

Das vierte Quartal 2018 war eines der schwächsten Quartale für Aktien seit langer Zeit. S&P 500, DAX und Euro Stoxx 50 verloren zwischen 12-15%, der NASDAQ ca. 18% und der SDAX sogar fast 20%. Der Fonds verlor in diesem Umfeld 8,2%. Während sich sowohl US-, als auch Technologietitel in den ersten drei Quartalen deutlich besser als der restliche Markt entwickelt hatten, kam es nun auch hier zu deutlichen Rückgängen und die Divergenz der Kursentwicklung reduzierte sich. Einen einzelnen, konkreten Auslöser für die Korrektur hatte es nicht gegeben. Viel mehr war es das Zusammenspiel aus Konjunktursorgen, auch bedingt durch den Handelsstreit zwischen USA und China, Angst vor zu schnellen Zinsanhebungen durch die FED, Unsicherheit bzgl. einer Eskalation im Streit um den italienischen Haushalt und Ungewissheit bzgl. des anstehenden Brexits, die für schlechte Stimmung sorgten. Dies führte zu starkem Druck auf Aktien von konjunkturabhängigen Unternehmen, aber auch Mid- und Small-Caps generell gerieten teilweise unter Druck (sowohl in Europa, als auch in USA), auch wenn die operative Entwicklung der Unternehmen dies nicht unbedingt rechtfertigte. Der Fonds war in diesem Umfeld mit Beginn des Quartals mit einer Kassequote von ca. 12% und Aktienquote (ohne Aktien mit Anleihecharakter) von ca. 46% defensiver aufgestellt.

#### *Entwicklung im Bereich Aktien – positive Beiträge:*

Von Juli bis Oktober hatte der Fonds eine Position in der finnischen Pizzakette **Kotipizza** zu Kursen im Bereich 15-17 Euro aufgebaut. Ende November wurde der Firma ein Übernahmeangebot in Höhe von 23 Euro unterbreitet. Zuvor war die Aktie von Hochs um knapp 19 Euro Ende September im Zuge der Marktschwäche um etwas über 10% gefallen. Das Angebot zeigt, dass auch strategische Investoren fundamental unbegründete Kursrücksetzer ausnutzen und sich das Vertrauen in die eigene fundamentale Bewertung gerade in volatilen Phasen auszahlt. Die gebotenen 23 Euro entsprachen in etwa dem von uns ermittelten fundamentalen Wert des Unternehmens. Das Angebot stellte eine Prämie von 38,6% zum Vortageskurs dar. Ende Dezember gab es dann ein weiteres Übernahmeangebot, diesmal für die spanische Kernposition **Telepizza**. Der Private Equity Investor KKR, der bereits Großaktionär des Unternehmens ist, bietet 6 EUR pro Aktie - was einem Aufschlag von ca. 24% zum Vortageskurs entspricht. Der britische Sandwich-Hersteller **Greencore**, der einer der Titel war, der die Fondsentwicklung im ersten Quartal belastete und sich in der Folge aber wieder stark erholen konnte, gab den Verkauf des US-Geschäfts zu einem höher als erwarteten Preis bekannt. Zudem wurde ein Tender-Angebot für eigene Aktien angekündigt, welches ca. 17% über dem Vortageskurs lag. Diese drei Ereignisse, wie auch weitere opportunistische Käufe von börsennotierten Gesellschaften durch Private Equity Investoren, sind ein Indiz für die in 2018 größer gewordene Diskrepanz zwischen Börsenkurs und fundamentalem Wert vieler Firmen.

#### *Entwicklung im Bereich Aktien – negative Beiträge:*

Andere Einzeltitel konnten sich nicht der negativen Entwicklung des Marktes im 4. Quartal entziehen, fundamental gab es jedoch wenig Neues und die Berichtssaison verlief für die meisten Portfoliounternehmen positiv. Die Aktie des Chemiedistributors **Brenntag** entwickelte sich schwach. Dies ist unserer Meinung nach vor allem auf die generelle Vorsicht gegenüber Unternehmen mit konjunkturabhängigen Geschäftsmodellen zurückzuführen. Allerdings wäre Brenntag von einer Konjunkturschwäche deutlich weniger betroffen als Chemieunternehmen generell, da die Firma hauptsächlich am Volumen und nicht am oft volatilen Preis der transportierten Chemikalien verdient. Selbst in den Krisenjahren 2008/2009 sind die Volumina relativ stabil geblieben und das EBITDA konnte sogar gesteigert werden. Operativ entwickelt sich das Unternehmen nach wie vor gut, was uns auch ein Besuch auf dem Capital Markets Day des Unternehmens zeigte, weshalb der Fonds weitere Aktien der Firma erwarb.

Die Aktie des britischen Reiseanbieters **On the Beach** verlor ebenfalls recht deutlich. Sorgen um den Brexit belasteten vermutlich ebenso, wie die Schwäche des Konkurrenten Thomas Cook, was den gesamten Sektor drückte (vgl. TUI). Trotz eines heißen Sommers und somit weniger Flugreisen konnte On the Beach aber sehr gute Zahlen vorlegen und Marktanteile gewinnen, was die Stärke des flexiblen online Geschäftsmodells nochmals unterstrich. **Facebook** litt unter der allgemeinen Technologie-Schwäche, zudem wurde das Sentiment von der anhaltend negativen Berichterstattung zur Datenverarbeitung und einer Klage des Washingtoner Generalstaatsanwalt wegen Verstößen gegen lokale Datenschutzregeln belastet. Der Fonds nutzte dies für Nachkäufe und baute die Position zum Ende des Jahres nochmals aus, da sich an der fundamentalen Situation wenig geändert hat. Ab 2019 soll erstmals Werbung auf WhatsApp im Statusbereich zu sehen sein, dieser wird von 450 Millionen Menschen genutzt. Die Monetarisierung des Nachrichtendienstes ist unserer Ansicht nach nicht in der Bewertung widerspiegelt und könnte - wie auch das weitere Wachstum von Instagram und FB/IG-Video - einen positiven Trigger in 2019 darstellen.

Die zuvor angesprochene Schwäche im Bereich Small-Caps führte zu teils deutlichen Kursrücksetzern bei Unternehmen wie **Allgeier** und **Wüstenrot & Württembergische**, obwohl es aus fundamentaler Sicht sogar positive Nachrichten gab (gute Quartalszahlen Wüstenrot & Württembergische und starker Ausblick von Allgeier für 2019). Auch hier nutzte der Fonds die Chance für Nachkäufe.

#### *Entwicklung im Bereich Aktien – sonstige Ereignisse:*

Neuigkeiten gab es bei **MAX Automation**. Zunächst berichtete das Unternehmen gute Quartalszahlen mit starkem Auftragseingang, sowie verbessertem Forderungs- und Prozessmanagement. Zudem kündigte der CEO des Unternehmens an seinen Vertrag nicht zu verlängern und den Weg für eine neue Managementstruktur freizumachen. Letzteres werten wir als positiv, denn nach mehreren Gesprächen mit dem Unternehmen im Anschluss an die enttäuschende Gewinnwarnung aufgrund von erhöhten Projektkosten waren wir von der Expertise des Managements im Bereich Projektmanagement nicht mehr überzeugt. Mit neuer Management- und Unternehmensstruktur (MAX Automation hat angekündigt Tochterunternehmen der IWM-Gruppe, der ELWEMA und der MAX Automation (Shanghai) zu veräußern) sehen wir MAX Automation aktuell wieder als spannendes Investment, welches nun von einem kompetenten Manager geführt wird. Rückblickend war es aber wohl ein Fehler unsererseits beim Aufkommen erster Zweifel an manchen Projekten der Firma zu damals noch höheren Kursen die Aktie nicht zu verkaufen.

#### *Entwicklung im Bereich Anleihen und Aktien mit Anleihecharakter:*

Positiv entwickelten sich **nicht angedienten Linde** Aktien, die von einer Erhöhung der Abfindung profitierten (aufgrund von „aktualisierten Annahmen hinsichtlich der voraussichtlich zu erzielenden Verkaufserlöse im Zuge von Veräußerungen“). Der Fonds hatte im November begonnen die Position aufgrund des günstig zu erwerbenden Nachbesserungsrechtes in einem potentiellen Spruchverfahren nach dem Squeeze-Out wieder auszubauen. Auch die Position in **innogy** (Übernahmesituation) entwickelte sich trotz schlechtem Marktumfeld positiv.

Aktien der **Stada** wurden im Rahmen des Delisting-Angebots vollständig angedient. Aufgrund des Delistings und der Tatsache, dass sich Elliott Management nun aus dem Investment zurückgezogen hat, minimieren sich nach unserer Ansicht die positiven Chancen. Unsere These, dass die Aktie aufgrund des attraktiven Beherrschungsvertrag und Squeeze-Out Phantasie zu Kursen um 90 Euro handeln könnte erwies sich somit als nicht korrekt. Dennoch schloss der Fonds das Investment in Stada insgesamt mit hohen Gewinnen ab.

Im Jahr 2018 wurde das Spruchverfahren der MAN SE mit einer Erhöhung der Ausgleichszahlung und Abfindung abgeschlossen. Daher gab es auch für den Fonds eine Nachzahlung aus dem Nachbesserungsrecht für Dividenden der MAN SE. Weitere Nachbesserungsrechte, die potentielle stille Reserven für den Fonds darstellen, kamen im 4. Quartal 2018 hinzu. Insgesamt in diesem Jahr verbucht wurden Nachbesserungsrechte aus den Beherrschungsverträgen mit laufendem Spruchverfahren McKesson Europe AG, Kabel Deutschland AG und Diebold Nixdorf AG, sowie dem Squeeze-Out der Buwog AG (im Rahmen der Übernahme durch die Vonovia SE).

Im Zuge der Konjunktursorgen verlor die Wandelanleihe von **Klößner**. Das Unternehmen berichtete zuletzt Q3 Zahlen, die etwas unter Erwartung lagen. Allerdings verfügt Klößner weiterhin über eine solide Bilanz. Fallende Stahlpreise würden den Ertrag des Unternehmens zwar belasten, gleichzeitig aber durch günstigere Einkaufspreise Kapital freisetzen und den Cash-Flow verbessern. Die Wandelanleihe kann 2021 zu 100% an das Unternehmen angedient werden. Sollten die Stahlpreise also fallen, so sollte das Unternehmen in zwei Jahren dennoch ohne allzu große Schwierigkeiten die Anleihe zurückbezahlen und/oder refinanzieren können. Wir sehen das Investment bzgl. Kreditwürdigkeitsrisiken aktuell relativ entspannt und erachten die Wandelanleihe als deutlich fehlgepreist.

Am 31.12.2018, bzw. 02.01.2019 wurden die Anleihen von **Spectrum Brands** (7,75%, USD, Laufzeit bis 2022) und **Platform Speciality Products** (6,5%, USD, Laufzeit bis 2022) zum Ende Januar 2019 zu Preisen über 100% gekündigt. Trotz einer Haltedauer von nur zwischen einem halben und eineinhalb Jahren (unterschiedliche Kaufzeitpunkte) werden die Anleihen nach erfolgtem Rückkauf eine annualisierte Rendite von ca. 3,6%-5,0% erwirtschaftet haben. Wir hatten eine Kündigung Anfang 2019 erwartet und in Antizipation einer guten Rendite trotz kurzer Laufzeit investiert.

#### *Neue Investments:*

Neben den oben genannten Linde Aktien neu investiert hat der Fonds unter anderem in **United Internet, Ahlsell AB und Radisson Hospitality AB**. Bei letzterem handelt es sich um eine attraktive Übernahmesituation mit defensivem Risikoprofil, die wir im Zuge des Fallbeispiels näher beschreiben möchten. Auch bei der schwedischen Ahlsell AB handelt es sich um eine Übernahmesituation, die zum Kaufzeitpunkt einen attraktiven Differenzbetrag zwischen Angebot und Aktienkurs aufwies. Zudem erscheint der gebotene Preis nicht weit vom fundamentalen Wert entfernt zu sein – vor der letzten Marktkorrektur wurde die Aktie noch im Bereich des Angebots gehandelt.

#### *Fazit:*

Im Rückblick auf das gesamte Jahr ergibt sich mit einer Wertentwicklung von ca. -11,7% kein zufriedenstellendes Ergebnis. Gerade im ersten Halbjahr, das, wie in den damaligen Berichten beschrieben von der Schwäche einzelner Titel geprägt war, verlor der Fonds etwas mehr als wir im Normalfall erwarten würden. Im zweiten Halbjahr stabilisierte sich der Fonds zumindest im Marktkontext, auch wenn das absolute Ergebnis ebenfalls negativ ausfiel. Allerdings war und ist die Entwicklung der Unternehmen operativ nach wie vor gut. Dies führte auch dazu, dass sich gerade Aktien von Unternehmen mit Schwächephasen in den ersten 6 Monaten 2018 im zweiten Halbjahr vergleichsweise besser hielten.

Auch wenn im gesamten Jahr fast keine Assetklasse eine positive Performance aufwies (zum Leidwesen vieler Multi-Asset-Strategien), so zeigten sich die Anleihen im Portfolio doch weitestgehend als stabiler Rückhalt. Allerdings fiel der stabilisierende Beitrag der Anleihen (und auch Aktien mit Anleihecharakter wie Beherrschungsverträge) etwas geringer aus, als man dies in einem solchen Jahr vielleicht erwarten würde. Grund war hauptsächlich die Sorge vor steigenden Leitzinsen der FED und ansteigende Risikoprämien für Unternehmensanleihen.

Das Jahr war unserer Meinung nach zudem geprägt durch eine Sektor-Rotation hin zu Konsum, Pharma und Versorger (konjunkturunabhängige Unternehmen). Auch die Divergenz zwischen nord-amerikanischen und europäischen Aktienmarkt prägte die Performance. Gerade solche Phasen können aber zu deutlichen Fehlbepreisungen führen, in denen sich der Preis kurzfristig deutlich vom fundamentalen Wert entkoppelt. Für langfristig orientierte Investoren und Stockpicker ergeben sich in solchen Situationen beste Gelegenheiten. Und auch Sondersituationen, wie Übernahmen und andere Kapitalmaßnahmen, kommen vermehrt vor und stellen interessante Opportunitäten dar. Wir sind daher für 2019 zuversichtlich gestimmt gute neue Investments zu finden und von der positiven Entwicklung bestehender Positionen zu profitieren.

### **Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen**

Zum Jahresende hin gerieten gerade die US-Märkte nahezu in einen Panik-Modus, was allerdings oft Vorbote einer Erholung sein kann. Zu den genannten Sorgen um eine Rezession in Verbindung mit zu starken Zinserhöhungen durch die FED kamen noch Gewinnwarnungen, speziell aus dem Halbleiter-Bereich, aber auch z.B. aus der Chemiebranche. Wenig förderlich erwiesen sich auch die Drohungen von Trump gegenüber Notenbank-Chef Powell. In Summe schienen viele der Kursbewegungen aber zu extrem, so dass wir für den Jahresbeginn wieder leicht positiv gestimmt waren. Zum einen gab es Anzeichen, dass sowohl die USA, als auch China, mehr und mehr die Konsequenzen des Handelsstreits spüren und diesen tatsächlich beilegen könnten. Zum anderen milderten Aussagen von Powell die Befürchtung einer zu aggressiven FED ab. Auch im Streit um das italienische Haushaltsbudget gab es zuletzt eine Einigung, so dass aktuell primär der Brexit als Unsicherheitsfaktor verbleibt. Sicherlich ist eine Einigung zwischen den USA und China noch in keiner Weise sicher und auch eine tatsächliche Abkühlung der Wirtschaft, sowohl in den USA, als auch in China und Deutschland kann nicht ausgeschlossen werden (allerdings muss man hierbei auch negative Sonderfaktoren, wie das neue WLTP-Messverfahren in der Autoindustrie für Deutschlands Wirtschaftsdaten in 2018, berücksichtigen). Andererseits haben die Märkte im vierten Quartal aber bereits eine gewisse Abmilderung des Wachstums eingepreist. Der Fonds hat deshalb das Aktien-Exposure zum Jahresende 2018, bzw. Start 2019 etwas erhöht – allerdings mit hohem Fokus auf Liquidität, um schnell handlungsfähig zu sein. Zudem wurden einige Titel, bei denen wir mit einer Erholung rechnen, aufgestockt und neue Positionen aufgebaut. Aufgestockt wurden unter anderem Brenntag, Allgeier und Facebook. Neu im Fonds sind unter anderem Aktien mit defensivem Profil wie von Radisson Hospitality AB und Ahlsell AB. Bei Neuinvestitionen messen wir aktuell der Konjunkturabhängigkeit und Liquidität aufgrund des vermutlich weiterhin volatilen Umfelds einen erhöhten Stellenwert zu und wollen den Anteil konjunkturreisistenter Titel nach und nach erhöhen, gleichzeitig aber auch Chancen durch übertrieben Kursschwankungen ausnutzen und Ausschau nach spannenden Sondersituationen mit anleiheähnlichen Risiko-/Rendite-Profilen halten. Wir sind zuversichtlich, dass auch das Jahr 2019 eine Vielzahl solcher Opportunitäten bieten wird – gerade aufgrund der erhöhten Volatilität.

### **Fallbeispiel: Radisson Hospitality AB**

**Zusammenfassung:** Die **Radisson Hospitality AB** (Radisson) ist ein Hotelunternehmen mit Listing in Schweden und Sitz in Belgien. Das Unternehmen managt und betreibt Hotels, unter anderem unter der bekannten Marke Radisson. 2016 kaufte die chinesische HNA Group einen Mehrheitsanteil am Unternehmen, geriet allerdings zuletzt finanziell unter Druck und war somit ein potentieller Verkäufer der Aktie. Für den Anteil von über 50% fand sich mit der chinesischen Hotelkette Jin Jiang aber ein Käufer. Aufgrund des Kontrollwechsels (>30%) war Jin Jiang nach schwedischem Übernahmerecht verpflichtet ein Angebot an alle ausstehenden Aktionäre abzugeben. Das Angebot, das keinen Bedingungen unterliegt, lag bei 40 SEK pro Aktie. Wir vermuteten, dass Jin Jiang ein Interesse an einer hohen Andienungsquote haben könnte und deshalb den Preis eventuell nachbessert. Eine Nachbesserung war unserer Meinung nach auch gerechtfertigt, da Radisson Hospitality AB immer noch eine der günstigsten Aktien in ihrem Sektor ist. Gleichzeitig erschien das Verlustrisiko äußerst gering, da die Übernahme bereits genehmigt ist und keine Mindestannahmequote vorliegt. Daher baute der Fonds eine Position in Radisson Hospitality auf. Am 04.01.2019 gab Jin Jiang eine Nachbesserung um 2,50 SEK auf 42,50 SEK je Aktie bekannt.

Das Unternehmen Radisson Hospitality Group wurde zunächst unter dem Namen SAS International Hotels von der skandinavischen SAS Group gegründet, die unter anderem durch die Fluggesellschaft SAS bekannt ist. In der Folgezeit wurden Franchise- und später auch Markenrechtsvereinbarungen mit dem amerikanischen Unternehmen Carlson Hotels (Carlson) für die Marke Radisson geschlossen. Die beiden Unternehmen wuchsen hierdurch näher aneinander und letztlich übernahm Carlson ca.

51% der Anteile an Radisson. Neben der Franchise-Beziehung gab es weitere Kooperationen, unter anderem im Bereich Technologie. Allerdings vernachlässigte Carlson in der Folgezeit Investitionen in IT und Markenimage etwas, was durch die enge Verbindung auch Radisson belastete.

Im Jahr 2016 übernahm die chinesische HNA Group (HNA) dann Carlson. Damit ging auch der Anteil von ca. 51% an Radisson an HNA über. Dies verpflichtete HNA zudem zu einem Pflichtangebot für die noch ausstehenden Aktien von Radisson, wodurch HNA weitere ca. 18% Anteil erhielt (in Summe also knapp 70% der Anteile an Radisson).

In dieser Zeit hatten wir uns erstmals mit Radisson beschäftigt. Denn HNA setzte ein neues Management ein, das ein umfangreiches Modernisierungskonzept erarbeitete. Buchungstechnologie, Marke und auch Hotels selbst sollten modernisiert werden, was letztlich zu höheren Einnahmen bei effizienterer Kostenstruktur führen sollte. In diesem Zuge wäre unserer Meinung nach auch eine Zusammenführung von Carlson und Radisson sinnvolle Option zum Heben von Synergieeffekten gewesen. Daher schlossen wir ein weiteres Angebot von HNA für die restlichen Anteile an Radisson nicht aus.

HNA ist allerdings ein etwas schwierig zu verstehender, chinesischer Mischkonzern, der wohl als Mischung aus Privatunternehmen und Staatskonzern interpretiert werden kann. Das Unternehmen hatte weltweit Anteile an allen möglichen Unternehmen gekauft. Hierdurch war unser Vertrauen in den Großaktionär eingeschränkt. Das böse Erwachen ließ tatsächlich nicht lange auf sich warten und HNA geriet in Liquiditätsschwierigkeiten. Um Liquidität zu beschaffen entschied sich HNA letztlich dazu, den Anteil an Radisson zu verkaufen.

Mit Jin Jiang, einer chinesischen Hotelkette, fand HNA relativ zügig einen neuen Käufer (bzw. ein Konsortium angeführt von Jin Jiang) für Radisson. Jin Jiang betreibt in China sehr erfolgreich Hotels, kennt sich also im Gegensatz zu HNA in der Branche gut aus. Zudem erscheint Jin Jiang ein legitimer Strategie mit entsprechender Größe und Interesse an einer Expansion nach Europa. Der Kauf machte aus dieser Betrachtung also auch strategisch Sinn. Vereinbart wurde ein Kaufpreis 35 SEK pro Aktie für die von HNA gehaltenen Anteile an Radisson. Hierdurch verpflichtete Jin Jiang sich auch dazu an die ausstehenden Aktionäre ein Angebot zu machen (mindestens 35 SEK pro Aktie). Ende 2018 gab Jin Jiang bekannt, den ausstehenden Aktionären ein Angebot von 40 SEK pro Aktie ohne weitere Bedingungen unterbreiten zu wollen.

Aus unserer Sicht eröffnete diese Situation eine spannende Opportunität. Da das Angebot keinen weiteren Bedingungen unterlag und die Transaktion bereits von den Behörden genehmigt worden war, erschien das Verlustrisiko durch ein Scheitern des Deals minimiert. Die Aktie handelte nur knapp über dem Gebot von 40 SEK. Auf der anderen Seite sahen wir durchaus Chancen dafür, dass das Angebot nochmals erhöht werden könnte:

- 1) Statt der vorgeschriebenen 35 SEK pro Aktie bot das Konsortium 40 SEK pro Aktie. Wir interpretierten hieraus, dass das Konsortium durchaus an weiteren Aktien von Radisson interessiert ist.
- 2) Die beiden Gesellschaften, Carlson und Radisson, könnten vereinigt vermutlich effizienter geführt werden. Würde Jin Jiang über 90% der Aktien halten, so könnten durch einen Squeeze-Out die restlichen Anteile gekauft werden und die beiden Gesellschaften vereinigt werden.
- 3) Die Bewertung von Radisson, auch zu 40 SEK pro Aktie, empfanden wir als vergleichsweise günstig. Der Preis der Aktie wurde längere Zeit durch die Unsicherheit bzgl. der von HNA gehaltenen Aktien (potentieller „forced seller“) geprägt.

Aufgrund der Optionalität eines höheren Angebots bei gleichzeitig begrenztem Verlustrisiko baute der Fonds eine Position zu Kursen knapp über 40 SEK auf. Bereits am 04.01.2019 und damit früher als erwartet erhöhte Jin Jiang das Angebot auf 42,50 SEK, was einem Kursgewinn auf den Einstandskurs im Fonds von knapp 5% entspricht. Da Jin Jiang gleichzeitig ankündigte das Angebot nicht weiter zu erhöhen gehen wir davon aus, dass es bei diesem Preis bleibt (der dann in der Regel auch in einem weiteren Angebot innerhalb einiger Zeit nicht höher liegen darf). Der Fonds wird die Aktien daher entweder andienen oder vorab verkaufen und damit voraussichtlich trotz defensivem Charakter und kurzer Haltedauer von weniger als drei Wochen einen Gewinn von ca. 5% auf die Position verbuchen.

Wir hoffen, dass Ihnen der Bericht einen kleinen Einblick in unsere Arbeit gegeben hat.

Wir möchten uns an dieser Stelle nochmals herzlich für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen bedanken. Bei Rückfragen können Sie sich gerne bei uns melden.



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann

## Kontakt

Fabian Leuchtner	fabian.leuchtner@aguja-capital.de	0221 9823 9413
Dimitri Widmann	dimitri.widmann@aguja-capital.de	0221 9823 9414

## Wichtige Hinweise

Die in dieser Publikation enthaltenen Fonds- und Marktinformationen sind zu allgemeinen Informations- sowie Werbezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Diese Publikation stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Publikation enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne Zustimmung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Weder die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH, die Aguja Capital GmbH und Morningstar noch ihre jeweiligen Organe/Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer ([www.axxion.lu](http://www.axxion.lu)) oder gedruckter Form in deutscher Sprache kostenlos bei der Axxion S.A., 15 rue de Flaxweiler, L-6776 Grevenmacher erhältlich. Die Discover Capital GmbH und die Aguja Capital GmbH sind bei der Erbringung der Anlageberatung und der Anlagevermittlung als vertraglich gebundene Vermittler ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der PEH Wertpapier AG (nachfolgend „PEH“) tätig. Die PEH hat ihren Sitz in der Bettinastr. 57-59, 60325 Frankfurt am Main und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Sitz in der Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Als bankenunabhängiger Vermögensverwalter ist die PEH Mitglied der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW) und des Verbandes unabhängiger Vermögensverwalter (VuV). **Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen Kursschwankungen, die zu Verlusten, bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals, führen können. Es wird ausdrücklich auf die Risikohinweise des ausführlichen Verkaufsprospektes verwiesen.** Die Bruttowertentwicklung (BVI-Methode) berücksichtigt bereits alle auf Fondsebene anfallenden Kosten und geht von einer Wiederanlage eventueller Ausschüttungen aus. Sofern nicht anders angegeben, entsprechen alle dargestellten Wertentwicklungen der Bruttowertentwicklung. Die Nettowertentwicklung geht von einer Modellrechnung mit dem maximalen Ausgabeaufschlag aus. Sie berücksichtigt keine anderen eventuell anfallenden individuellen Kosten des Anlegers, wie beispielsweise eine Depotführungsgebühr. Da der Ausgabeaufschlag nur im 1. Jahr anfällt, unterscheidet sich die Darstellung brutto/netto nur in der ersten dargestellten Periode. Über den „Performance- und Wertentwicklungsrechner“ auf der Detailansicht Ihres Fonds unter [www.axxion.lu](http://www.axxion.lu) können Sie sich Ihre individuelle Wertentwicklung unter Berücksichtigung aller Kosten berechnen lassen. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt. Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Diese Publikation und die in ihr enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieser Publikation sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.